



SURAT KETERANGAN

Nomor: 004-Perpus/476/FE-UNTAR/III/2021

Benar adanya bahwa Perpustakaan Fakultas Ekonomi & Bisnis Universitas Tarumanagara telah menerima dan mendokumentasikan hasil karya ilmiah dari :

Nama : Herni Kurniawati, S.E., M.S., Ak.

Fanny Andriani Setiawan, S.E., M.M., Ak., CA

Jenis Karya : Penelitian Ilmiah

Tahun Karya : 2021

Judul : Pengaruh Keputusan Pembiayaan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur.

Demikian surat keterangan ini dibuat untuk dipergunakan sebagaimana mestinya, atas perhatiannya diucapkan terima kasih.

Jakarta, 1 Maret 2021

Kasubbag. Perpustakaan
Fakultas Ekonomi & Bisnis Universitas Tarumanagara



M. Jarkasih, S.S., M.Hum.
(201 96 008)

e/perp

**LAPORAN PENELITIAN
YANG DIAJUKAN KE LEMBAGA PENELITIAN DAN
PENGABDIAN KEPADA MASYARAKAT**



**PENGARUH KEPUTUSAN PEMBIAYAAN PERUSAHAAN TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR**

Disusun oleh:

Ketua Tim

Herni Kurniawati SE., M.S.Ak.

(0318048305/ 10112027)

Anggota:

Fanny Andriani S., SE., MM. Ak., CA.

(0327106405/ 10189014)

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS TARUMANAGARA
JAKARTA
TAHUN 2021**

HALAMAN PENGESAHAN
LAPORAN PENELITIAN
Periode II / Tahun 2020

- | | |
|--------------------------------|---|
| 1. Judul Penelitian | : Pengaruh Pembiayaan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur |
| 2. Ketua | |
| a. Nama Lengkap | : Herni Kurniawati |
| b. NIDN/ NIK | : 0318048305/ 10112027 |
| c. Jabatan/ Gol | : Asisten Ahli/ IIIB |
| d. Program Studi | : Akuntansi |
| e. Fakultas | : Ekonomi dan Bisnis |
| f. Bidang Keahlian | : Akuntansi Keuangan, Akuntansi Manajemen |
| g. Alamat Kantor | : Jl. Tanjung Duren Utara Raya No.1
Jakarta Barat |
| h. No.HP/ Tlp/ Email | : 085710883184/ -/ hernik@fe.untar.ac.id |
| 3. Anggota Tim Penelitian | |
| a. Jumlah Anggota | : Dosen 1 orang |
| b. Nama Anggota I/ Keahlian | : Fanny A. Setiawan/ Akuntansi Keuangan |
| c. Jumlah Mahasiswa | : 1 orang |
| d. Nama Mahasiswa/ NIM | : Elizabeth Inge Pratiwi/ 125180147 |
| 4. Lokasi Kegiatan Penelitian | : BEI dan Pojok Bursa FE Untar |
| 5. Luaran yang dihasilkan | : Jurnal Nasional terindeks Sinta 2 |
| 6. Jangka Waktu Pelaksanaan | : Periode II (Juli-Desember) |
| 7. Biaya yang diajukan ke LPPM | : Rp.9.500.000 |

Jakarta, 15 Februari 2021

Menyetujui,
Ketua LPPM



Ir. Jap Tji Beng, MMSI., Ph.D
NIDN/ NIK: 0323085501/10381047

Ketua Tim

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Herni Kurniawati', with a small heart symbol above the 'i'.

Herni Kurniawati, SE., M.S.Ak.
NIDN/ NIK: 0318048305/ 10112027

RINGKASAN

Perusahaan yang didirikan memiliki tujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham yaitu dengan meningkatkan nilai perusahaan. Meningkatnya nilai perusahaan berdampak terhadap kenaikan harga saham perusahaan, yang memberikan kenaikan jumlah *return* saham yang diperoleh pemegang saham. Selain itu nilai perusahaan yang tinggi dapat memberikan dampak dipercayanya kinerja perusahaan saat ini dan masa depan oleh pasar, yang memberikan pengaruh yang positif terhadap investor dan kreditur yaitu mengirimkan sinyal positif untuk menanamkan modal pada sebuah perusahaan, sedangkan bagi pihak kreditur nilai perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar utangnya sehingga pihak kreditur tidak merasa khawatir dalam memberikan pinjaman kepada perusahaan tersebut. Sehingga disimpulkan bahwa meningkatkan nilai perusahaan adalah hal yang perlu dilakukan perusahaan selama beroperasi, dan untuk mewujudkannya perusahaan dapat melakukan beberapa aksi yaitu melakukan keputusan pembiayaan yang tepat, kebijakan dividen, keputusan investasi, struktur modal, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, *leverage* dan profitabilitas. Penelitian ini bertujuan membuktikan secara empiris bagaimana keputusan pembiayaan perusahaan dengan hutang/*leverage* dan *debt maturity* mempengaruhi nilai perusahaan manufaktur. Sampel penelitian adalah perusahaan manufaktur dengan menggunakan data sekunder berupa *annual report* kurun waktu 2016-2019. Penelitian ini dibantu dengan program *software eviews 10*. Penelitian ini ditargetkan akan terbit di jurnal nasional terakreditasi Sinta selambat-lambatnya di tahun 2022.

