

PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN STUDI KASUS PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERCATAT DI BEJ TAHUN 2008-2011.

Oleh : Agung Budiarno

Abstrac : Capital structure decision to influence the value of the company to date is still the actual issues in financial management. That there was no influence of the capital structure decision of enterprise value or not there is a difference of companies use debt in the capital structure of the company not using debt. The use of debt would give tax subsidies to the company's benefits to the optimal point, but when the optimal point exceeds the menurunakn value of the company. But that in the use of funding sources the company sorts the smallest risk in that is starting from the capital itself (internal capital), the issuance of debt and equity capital Structure (external) is the sum of short-term debt balance of permanent, debt, preferred stock, and common stock. Every company analyzes a number of factors, and then set the targeted funding structure. This Target is always changing in accordance with the changing conditions, but at any time the company management there is shadow dibenak of targeted funds structure.

Based on the calculation that the capital structure does not affect the value of the company. This is an indication that investors in Indonesia is not paying attention to the source of funding for the company but was more worried about how the use of such debt efficiently so as to increase the kemampuan of the company. Based on these findings, then companies can increase the use of debt in its capital structure. As long as the debt is able to provide larger benefits compared to costs arising from the use of debt.

Keywords: Capital Structure, The Value Of The Company, Manufacturing Company

Pendahuluan

Pengaruh keputusan struktur modal terhadap nilai perusahaan sampai saat ini masih merupakan isu aktual dalam manajemen keuangan. Perdebatan ini diawali oleh Miller dan Modigliani (1961) yang mengungkapkan bahwa tidak terdapat pengaruh keputusan struktur modal terhadap nilai perusahaan atau tidak terdapat perbedaan perusahaan yang menggunakan hutang dalam struktur modal dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Temuan Miller dan Modigliani (1961) ini sering disebut sebagai *irrelevance capital structure* tidak sesuai dengan pendapat Myers (1984) yang mengungkapkan bahwa penggunaan hutang akan memberikan manfaat "subsidi pajak" kepada perusahaan sampai ke pada titik optimal, namun apabila melebihi titik optimal tersebut akan menurunakn nilai perusahaan atau sering disebut dengan *trade-off theory of capital structure*. Namun temuan terdahulu yang belum memasukan unsur resiko perusahaan ini juga dikritik oleh Myers dan Majluf (1984) yang mengungkapkan bahwa dalam penggunaan

sumber pendanaan perusahaan mengurutkan dalam resiko yang terkecil yaitu mulai dari modal sendiri (modal internal), penerbitan hutang dan ekuitas (eksternal) Struktur modal adalah merupakan perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang, saham preferen, dan saham biasa. Menurut Brigham dan Houston (1997: 59), setiap perusahaan menganalisis sejumlah faktor, dan kemudian menetapkan struktur pendanaan yang ditargetkan. Target ini selalu berubah sesuai dengan perubahan kondisi, tetapi pada setiap saat dibenak manajemen perusahaan terdapat bayangan dari struktur dana yang ditargetkan. Jika tingkat utang yang sesungguhnya berada di bawah target, mungkin perlu dilakukan ekspansi dengan melakukan pinjaman, sementara jika rasio utang sudah melampaui target, barangkali saham perlu dijual.

Kebijakan mengenai struktur modal melibatkan *trade off* antara resiko dan tingkat pengembalian-penambahan utang memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Resiko yang makin tinggi akibatnya membesarnya utang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatkan tingkat pengembalian yang

diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Struktur pendanaan yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham.

Menurut Husnan (1998), teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan, seandainya keputusan investasi dan kebijakan dividen dipegang konstan. Dengan kata lain, jika perusahaan mengganti sebagian modal sendiri dengan utang atau sebaliknya apakah harga saham akan berubah. Tetapi kalau dengan merubah struktur dananya ternyata nilai perusahaan berubah, maka akan diperoleh struktur pendanaan yang terbaik. Struktur pendanaan yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham adalah struktur dana yang terbaik. Setiap keputusan pendanaan mengharuskan manajer keuangan untuk dapat mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber-sumber dana yang akan dipilih karena masing-masing sumber dana mempunyai konsekuensi finansial yang berbeda.

