

ANALISIS FAKTOR ESTERNAL TERHADAP FINANCIAL LEVERAGE DAN NILAI PERUSAHAAN

Martina Mesi, Eny Iestari Widarni, Rachmad Santoso
Prodi Akuntansi STIE Jaya Negara Tamansiswa Malang

ABSTRACT

These research tests and analyzes the influence of eksternal factor on capital structure, the influence of eksternal factor on value of the firm, the influence of capital structure on value of the firm.

The population of this study is the manufacture companies that listed in Indonesia Stock Exchange and 37 companies used for the sample. Using data from 2012 to 2015, this research use analysing of descriptive and inference statistics with Structural Equation Modelling (SEM).

The result of analysis shows that : eksternal factor has not significant effect on capital structure, eksternal factor has not significant effect on value of the firm, capital structure has positive significant effect on value of the firm. Contribution of this research is support to financing decision theory, trade-off model capital structure theory, and pecking order theory while the result didn't support agency theory and dividen policy theory : information content or signaling hypothesis because there are differences in characteristics and setting the companies as the sample in Indonesia stock exchange.

Keyword : capital structure, financial leverage and firm value

PENDAHULUAN

Dalam pendirian perusahaan, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai pemegang saham. Nilai pemegang saham akan meningkat apabila nilai perusahaan meningkat yang ditandai dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi pada pemegang saham. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan pemilik perusahaan, sebab dengan nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Untuk mencapai tujuan perusahaan, manajer membuat keputusan investasi yang menghasilkan net present value positif. (Jusriani, 2013 : 1)

Nilai perusahaan dapat mencerminkan nilai asset yang dimiliki perusahaan seperti surat-surat berharga. Saham merupakan salah satu surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan, tinggi rendahnya harga saham banyak dipengaruhi oleh kondisi emiten. (Matono dan Agus Harjito, 2015:3)

Setiap emiten akan berusaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan agar dapat memakmurkan investornya. Menurut Moeljadi (2016:13) agar tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham dapat tercapai, maka perlu diambil berbagai keputusan keuangan (financial decision) yang relevan dan mempunyai pengaruh bagi peningkatan nilai perusahaan. Keputusan-keputusan keuangan itu yakni (1) keputusan investasi (investment decision); (2) keputusan pendanaan (financing decision); dan (3) keputusan dividen (dividend decision). Hal ini mengartikan bahwa pelaksanaan manajemen keuangan yang baik akan mencerminkan nilai perusahaan yang baik pula. Manajemen keuangan berhubungan dengan pengambilan keputusan penting atas keuangan perusahaan. Secara garis besar, ruang lingkup manajemen keuangan meliputi keputusan-keputusan di bidang investasi, pembelanjaan, dan kebijakan dividen (Moeljadi, 2016:2). Pengambilan keputusan dalam manajemen keuangan perusahaan merupakan salah satu tugas dari manajer keuangan perusahaan. Jadi, keputusan investasi dan keputusan pendanaan termasuk faktor penting bagi manajer perusahaan dalam memaksimalkan nilai perusahaan.

Faktor eksternal mempunyai pengaruh yang besar terhadap kinerja perusahaan. Faktor eksternal mempunyai pengaruh yang besar pada kebijakan pendanaan, sehingga pada akhirnya akan juga mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Menurut Apergis and Eleftheriou (2015) mengungkapkan suku bunga, inflasi, dan harga saham merupakan faktor eksternal yang saling mempengaruhi. Hasil penelitiannya menunjukkan bukti yang mendukung ada hubungan signifikan harga saham dengan inflasi. Berdasarkan kajian empiris pada hasil penelitian terdahulu, maka dalam penelitian ini faktor eksternal dioperasionalkan menjadi variabel independen yang terdiri dari: tingkat suku bunga dan tingkat inflasi. Suku bunga yang dimaksud yaitu suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) yang dikeluarkan Bank Indonesia (BI) selaku bank Sentral di Indonesia.