Menurut Riyanto (2001) struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan utang dengan modal sendiri. Keputusan struktur modal berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik yang berasal dari dalam maupun dari luar, sangat mempengaruhi nilai perusahaan. Sumber pendanaan di dalam suatu perusahaan dibagi menjadi dua kategori yaitu pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pendanaan internal dapat diperoleh dari sumber laba ditahan dan depresiasi, sedangkan pendanaan eksternal dapat diperoleh para kreditor atau yang disebut dengan utang dari pemilik, peserta, atau pengambil bagian dalam perusahaan atau yang disebut sebagai modal. Proporsi atau bauran dari penggunaan modal sendiri dan utang dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan.

Dalam keputusan pembelanjaan ini akan ditentukan perimbangan yang optimal dari berbagai sumber dana yang akan digunakan. Yang dimaksud dengan struktur pendanaan adalah perimbangan antara utang dengan modal sendiri (saham). Berbagai macam faktor mempengaruhi struktur modal yaitu perusahaan yang mengikuti *balanced theory* dan perusahaan yang mengikuti *pecking order theory*.

Sektor properti merupakan sektor yang terus mengalami perkembangan sejak krisis ekonomi di Indonesia sebagai dampak dari krisis yang terjadi di

Amerika pada tahun 2008. Saat ini emiten sektor properti adalah 43 perusahaan dan sebagian besar pendanaannya diperoleh melalui hutang (lampiran) dengan rerata Debt Equity Ratio (DER) adalah sebesar 0,68% atau dapat diinterpretasikan bahwa rasio hutang dibandingkan ekuitas mempunyai proporsi sebesar 0,68%. Dan rasio DER ini lebih besar dibandingkan dengan sektor yang lainnya. Oleh karena itu dalam penelitian ini ingin mengetahui pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan properti.

KAJIAN TEORITIS

Struktur Modal

Salah satu isu paling penting yang dihadapi oleh para manajer keuangan adalah hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Menurut Riyanto (2001 : 296) Struktur Modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing (jangka panjang) dengan modal sendiri. Sedangkan menurut Sartono (2001:125), yang dimaksud dengan struktur modal merupakan perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Struktur keuangan adalah perimbangan antara utang dengan modal sendiri. Dengan kata lain struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan.

Beberapa teori struktur modal telah dikembangkan khususnya untuk menganalisis penggunaan utang terhadap nilai perusahaan dan biaya modal. Dalam hal ini Sartono (2001 : 225) telah mengemukakan tiga teori struktur modal yaitu: pendekatan laba bersih, atau *net income (NI) approach*, pendekatan laba operasi bersih, atau *net operating income (NOI) approach* dan pendekatan tradisional.

Pendekatan laba bersih mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai perusahaan dengan tingkat kapitalisasi yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah utangnya dengan tingkat biaya utang yang konstan pula. Karena tingkat kapitalisasi dan tingkat biaya utang konstan maka semakin besar jumlah utang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata tertimbang akan semakin kecil. Jika biaya modal rata-rata tertimbang semakin kecil sebagai akibat penggunaan utang semakin besar, maka nilai perusahaan akan meningkat. Nilai perusahaan meningkat jika perusahaan menggunakan utang semakin besar.

Pendekatan laba operasi bersih

mengasumsikan bahwa investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan utang oleh perusahaan. Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapapun tingkat utang yang digunakan oleh perusahaan. Pertama diasumsikan bahwa biaya utang konstan seperti halnya dalam pendekatan laba bersih. Kedua, penggunaan utang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya risiko perusahaan. Konsekuensinya biaya modal rata-rata tertimbang tidak mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting.

Pendekatan tradisional yang banyak dianut oleh para praktisi dan akademis mengasumsikan, bahwa hingga satu leverage tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan, sehingga baik tingkat biaya utang maupun tingkat kapitalisasi relatif konstan. Tetapi setelah leverage atau rasio utang tertentu, biaya utang dan biaya modal meningkat. Peningkatan biaya modal sendiri akan semakin besar dan bahkan akan lebih besar dari pada penurunan biaya karena penggunaan utang yang lebih murah. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang pada awalnya menurun dan setelah leverage tertentu akan meningkat. Maka nilai perusahaan mula-mula meningkat dan akan menurun sebagai akibat penggunaan utang yang semakin besar. Menurut pendekatan tradisional, terdapat struktur modal yang optimal untuk setiap perusahaan. Struktur modal yang optimal tersebut terjadi pada saat nilai maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang minimum.