Variabel faktor eksternal dalam penelitian ini lebih ditekankan pada kondisi ekonomi makro yang bersifat kuantitatif yaitu meliputi tingkat inflasi, tingkat bunga, dan nilai tukar valuta asing (valas). Faktor eksternal lainnya yang bersifat kualitatif seperti faktor kondisi sosial politik, keamanan, budaya, kepastian hukum, dan teknologi serta kebijakan pemerintah yang diduga dapat mempengaruhi harga saham perusahaan yang *listing* Bursa Efek Indonesia (BEI) tidak dimasukkan sebagai proksi dari variabel faktor eksternal. Hal ini dilakukan karena faktor-faktor tersebut datanya merupakan data kualitatif dan penulis mengalami kesulitan untuk mengkuantifikasikannya, selain itu sampai saat ini belum ada badan/lembaga/institusi di Indonesia yang menetapkan indeks yang dapat digunakan untuk mengukur faktor-faktor tersebut. Oleh karena itu, dalam penelitian ini variabel faktor eksternal hanya dibatasi pada kondisi ekonomi makro yang diukur dengan menggunakan tingkat inflasi, tingkat bunga, dan nilai tukar valas.

Kebijakan struktur modal merupakan bagian dari keputusan pendanaan perusahaan (*financing decision*) yang merupakan keputusan yang utama dalam manajemen keuangan selain keputusan investasi dan kebijakan dividen. Penelitian Karadeniz, et al (2018) struktur modal dapat diukur dengan Debt Ratio. Hasil penelitiannya menemukan bukti bahwa *tax rates tangibility of assets*, dan *return on assets* berhubungan negatif dengan *debt ratio*, sedangkan *free cash flow*, *non-debt tax shields*, *growth opportunities*, *net commercial credit position*, dan *firm size* tidak berhubungan dengan *debt ratio*. Berdasarkan kajian empiris pada hasil penelitian terdahulu, maka dalam penelitian ini karakteristik perusahaan dioperasionalkan menjadi variabel dependen yang terdiri dari: ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan aktiva, mempengaruhi struktur modal yang diukur dengan menggunakan *debt equity ratio* dan *debt ratio*.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu yang berkaitan dengan variabel-variabel yang mempengaruhi nilai perusahaan dapat diidentifikasi variabel-variabel yang menjadi determinan nilai perusahaan yaitu faktor eksternal, struktur modal. Penelitian ini mencoba untuk menguji kembali pengaruh variabel faktor eksternal, struktur modal terhadap nilai perusahaan, karena didasari oleh suatu kenyataan bahwa bukti-bukti empiris tentang pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap nilai perusahaan menunjukkan adanya ketidakkonsistenan atau pertentangan hasil temuan empiris seperti yang ditunjukkan Amihud (2014), dan Bartov & Bodnar (2014) menemukan bukti bahwa fluktuasi nilai tukar tidak mempunyai hubungan yang signifikan terhadap harga saham (nilai perusahaan). Campbell & Ammer (2015) menunjukkan bukti bahwa tingkat bunga tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *stock returns* yang merupakan indikator dari nilai perusahaan. Born & McWilliams (2017) menunjukkan bukti bahwa struktur modal tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Miller & Modigliani (1961), Miller & Scholes (1978), Sahu (2015) dan Kaleem & Salahuddin (2016) menunjukkan bukti bahwa pembayaran dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian terdahulu tentang pengaruh variabel struktur kepemilikan, faktor eksternal, faktor eksternal, struktur modal terhadap nilai perusahaan yang tidak konsisten ini menunjukkan bukti tentang apa yang digambarkan oleh para ahli sebagai *incompleteness of financial theory* utamanya yang berkaitan dengan *capital structure theory* dan *dividend theory*. Kondisi ini menunjukkan bahwa walaupun model-model eksplanasi teori-teori keuangan yang

dihasilkan utamanya yang berkaitan dengan *capital structure theory* dan *dividend theory* (*agency theory*, *MM theory*, *trade off theory*, *pecking order theory*, *signaling model*) didasarkan pada justifikasi teoritis yang meyakinkan namun dukungan dari bukti-bukti empiris masih menunjukkan adanya kontroversi atau pertentangan dari hasil-hasil penelitian yang ada. Oleh karena itu diperlukan studi-studi empiris secara terus-menerus yang lebih intensif dan cermat (*rigorous*) yang dimaksudkan untuk menguji model-model eksplanasi *capital structure theory* dan *dividend theory* yang ada atau untuk menemukan model-model baru yang lebih representatif.

Hasil penelitian terdahulu yang tidak konsisten ini juga memotivasi peneliti untuk menguji kembali pengaruh faktor eksternal, struktur modal terhadap nilai perusahaan dalam satu model penelitian.

Faktor Eksternal

Faktor eksternal utamanya kondisi ekonomi makro suatu negara akan berpengaruh terhadap keberhasilan manajemen perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan (nilai perusahaan). Adapun alasan yang mendasari pernyataan ini adalah bahwa perubahan-perubahan faktor eksternal utamanya kinerja ekonomi makro cenderung berdampak terhadap perubahan-perubahan pencapaian laba pada seluruh sektor usaha. Bilamana kurs rupiah terhadap dollar melemah dan inflasi meningkat serta diikuti meningkatnya tingkat bunga maka akan berdampak negatif terhadap pencapaian laba dan pertumbuhan perusahaan (faktor internal). Tzelepis & Skuras (2004) menunjukkan bukti bahwa fluktuasi nilai tukar dan tingkat bunga (faktor eksternal) berpengaruh signifikan terhadap pencapaian laba dan pertumbuhan perusahaan (faktor internal).

Damodaran (2017) dan Michaelas *et al.* (2013) menyatakan bahwa faktor yang mempengaruhi struktur modal optimal dapat dibagi menjadi faktor yang berasal dari perusahaan (*Firm-specific factors*) dan faktor ekonomi makro (*Macroeconomic Factors*). Pendapat ini didukung oleh temuan Sudarma (2004) yang menunjukkan bukti bahwa faktor eksternal berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Studi empiris yang pernah dilakukan terkait dengan pengaruh faktor eksternal terhadap harga saham (nilai perusahaan) seperti yang dilakukan oleh Geske & Roll (1983) menunjukkan bukti bahwa ada hubungan yang kuat antara kebijakan fiskal dan kebijakan moneter dengan inflasi dan tingkat pengembalian saham pada pasar modal suatu negara. McQueen & Roley (2015) dan Jones (2015) menunjukkan bahwa aktivitas ekonomi dapat berdampak pada keseluruhan harga saham. Berikut ini akan dijelaskan tentang tingkat inflasi, tingkat bunga, dan fluktuasi nilai tukar valuta asing yang merupakan proksi dari faktor eksternal.

Struktur Modal

Kebijakan struktur modal merupakan bagian dari keputusan pendanaan perusahaan (*financing decision*) yang merupakan keputusan yang utama dalam manajemen keuangan selain keputusan investasi dan keputusan dividen atau kebijakan dividen. Keputusan pendanaan menyangkut keputusan-keputusan yang berkenaan dengan penentuan sumber-sumber pendanaan atau struktur modal yang terbaik. Keputusan Pendanaan (*financing decision*) perusahaan merupakan salah satu dari keputusan-keputusan strategis keuangan yang berkaitan dengan bagaimana mendapatkan dana (*obtaining of fund*) dan masalah penggunaan dana (*use of fund*) (Riyanto, 2015). Menurut Husnan & Pudjiastuti (2015) keputusan pendanaan perusahaan menyangkut keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yaitu meliputi berapa banyak hutang atau modal sendiri (*equity*) yang akan dipergunakan dan penentuan waktu (*timing*) dalam memperoleh hutang atau modal sendiri (*equity*).

Keputusan pendanaan yang berhubungan dengan perolehan dana baik yang berasal dari sumber pendanaan internal dan sumber pendanaan eksternal secara langsung berkaitan dengan kebijakan struktur modal perusahaan. Keputusan pendanaan (*financing decision*) dari perusahaan dapat dipandang sebagai dua masalah yang berkaitan yaitu *financing tactics* dan

financing policy seperti yang dikemukakan oleh Haley & Schall (2015) yang dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. *Financing tactics* digunakan untuk pilihan alat-alat pendanaan tertentu dalam periode sekarang.
2. *Financing policy* merujuk pada pertanyaan tentang bauran pendanaan jangka panjang.