Irrelevance Capital Structure

Modigliani - Miller (1958) dalam artikelnya yang berjudul "the cost corporation Finance and the theory of investment" mengemukakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya DER karena adanya efek dari *corporate tax rate shield*. Hal ini disebabkan karena dalam keadaan pasar sempurna dan adanya pajak, pada umumnya bunga dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat digunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikarenakan pajak atau dengan kata lain bersifat *tax deductible*. Dengan demikian, apabila 2 perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama tetapi yang satu menggunakan hutang dan membayar bunga

sedangkan perusahaan yang lain tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil. Karena menghemat membayar pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Namun pendapat M&M yang menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilainya bila menggunakan hutang sebesar-besarnya (dalam keadaan kena pajak) ini mengandung kritik dan keberatan dari para praktisi. Keberatan tersebut disebabkan oleh asumsi yang digunakan M&M dalam analisis mereka, yaitu pasar modal yang sempurna. Adanya ketidak sempurnaan pasar modal menyebabkan pemilik perusahaan atau pemegang saham mungkin keberatan untuk menggunakan *leverage* yang ekstrim karena akan menurunkan nilai perusahaan. Apabila pasar modal tidak sempurna, kemungkinan antara lain munculnya biaya kebangkrutan, biaya keagenan atau adanya informasi asimetris (Husnan, 1998)

Pecking Order Theory

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan. Myers (1984) dalam Husnan (1996) mengemukakan argumentasi mengenai adanya kecenderungan suatu perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan yang berdasarkan pada *pecking order theory*.

Myers (1984) berpendapat bahwa keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* yang dikemukakan pada tahun 1961 mengikuti urutan pendanaan sebagai berikut : perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal, perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi, Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan akan memilih sumber dana dari utang karena dipandang lebih aman dari penerbitan ekuitas baru sebagai pilihan terakhir sebagai sumber untuk memenuhi kebutuhan investasi.

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Myers dan Majluf (1984) dalam Husnan (1996) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya

dengan menerbitkan ekuitas.

Investor beranggapan bahwa penerbitan ekuitas baru dilakukan oleh para manajer apabila saham perusahaan dinilai lebih tinggi. Baskin (1989) dan Myers (1984) dalam Husnan (1996) mengemukakan bahwa pemberitahuan penerbitan ekuitas-ekuitas baru menyebabkan nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham turun.

Perilaku *pecking order* selain dipengaruhi oleh adanya asimetri informasi juga cenderung didorong dengan adanya pajak dan biaya transaksi. Ada beberapa alasan yang menyebabkan biaya langsung dari *retained earning* akan lebih kecil dari penerbitan ekuitas baru. Alasan pertama adalah terdapatnya penghematan yang cukup besar dalam *banker fees*. Alasan yang kedua adalah perusahaan dapat menekan dividen yang dapat dikenakan pajak pada saat ini dengan membatasi penerbitan sekuritas. Dalam hal ini, dengan menetapkan jumlah utang dan investasi tetap konstan, kenaikan dalam penerbitan ekuitas akan selalu mengarahkan pada dividen yang lebih besar. Dividen yang lebih besar selanjutnya akan menambah beban pajak pribadi. Oleh karena itu akan cukup beralasan apabila perusahaan berusaha untuk menekan penerbitan ekuitas baru. Disamping itu, menurut Bringham (1999), biaya pada umumnya lebih kecil jika perusahaan menerbitkan utang dibandingkan menerbitkan saham baru. Perusahaan dalam menerbitkan sekuritas eksternal akan lebih memilih utang dibandingkan saham untuk mengurangi berbagai biaya yang timbul dari pemilihan antara utang dan saham. Bringham (1999).

Dalam kaitannya dengan nilai perusahaan, *pecking order theory* telah memberikan gambaran bahwa penggunaan utang akan memberikan manfaat sekaligus biaya dan risiko sebagaimana dinyatakan oleh Bringham (1999) yang mengemukakan bahwa penggunaan utang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kerugian bagi perusahaan. Sehingga penggunaan utang yang optimal dan dipertimbangkan terhadap karakteristik spesifik perusahaan (*asset*, pangsa pasar dan kemampuan) akan menghindarkan perusahaan dari risiko gagal pemenuhan kewajiban sehingga perusahaan terhindar dari penurunan kepercayaan investor yang berimplikasi pada menurunnya nilai perusahaan.

Trade-off Theory

Model *trade-off* karena struktur modal optimum terjadi jika terdapat keseimbangan antara

biaya *financial distress* dan *agency problem* dan manfaat atas penggunaan *leverage* atau utang (*tax-shield*). Model *trade off* memang logis secara teori tapi secara empiris bukti-bukti yang mendukung model ini kurang kuat, namun demikian Mondigliani dan Miller sangat berperan dalam mengembangkan teori struktur modal (Ambarwati: 2010).

Berdasarkan *trade off theory*, tingkat *leverage* dipengaruhi oleh tingkat pertumbuhan perusahaan. Sesuai dengan *trade off theory*, perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi cenderung untuk membiayai investasinya dengan mengeluarkan saham, karena harga sahamnya relatif tinggi. Alasan lainnya adalah karena perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung menanggung *costs of financial distress* yang besar, karena memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi. Dengan demikian, tingkat pertumbuhan berhubungan negatif dengan tingkat *leverage*. Sebaliknya menurut *Pecking Order Theory*, tingkat pertumbuhan mempunyai hubungan yang positif dengan tingkat *leverage*, karena dalam jangka pendek perusahaan memiliki investasi yang masih rendah, sehingga untuk sementara memiliki tingkat *leverage* yang rendah.

HIPOTESIS

- a. Struktur utang berpengaruh terhadap nilai perusahaan

METODE

Sampel penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2008-2011 sektor properti. Pengambilan sampel dilaksanakan melalui *purposive sampling* dengan kriteria: perusahaan yang melaporkan laporan keuangan per 31 Desember, perusahaan yang memperoleh laba positif selama periode pengamatan. Data perusahaan yang dijadikan sampel yaitu sebanyak 43 perusahaan dengan metode *pooled* (4 tahun), sehingga data diperoleh sebanyak 172 observasi data.

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini akan dilakukan dengan menggunakan model regresi linear, di mana dalam analisis regresi tersebut akan diuji pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen. Namun sebelumnya akan diuji terlebih dahulu syarat penggunaan regresi linier yang meliputi: Uji Normalitas dan Uji Asumsi Klasik yang meliputi uji multikolenieritas, uji heterokedastisitas, dan uji auto korelasi.

DEFINISI OPERASIONAL

Struktur Modal, ditentukan dengan membandingkan total hutang jangka panjang atas modal sendiri perusahaan (Riyanto, 2001) dengan persamaan sebagai berikut:

$$SM = \frac{\text{Total hutang jangka panjang}}{\text{Total modal sendiri}}$$

Nilai perusahaan ditentukan oleh harga saham penutupan akhir tahun (Prayoga, 2002) pada tiap tahun pengamatan yaitu 2008-2011

HASIL

Hasil penelitian ini menguraikan tentang gambaran variabel dalam penelitian ini yaitu (a) struktur modal (B) nilai perusahaan. Penelitian menggunakan data perusahaan manufaktur yang melakukan kebijakan dividen tahun 2008-2011 dengan deskripsi sub-sektor manufaktur disajikan

Tabel 1. Deskripsi Bidang Usaha Perusahaan Manufaktur yang Melakukan Kebijakan Dividen Tahun 2008-2011

Bidang Usaha	Jumlah	Presentase
Cement	2	7.14 %
Metal and Allied Products	2	7.14 %
Chemicals	2	7.14 %
Plastics and Packaging	2	7.14 %
Animal Feed	1	3.57 %
Automotive and Components	5	17.86 %
Footwear	1	3.57 %
Cable	2	7.14 %
Food And Beverages	3	10.71 %
Tobacco Manuf	2	7.14 %
Pharmaceuticals	4	14.29 %
Cosmetics and Household	2	7.14 %
Jumlah	28	100.00 %

Sumber : IDX Statistics tahun 2008-2011, diolah

pada tabel 1 berikut:

Penelitian dilakukan pada data *time series* selama 4 tahun yaitu (2008-2011) pada 28 (dua puluh delapan) perusahaan sehingga penelitian ini pada dilakukan 112 (seratus dua belas) unit pengamatan (observasi).