Ketika *financing tactics* mempengaruhi nilai akan menjadi *financing policy*, demikian juga *dividend policy* juga dipandang sebagai bagian dari *financing policy*, karena pilihan antara membayar dividen dan menerbitkan saham baru untuk mendanai investasi atau menggunakan dana yang dihasilkan secara internal dengan membatasi pembayaran dividen. Implikasinya bahwa pembayaran dividen sekarang akan dikurangi dengan sejumlah dana yang ditahan untuk digunakan dalam membiayai operasi selanjutnya. Oleh karena itu masalah utama manajemen adalah bagaimana menentukan komposisi pilihan pendanaan yang optimal dari laba ditahan, hutang, dan saham atau kombinasi ketiganya dalam mendanai investasi. Keputusan-keputusan manajemen dalam menentukan komposisi pilihan pendanaan ini disebut dengan kebijakan struktur modal perusahaan. Lebih lanjut di bawah ini akan diuraikan tentang konsep, teori, dan model teoritis dari struktur modal.

Seperti yang telah diuraikan di atas, bahwa kebijakan struktur modal merupakan bagian dari keputusan pendanaan perusahaan (*financing decision*). Sebelum membahas lebih jauh tentang teori struktur modal ada baiknya kalau dipahami terlebih dahulu apa yang sebenarnya dimaksudkan dengan istilah struktur modal. Alwi (2015) menyatakan bahwa struktur modal adalah perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri yang dipergunakan oleh perusahaan. Campsey & Brigham (1985) mengemukakan pengertian struktur modal yaitu : *capital structure is percentage of each type of capital used by firm debt, preferred stock, and common equity*”.

Lebih lanjut, Sartono (2015) menyatakan bahwa struktur modal adalah perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa, sedangkan Weston & Copeland (2016) menyatakan pendapatnya sebagai berikut :“**Financial structure** refers to the way The Firm’s assets are financed. Financial structure is represented by the entire right-hand side of The Balance Sheet. It includes short-term. Debt and long-term debt as well as shareholder’s equity. **Capital structure** or the capitalization of the firm is the permanent financing represented by long-term debt, preferred stock, and shareholder’ equity. Thus, a firm’s capital structure is only part of financial structure. The book value of shareholder’s equity includes common stock, paid in or capital surplus, and the accumulated amount of retained earnings. If the firm has preferred stock, it is added to the shareholder’s equity, and the two together may be termed the firm’s net worth.”

Dari definisi di atas nampak bahwa yang dimaksudkan dengan struktur modal adalah sumber pembiayaan perusahaan yang bersifat permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham *preferent* dan ekuitas pemegang saham. Ekuitas pemegang saham meliputi nilai buku saham biasa, *agio-disagio* saham biasa dan akumulasi laba ditahan. Masing-masing sumber pembiayaan tersebut telah menawarkan berbagai kelebihan dan kekurangan sehubungan dengan fleksibilitas penggunaannya bagi pembiayaan investasi. Schall & Haley (1986) menunjukkan bahwa masing-masing sumber pembiayaan menuntut adanya kompensasi yang berbeda dan bentuk perikatan yang berbeda sehubungan dengan adanya risiko yang melekat padanya. Kombinasi yang proporsional di antara sumber-sumber pembiayaan ini diharapkan akan memberikan apa yang disebut dengan biaya modal (*cost of capital*) – berfungsi sebagai *cost off rate* dalam keputusan investasi.

Dari pendapat-pendapat di atas, dapat diambil suatu kesimpulan bahwa struktur keuangan merupakan perpaduan dari seluruh item yang ada di sisi kanan neraca perusahaan yang mencerminkan pendanaan aktiva secara keseluruhan, sedangkan struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan dan merupakan sumber pembiayaan jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa. Pengertian struktur modal dari sartono (2015) merupakan pengertian yang lebih luas dibandingkan dengan pengertian-pengertian yang ada karena tidak hanya memasukkan

hutang jangka panjang saja tetapi juga hutang jangka pendek yang bersifat permanen yang digunakan oleh perusahaan.

Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan dalam perspektif manajemen keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan (pemegang saham) yang ditunjukkan oleh meningkatnya nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan (Husnan & Pudjiastuti, 2015). Harga saham suatu perusahaan juga merupakan refleksi keberhasilan dari keputusan-keputusan strategis keuangan (keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen) yang dibuat oleh manajemen perusahaan. Keberhasilan dari keputusan-keputusan strategis keuangan yang dibuat oleh manajemen perusahaan, dinilai berdasarkan dampak yang ditimbulkannya terhadap harga saham.