Deskripsi Variabel Penelitian

Indikator yang dipergunakan untuk merefleksikan variabel struktur modal adalah *debt*

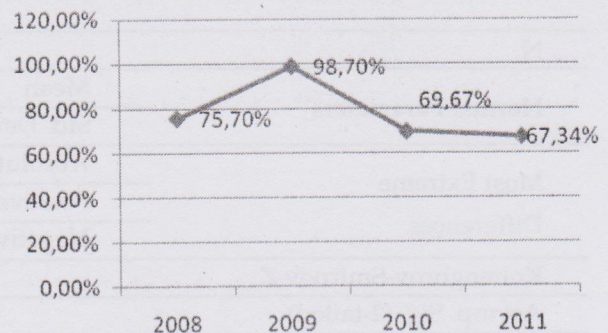
equity ratio. DER mempunyai variabilitas yang tinggi pada perusahaan manufaktur karena dapat disebabkan karena perbedaan tingkat hutang dan nilai pasar saham yang berbeda

	N	Mean	Std. Deviation
DER	112	.7785	.95659
ClosPrice	112	21390.3125	50484.00704
Valid N (listwise)	112		

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel Struktur Modal

Indikator DER ini merefleksikan rasio pemenuhan kebutuhan pendanaan perusahaan yang berasal dari hutang dibandingkan dengan ekuitas. Semakin tinggi rasio ini menunjukkan dominasi proporsi hutang pada pemenuhan kebutuhan sumber pendanaan dibandingkan dengan modal sendiri dan penerbitan ekuitas.

Gambar 1. Debt Equity Ratio Perusahaan Manufaktur tahun 2008 - 2011



Nilai perusahaan manufaktur mempunyai rerata harga saham (ClosPrice) sebesar Rp. 21.390 namun juga didapati variabilitas yang cukup tinggi yaitu sebesar Rp. 50.484. Hal ini disebabkan karena adanya disparitas yang cukup besar seperti pada saham PT Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI) yang mempunyai harga Rp.359.000/lembar dan PT Budi Acid Jaya Tbk (BUDI) yang hanya mempunyai harga Rp.240/lembar. Selain itu dapat juga disebabkan karena perbedaan persepsi investor mengenai kinerja perusahaan sehingga mengakibatkan perbedaan harga saham ini

Perusahaan manufaktur cenderung untuk mengurangi rerata rasio penggunaan hutang terhadap ekuitas selama tahun 2008-2011. Pada tahun 2008 perusahaan manufaktur mempunyai

Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai absolute DER sebesar 0.216 dan Harga saham 0.07 lebih besar dibandingkan alpha yaitu 0.05. atau dapat juga dilihat dari uji Z dimana Z untuk DER 2.281 dan harga saham 0.794 yang lebih besar dibandingkan 0.05 maka data adalah normal.

Uji Linieritas

Linearitas adalah sifat hubungan yang linear antar variabel artinya setiap perubahan yang terjadi pada satu variabel akan diikuti perubahan dengan besaran yang sejajar pada variabel lainnya (pengaruhnya bukan kuadratik). Cara melakukan uji linearitas dapat dilakukan dengan fungsi compare mean. Hasil pengujian adalah sebagai berikut:

Tabel 4. Pengujian Linieritas

			Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
(Combined)			384.195	108	3.557	6.299	.076
Harga Saham * DER	Between Groups	Linearity	5.954	1	5.954	10.542	.048
		Deviation from Linearity	378.241	107	3.535	6.259	.077
	Within Groups		1.694	3	.565		
	Total		385.889	111			

hutang sebesar 75.70% dan berkurang menjadi 67.34% pada tahun 2011. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur cenderung untuk melakukan kebijakan pengurangan hutang dan dalam rangka pemenuhan kebutuhan pendanaan.