Harga pasar saham pada dasarnya menunjukkan penilaian sentral dari seluruh pelaku pasar dan juga terhadap nilai dari perusahaan itu sendiri. Harga pasar saham juga dapat bertindak sebagai “barometer” dari kinerja suatu perusahaan. Harga pasar saham menunjukkan seberapa baik manajemen perusahaan menjalankan tugasnya atas nama pemegang saham. Para pemegang saham yang tidak puas dengan kinerja manajemen dapat menjual saham yang mereka miliki dan menginvestasikan dananya di perusahaan lain. Tindakan-tindakan tersebut apabila dilakukan oleh para pemegang saham dapat mengakibatkan turunnya harga saham di pasar. (Van Horne & Wachowicz, 2017). Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan bahwa keberhasilan manajemen dalam menjalankan tugasnya dapat dinilai dari harga pasar saham atau nilai dari saham biasa merupakan indeks yang tepat untuk mengukur keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan (meningkatkan nilai perusahaan).

Rasio nilai pasar memberi manajemen suatu indikasi tentang apa yang dipikirkan oleh investor tentang kinerja masa lalu dan prospek perusahaan di masa mendatang. Nilai pasar saham sebenarnya ditentukan oleh *cash flow* perusahaan. Sebenarnya nilai total perusahaan adalah jumlah dari kedua komponen nilai yaitu nilai pasar saham ditambah dengan nilai pasar hutang. Nilai pasar saham dapat dipandang dari berbagai segi permintaan, segi penawaran, dan faktor-faktor eksternal seperti efisiensi pasar, tingkat bunga, tingkat inflasi, dan fluktuasi nilai tukar.

Nilai perusahaan selain dapat diukur dengan menggunakan harga saham juga dapat digunakan rasio-rasio penilaian ukuran kinerja perusahaan. Weston & Copeland (2016) menyatakan bahwa rasio-rasio penilaian adalah ukuran kinerja yang paling menyeluruh untuk suatu perusahaan karena mencerminkan pengaruh gabungan dari hasil pengembalian dan risiko. Lebih lanjut Weston & Copeland (2016) mengemukakan bahwa ada tiga rasio yang dapat digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen untuk mencapai nilai-nilai pasar yaitu :

1. Rasio harga pasar per lembar saham dengan laba per lembar saham (*price earning ratio*).
2. Rasio harga pasar per lembar saham dengan nilai buku (*market to book ratio*).
3. Rasio q Tobin yang didefinisikan sebagai nilai pasar seluruh surat berharga dibagi dengan biaya penggantian (*replacement cost*) aktiva.

Agency Problem, Asymmetric Information, dan Pecking Order Theory

Dengan kepeloporan Jensen & Meckling (1976) yang memandang sebuah perusahaan sebagai sebuah kolektifitas dari banyak kepentingan, telah memunculkan sebuah pertanyaan yang bermakna yaitu apakah benar manajemen dalam menjalankan perusahaannya itu bertindak atas dasar kepentingan pemegang saham? Konflik itu berpotensi timbul manakala manajemen hanya memiliki relatif kecil porsi saham perusahaan. Sebagai pihak yang berkecimpung langsung dalam operasi perusahaan, manajemen banyak mengetahui tentang prospek usaha yang sebenarnya. Sementara itu pemegang saham hanya melihat perusahaan dari jauh. Dengan demikian, maka telah terjadi penguasaan informasi yang berbeda (*asymmetric information*). Situasi ini dimanfaatkan oleh manajemen untuk bertindak di luar kepentingan pemegang saham yang motif utamanya tak lain adalah menikmati hasil yang didapat dari operasi perusahaan, baik berupa tuntutan terhadap fasilitas kerja yang baik, status dan gaji, dan sebagainya. Sebagai

kompensasi atas kepemilikan sahamnya yang relatif kecil di perusahaan. Untuk menghindari timbulnya praktek-praktek *moral hazard* ini diperlukan adanya pihak ketiga (misalnya, akuntan publik) untuk mengawasi jalannya operasi perusahaan. Namun dalam prakteknya tindakan ini kurang menolong.

Bentuk konflik kelembagaan yang kedua adalah konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pihak *debtholders*. Manakala rencana investasi baru yang dilakukan manajemen sebuah perusahaan berhasil, maka pihak *debtholders* hanya menikmati keuntungan sebesar porsi bunga utangnya. Manakala rencana investasi baru tersebut gagal, maka pihak *debtholders* ikut menanggung risiko kegagalan. Untuk menyikapi kemungkinan ini seringkali dalam praktek pinjam-meminjam, pihak *debtholder* mencoba mengajukan tingkat bunga yang lebih tinggi dari yang seharusnya dan menuntut adanya jaminan yang memadai.

Dari pemikiran *agency problem* ini dikaitkan dengan teori struktur modal yang dikemukakan Modigliani & Miller, muncullah sebuah hubungan berikut (Brigham & Gapenski, 2017) :

$$V_L = V_U + TD - \left[\begin{array}{l} \text{PV dari biaya} \\ \text{financial Distress} \\ \text{yang diharapkan} \end{array} \right] - \left[\begin{array}{l} \text{PV dari} \\ \text{biaya} \\ \text{kelembagaan} \end{array} \right]$$

Dari formula ini ada indikasi ke arah terdapatnya struktur modal yang optimal bagi perusahaan. Lebih lanjut, Breal & Myers (1991) menyatakan sebagai berikut :

“Asymmetric information affect the choice between internal an external financing and between new issues of debt and equity new issues of debt and equity securities. This leads to a pecking order, in which investment is financed first with internal funds, reinvested earning primarily; then by new issues of debt; and finally with new issues of equity. New equity issues are a last resort when the company runs out of debt capacity, that is, when the threat costs of financial distress brings regular insomnia to existing creditors and to financial manager”.

Dari pernyataan tersebut di atas nampak bahwa *asymmetric information* memberikan andil yang cukup besar dalam pemikiran manajer keuangan untuk mengatur urutan kemampuan pendanaan investasi, terutama pertimbangan aspek *financial distress*. Urut-urutan pendanaan ini, yang kemudian dikenal dengan *Pecking Order Hypothesis*, tentunya akan mengarahkan pada situasi terdapatnya struktur modal yang optimal bagi perusahaan, sebab setiap timbul peluang investasi, manajer keuangan akan senantiasa berpikir ke arah pengaturan sumber pembiayaan yang proporsional yang dapat meminimumkan *cost of capital*.

METODE PENELITIAN

Sesuai dengan tujuan penelitian, yaitu untuk menguji dan menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen maka jenis penelitian yang digunakan adalah jenis penelitian eksplanatoris.

Penentuan jenis penelitian eksplanatoris ini sesuai dengan pengertian yang dijelaskan oleh Singarimbun dalam Singarimbun dan Effendi (Ed.2015), yaitu penelitian yang dilakukan dengan maksud penjelasan (*explanatory* atau *confirmatory*) yang memberikan penjelasan kausal atau hubungan antar variabel melalui pengujian hipotesis. Penelitian penjelasan adalah untuk menguji hubungan antar variabel yang dihipotesiskan

Adapun masing-masing variabel penelitian adalah sebagai berikut :

Faktor Eksternal (EKS)

- a. Tingkat inflasi (INFLA)
- b. Tingkat bunga (RATE)
- c. Nilai tukar valas (EXCH)

Struktur Modal (CAPS)

- a. Long term debt to total asset ratio (LTDTA)
- b. Long term debt to total equity ratio (LTDTE)

Nilai Perusahaan (VAL)

- a. Price earning ratio (PER)
- b. Tobin's Q (Q)

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Berdasarkan cara penentuan nilai dalam model, maka variabel pengujian model pertama ini dikelompokkan menjadi variabel eksogen (*exogenous variabel*) dan variabel endogen (*endogenous variabel*). Variabel eksogen adalah variabel yang nilainya ditentukan di luar model. Variabel endogen adalah variabel yang nilainya ditentukan melalui persamaan atau dari model hubungan yang dibentuk.

Hasil uji model konseptual akhir yang disajikan dievaluasi berdasarkan kriteria *goodness of fit indices* pada tabel 1 berikut dengan disajikan kriteria model serta nilai kritisnya yang memiliki kesesuaian data.

Dari evaluasi model yang diajukan menunjukkan bahwa evaluasi model terhadap konstruk secara keseluruhan sudah menghasilkan nilai diatas kritis sehingga dapat dikemukakan bahwa model relatif dapat diterima atau sesuai dengan data, karena petunjuk dari *modification indices* sudah tidak ada lagi sehingga dapat dilakukan uji kesesuaian model selanjutnya.