Analisis Data

Asumsi Pre-Data untuk Analisis

Normalitas

Menggunakan Kolmogorov - Smirnov Tes dengan hipotesis

Ho = data berdistribusi normal

H1 = data tidak berdistribusi normal

Hasil pengujian menghasilkan berikut

Tabel 3. Pengujian Normalitas One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	DER	Harga Saham
N	112	112
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.7785
	Std. Deviation	.95658
Most Extreme Differences	Absolute	.216
	Positive	.179
	Negative	-.216
Kolmogorov-Smirnov Z	2.281	.794
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000	.555

Uji Heterokedastitas

Heteroskedastisitas adalah adanya ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi. Tujuan adalah untuk mengetahui adanya penyimpangan dari syarat-syarat asumsi klasik, di mana dalam model regresi harus dipenuhi syarat tidak adanya heteroskedastisitas. Hasil pengujian sebagai berikut:

Tabel 5. Pengujian Heterokedastitas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	8.136	.227		35.871	.000
DER	.242	.184	.124	1.313	.192

Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai signifikansi lebih besar daripada 0.05 maka data adalah heterokedastistias

Regresi

Pengujian regresi linier dari ariabel peneltiaan menghasilkan sebagia berikut:

Tabel 6. Uji R Square

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.124 ^a	.015	.006	1.85848

Hasil penelitian memberikan bukti bahwa perubahan DER mampu menjelaskan perubahan nilai perusahaan dengan proksi harga saham sebesar 1.5% sisanya sebesar 98.5% diakibatkan oleh variabel lain.

Tabel 7. Uji Regresi

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	8.136	.227		35.871	.000
DER	.242	.184	.124	1.313	.192

Berdasarkan pada pengolahan data dapat diketahui bahwa persamaan untuk model regresi adalah

$$Y = a + bX$$

$$Y = 0.227 + 0.184 DER$$

Hasil penelitian menunjukkan bahwa DER mempunyai pengaruh negative terhadap nilai perusahaan. Hal ini merupakan indikasi bahwa jika DER tidak berubah maka akan mengakibatkan perubahan positif pada nilai perusahaan sebesar 22.7%. selain itu jika DER mengalami perubahan 100% maka akan mengakibatkan perubahan nilai perusahaan sebesar 41.1%.

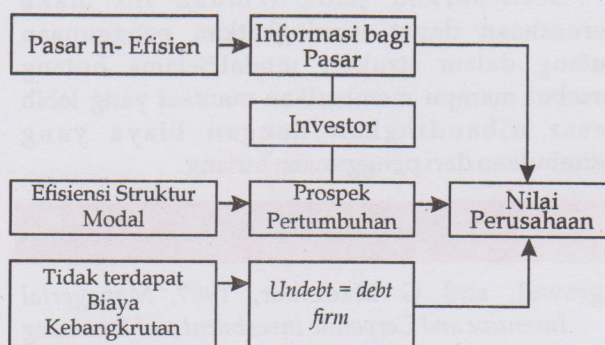
Pengujian Hipotesis

Hasil penghitungan menunjukkan bahwa nilai signifikansi sebesar 0.192 yang lebih besar dibandingkan dengan alpha sebesar 0.05 sehingga hipotesis nol diterima yaitu terdapat pengaruh yang tidak signifikan struktur modal terhadap nilai perusahaan

PEMBAHASAN

Nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh DER, karena koefisien DER relatif kecil dan stabil sehingga tidak mempengaruhi nilai perusahaan (b) Haugen dan Senbet (1978) menjelaskan bahwa jika dalam pasar modal tidak terdapat pajak personal dan dominasi hutang dalam struktur modal (DER) maka akan berhubungan dengan rendahnya biaya kebangkrutan. Hasil penelitian mendeskripsikan bahwa dominasi DER dalam struktur modal perusahaan tidak akan mempengaruhi biaya kebangkrutan sehingga perusahaan dapat meningkatkan penggunaan hutang. Bagi perusahaan peningkatan penggunaan hutang maupun ekuitas tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian yang mendukung Sari dan Hutagaol (2008); Subandar (2010); Salteh (2010)

Struktur modal merupakan keputusan perusahaan untuk menggunakan hutang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan. Penelitian menunjukkan hasil empiris dukungan terhadap *irrelevance capital structure* (Miller dan Modigliani, 1958) dengan argumentasi sesuai hasil penelitian terdahulu dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2. Faktor yang Menyebabkan Struktur Modal tidak Mempengaruhi Nilai Perusahaan (Sumber : Penelitian Terdahulu dan Empiris)

Secara umum, hasil penelitian memberikan indikasi dukungan terhadap *irrelevance capital*

structure (Miller dan Modigliani, 1958). *Capital structure* yang merupakan kombinasi hutang dan ekuitas tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan, sehingga perusahaan manufaktur meningkatkan penggunaan hutang dalam memenuhi kebutuhan pendanaannya.