Tabel 1. Evaluasi *Goodness of Fit Indices* Model Konseptual Akhir

Goodness of fit index	Cut-off Value *	Hasil Model**	Keterangan
χ^2 – Chi-square	Diharapkan kecil	46.995	Baik
Sign.Probability	≥ 0.05	0.275	Baik
CMIN/DF	≤ 2.00	1.119	Baik
GFI	≥ 0.90	0.955	Baik
AGFI	≥ 0.90	0.902	Baik
TLI	≥ 0.95	0.990	Baik
CFI	≥ 0.95	0.995	Baik
RMSEA	≤ 0.08	0.028	Baik

Sumber : Hair (2016), Arbuckle (2013)

Tabel 2. merupakan pengujian hipotesis dengan membandingkan nilai t hitung dengan nilai t tabel, jika nilai t hitung lebih besar dari t tabel maka hubungan antara variabel signifikan dan dapat dianalisa lebih lanjut. Pada *sample size* = 148 nilai t tabel ($\alpha=5\%$) sebesar 1.96. Hasil pengujian disajikan pada tabel berikut:

Tabel 2. Hasil Pengujian Hipotesis Uji Model Pengaruh Faktor Eksternal terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

No.	Jenis Pengaruh	koefisien path	t hitung	Prob	Ket.
-----	----------------	----------------	----------	------	------

H1	Faktor eksternal (X1) → Struktur modal (Y1)	0.099	0.372	0.710	Tidak Signifikan
H2	Faktor eksternal (X1) → Nilai perusahaan (Y2)	0.111	1.706	0.088	Tidak Signifikan
H3	Struktur modal (Y1) → Nilai perusahaan (Y2)	0.224	2.511*	0.012	Signifikan

Keterangan:

Adapun interpretasi dari tabel 2 dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Faktor eksternal mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas = 0,710 (> 0.05) dan nilai t hitung $< t$ tabel ($0,372 < 1,96$) serta koefisien *path* sebesar = 0,099. Koefisien ini menunjukkan bahwa peningkatan faktor eksternal akan meningkatkan struktur modal meskipun peningkatannya tidak signifikan.
2. Faktor eksternal mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas = 0,088 (> 0.05) dan nilai t hitung $< t$ tabel ($1,706 < 1,96$) serta koefisien *path* sebesar = 0,111. Koefisien ini menunjukkan bahwa peningkatan faktor eksternal akan meningkatkan nilai perusahaan meskipun peningkatannya tidak signifikan.
3. Struktur modal mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas = 0,012 ($< 0,05$) dan nilai t hitung $> t$ tabel ($2,511 > 1,96$) serta koefisien *path* sebesar = 0,224. Koefisien ini menunjukkan bahwa peningkatan struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif dan statistik inferensial serta pembahasan dalam penelitian ini maka dapat diambil kesimpulan bahwa teori-teori manajemen keuangan yang diuji dalam model penelitian ini yang tergambar dalam model hipotesis keberlakuannya tidak semuanya didukung oleh hasil penelitian ini. Hasil penelitian ini mendukung keberlakuan teori keputusan pendanaan, teori struktur modal *trade-off model*, dan *pecking order theory*, sedangkan keberlakuan *agency theory* dan teori kebijakan dividen yaitu *information content or signaling hypothesis* yang juga diuji dalam penelitian ini tidak didukung oleh hasil penelitian ini karena adanya perbedaan *setting* dan karakteristik perusahaan-perusahaan manufaktur yang menjadi sampel di pasar modal Indonesia yang masih bersifat *emerging market*.

Adapun kesimpulan dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Variabel faktor eksternal mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap struktur modal. Makna dari temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris faktor eksternal tidak selalu atau belum merupakan faktor penentu dalam keputusan struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan dalam menentukan keputusan struktur modalnya tidak selalu ditentukan oleh faktor eksternal.
2. Variabel faktor eksternal mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris faktor eksternal tidak selalu atau belum merupakan faktor penentu dari nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Temuan ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan tidak selalu ditentukan oleh faktor eksternal.
3. Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah signifikan dan positif. Temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris struktur modal merupakan determinan dari nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Temuan ini juga menunjukkan bahwa pendanaan dari hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya penghematan pajak dari pembayaran bunga. Hasil penelitian ini juga mendukung *pecking order theory* dan *assymetric information* yang menyatakan bahwa untuk menghindari persepsi negatif dari investor maka urutan penggunaan dana dalam

keputusan pendanaan (struktur modal) adalah laba di tahan, hutang dan yang terakhir emisi saham.

Saran

Berdasarkan hasil temuan dari penelitian ini, ada beberapa hal penting yang bisa dikemukakan sebagai saran, yaitu sebagai berikut :

1. Penelitian ini menemukan bahwa faktor eksternal mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI kurang memperhatikan faktor eksternal utamanya kondisi ekonomi makro dalam keputusan struktur modal. Oleh karena itu, disarankan bagi perusahaan dalam menentukan keputusan struktur modalnya agar memperhatikan dan mempertimbangkan faktor eksternal utamanya kondisi ekonomi makro.
2. Berdasarkan hasil penelitian ini, maka saran yang dapat diberikan kepada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI yaitu diperlukan penyebaran kepemilikan saham yang merata dan tidak hanya terkonsentrasi pada kepemilikan institusional agar keputusan-keputusan keuangan yang dibuat oleh manajemen perusahaan lebih mengutamakan kepentingan pemegang saham secara keseluruhan. Disamping itu, untuk menghindari terjadinya praktek-praktek yang merugikan pemegang saham minoritas (pemegang saham publik).
3. Rekomendasi untuk pengembangan penelitian ini di masa yang akan datang terkait dengan substansi kajian yaitu (1) menambah indikator faktor eksternal yang bersifat kualitatif seperti kondisi sosial politik, keamanan, budaya, kepastian hukum, regulasi pasar modal, dan teknologi serta kebijakan pemerintah, (2) menambah variabel keputusan investasi dalam model penelitian sehingga akan menghasilkan model penelitian yang lebih komprehensif, dan (3) mengkonfirmasi hasil penelitian ini pada masa yang akan datang.

DAFTAR PUSTAKA

- Atmajaya, Lukas Setia, 2015, Manajemen Keuangan, Edisi revisi, Penerbit Andi Offset, Yogyakarta.
- Awat, Napa. I, dan Muljadi, 2015, *Keputusan- Keputusan Keuangan Perusahaan: Teori dan Hasil Pengujian Empirik*, Yogyakarta: Liberty.
- Bentler, P.M. and C.P. Chou, 1987. Practical Issue in Structural Modeling, *Sociological Methods and Research*. 16 (1) : 78-117
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston, 2015, Manajemen Keuangan, Edisi 8, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- _____., 2016. *Manajemen Keuangan*. Alih Bahasa: Ali Akbar Yulianto. Edisi Kedelapan. Jakarta: Erlangga.
- Ferdinand, Augusty, 2015, Structural Equation Modeling Dalam Penelitian Manajemen : Aplikasi Model-model Rumit Dalam Penelitian untuk Tesis dan Disertai Doktor, Edisi Kedua, Penerbit BPUNDIP, Semarang.

- Hair Jr, Joseph F, Rolph E. Anderson, Ronald L.Tatham and William C Black, 2015, *Multivariate Data Analysis*, Edisi Keempat, Penerbit Prentice Hall, New Jersey.
- Kartadinata, Abas, 2013, *Pembelanjaan*, Penerbit Rineka Cipta, Jakarta.
- Keown, Arthur J.dkk, 2015, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Buku Dua, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Munawir, S, 2017, *Analisa Laporan Keuangan*, Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh, Penerbit Liberty, Yogyakarta.
- Riyanto, Bambang, 1990, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Keempat, Penerbit BPFE, Yogyakarta.
- Riyanto, Bambang, 2015, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Keempat, Penerbit BPFE, Yogyakarta.
- Sartono, Agus, 2015, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi Keempat, Penerbit BPFE, Yogyakarta.
- Sawir, Agnes, 2015, *Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*, Penerbit PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Suad, Husnan, 2015. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga. UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Umar, Husein, 2015, *Metode Penelitian untuk Skripsi dan Tesis Bisnis*, Penerbit PT. Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland, 2016, *Manajemen Keuangan*, terjemahan staff editor Erlangga, Jakarta.
- Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland, 2013, *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jilid Kedua, Penerbit Binarupa Aksara, Jakarta.
- Weston, J. Fred and Eugene F. Brigham, 2017, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan (terjemahan)*, Edisi Kesembilan, Jilid Kedua, Penerbit Erlangga, Jakarta.