Penelitian ini tidak mendukung *Pecking Order Hypothesis* dan cenderung mendukung *irrelevance capital structure*. Proposisi *irrelevance capital structure* dimulai dari adanya asumsi tertentu mengenai *cash flow* perusahaan. Ketika perusahaan menentukan proporsi tertentu untuk *debt* dan *equity* guna pembiayaan asetnya, dan proporsi pembiayaan ini oleh perusahaan ditawarkan kepada investor. Selain itu investor dan perusahaan diasumsikan mempunyai akses yang sama terhadap pasar finansial sehingga dapat membuat proporsi untuk pembiayaan aset dengan biaya yang sama. Jadi siapapun yang melakukan keputusan *financing* tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Investor dapat mengambil keputusan struktur modal tanpa ditawarkan kepada perusahaan, begitu pula perusahaan dapat membuat keputusan struktur modal tanpa ditawarkan kepada investor.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan dari peneltian ini adalah struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini merupakan indikasi bahwa investor di Indonesia tidak memperhatikan sumber pendanaan perusahaan namun lebih mementingkan bagaimana penggunaan hutang tersebut secara efisien sehingga meningkatkan kemampuan perusahaan.

Berdasarkan pada temuan ini maka perusahaan dapat meningkatkan penggunaan hutang dalam struktur modal. Selama hutang tersebut mampu memberikan manfaat yang lebih besar dibandingkan dengan biaya yang ditimbulkan dari penggunaan hutang.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, and G Madelker, 1987, "Managerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decision", *Journal of Finance*, 42, 823 - 837.
- Ariyanto, Taufik, *Pengaruh Struktur Pemegang Saham Terhadap Struktur Modal Perusahaan*, *Jurnal Manajemen Indonesia*, Vol. 1, 2002 : 64-71.
- Badhuri, Saumitra N, 2002. "Determinants of Corporate Borrowing: Some Evidence from the Indian Corporate Structure", *Journal of Economics and Finance*, Summer, 26, 2, p.200.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston, 2001. *Manajemen Keuangan*, Edisi 8, Erlangga, Jakarta.
- Chang, RP, dan SG Rhee, 1990, "Tax and Dividends: The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions", *Financial Management*, Summer, 21-31.
- Claire, E Cruthley and Robert S Hansen, 1989, "A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership Corporate Leverage, and Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions", *Financial Management*, Winter.
- Eugene F, Brigham, Joel F. Houston, 2001, "Manajemen Keuangan", Erlangga, Jakarta.
- Friend, I. And L.H.P. Lang, 1988, "An Empirical Test Of The Impact Of Managerial Self-Interest On Corporate Capital Structure", *The Journal of Finance* 43, 271 - 282.
- Ghosh, Arvin, Francis Cai and Wenhui Li, 2000. "The Determinants of Capital Structure", *American Business Review*, 18, 2, p.129
- Ghozali, Imam, 2005, "Analisis Multivariat dengan Program SPSS", Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodaran, 1995, "Basic Econometrics", 3rd International edition, Mc Graw Hill International.
- Kuncoro, Mudrajad, 2003, "Metode Riset Untuk Bisnis & Ekonomi", Erlangga, Jakarta.
- Munawir, S. 2001, *Analisa laporan Keuangan*, liberty, Yogyakarta.
- Prayogo, J, *Analisa Struktur Modal Industri Manufaktur di BEJ Beserta Faktor-faktor yang Mempengaruhinya*, Thesis MM, Universitas Gajah Mada, 2002.
- Rizal, Muhammad, *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di BEJ tahun 1997-2002*, Thesis MM, Universitas Gajah Mada, 2002.

Saidi, *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public Di BEJ Tahun 1997-2002*, Jurnal Bisnis dan Ekonomi, Vol11, No.1, Maret, hal 44-58.

Santoso, Singgih, 2004," *Mengolah Data Statistik Secara Profesional*", PT Elex Media Komputindo, Jakarta.

Sartono, Agus R, *Manajemen Keuangan*, Edisi Ketiga, BPFE, Yogyakarta, 1996