Hasil penelitian yang telah dibuktikan adalah (1) bahwa pembiayaan perusahaan manufaktur menggunakan utang tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan, dan (2) dan juga pembiayaan perusahaan menggunakan utang jatuh tempo (*debt maturity*) tidak meningkatkan nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Kata kunci: Struktur pembiayaan, nilai perusahaan

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMBUNG	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
RINGKASAN	iii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	v
BAB I PENDAHULUAN	1
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	7
BAB III METODE PENELITIAN	17
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	21
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	28
DAFTAR PUSTAKA	30
LAMPIRAN	
- Susunan Personalia Peneliti	
- Hasil Olah Data	
- Draft Artikel	

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Ringkasan Penelitian Terdahulu	13
Tabel 3.1	Operasional Variabel	18
Tabel 4.1	Statistik Deskriptif	21
Tabel 4.2	Hasil Uji Chow	22
Tabel 4.3	Hasil Uji Hausman	23
Tabel 4.4	Hasil Estimasi Model	23

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perusahaan yang didirikan memiliki dua tujuan yaitu pertama memaksimalkan kekayaan pemegang saham, dan kedua perusahaan dapat beroperasi secara *going concern* (berjalan dalam periode waktu yang positif dan tidak mengalami kebangkrutan). Salah satu cara mewujudkan tujuan perusahaan yang memaksimalkan kekayaan pemegang saham yaitu dengan meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatkan nilai perusahaan menyebabkan harga saham perusahaan mengalami kenaikan yang memberikan kenaikan jumlah *return* saham yang diperoleh pemegang saham (Brigham & Gapensi, 2006). Selain itu nilai perusahaan yang tinggi dapat memberikan dampak dipercayanya kinerja perusahaan saat ini dan masa depan oleh pasar (Sutama & Lisa, 2018), yang memberikan pengaruh yang positif terhadap investor dan kreditur yaitu mengirimkan sinyal positif untuk menanamkan modal pada sebuah perusahaan, sedangkan bagi pihak kreditur nilai perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar utangnya sehingga pihak kreditur tidak merasa khawatir dalam memberikan pinjaman kepada perusahaan tersebut. Sehingga dapat disimpulkan bahwa meningkatkan nilai perusahaan adalah hal yang perlu dilakukan perusahaan selama beroperasi, dan untuk mewujudkannya perusahaan dapat melakukan beberapa aksi yaitu melakukan keputusan pembiayaan yang tepat, kebijakan dividen, keputusan investasi, struktur modal, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, *leverage* dan profitabilitas (Chaleeda *et al.*, 2019).

Fenomena penelitian dikaitkan dengan keputusan pembiayaan memang merupakan salah satu bidang pengambilan keputusan keuangan yang paling kompleks karena keterkaitannya dengan variabel keputusan keuangan lainnya (Nimalathasan & Brabete, 2010). Masalah dari penelitian ini terletak pada kurangnya kejelasan mengenai pengaruh struktur pembiayaan (modal) terhadap

nilai perusahaan, dimana manajer perlu memilih struktur pembiayaan yang sesuai bagi perusahaan yang berkontribusi untuk memaksimalkan nilainya, dan dengan demikian memaksimalkan kekayaan perusahaan. Pemilik perusahaan.

Berdasarkan hasil beberapa penelitian yang mengkaitkan struktur pembiayaan dengan nilai perusahaan seringkali memberikan hasil yang tidak konsisten sampai saat ini, yang dibuktikan oleh penelitian Chaleeda *et al.*, (2019) yang membuktikan bahwa struktur pembiayaan perusahaan yang menggunakan utang (*leverage*) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dengan alasan bahwa tingginya nilai *leverage* dalam laporan posisi keuangan dapat memberikan keuntungan pajak (*tax benefit*) perusahaan. Sejalan dengan hasil penelitian Cheng & Tzeng (2011) yang membuktikan tingginya *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena *leverage* yang lebih tinggi dapat mengurangi biaya agensi dari arus kas bebas melalui komitmen pembayaran bunga dan menghindari investasi berlebih. Sedangkan menurut hasil penelitian Rashid *et al.* (2013); Asif & Aziz (2016) penggunaan *leverage* (utang) sebagai pembiayaan perusahaan merupakan dana eksternal yang menyebabkan penggunaan utang yang lebih tinggi akan meningkatkan pengawasan eksternal.

Hasil penelitian bertolak belakang yang dibuktikan oleh Vo & Ellis (2016) bahwa perusahaan di Vietnam yang nilai *leverage* rendah cenderung menciptakan nilai pemegang saham. Mereka menyelidiki hubungan antara struktur modal dan nilai pemegang saham pada perusahaan Vietnam membuktikan bahwa manfaat pembiayaan utang lebih kecil dari biaya utang yang dikeluarkan sehingga memiliki pengaruh buruk terhadap nilai perusahaan Vietnam. Hasil penelitian ini serupa dengan temuan Daud *et al.* (2016) dan Tan dan Hamid (2016) yang setuju bahwa total utang terhadap total aset dan kinerja perusahaan memiliki hubungan yang negative dan signifikan. Penelitian Fajaria dan Isnalita (2018) juga membuktikan hasil yang sama bahwa tingginya penggunaan utang (*leverage*) sebagai pembiayaan perusahaan dapat menurunkan nilai perusahaan karena perusahaan yang memiliki tingkat utang yang tinggi, tingkat resiko gagal bayar juga tinggi, sehingga investor menjadi kurang berminat untuk menanamkan

modalnya di perusahaan tersebut. Selain hasil penelitian pembiayaan perusahaan dengan utang (*leverage*) yang dapat menaikkan dan menurunkan nilai perusahaan, terdapat juga hasil penelitian yang membuktikan *leverage* tidak menaikkan dan menurunkan nilai perusahaan seperti hasil penelitian Sisca (2016) karena menurut investor besar kecilnya utang yang dimiliki perusahaan tidak terlalu diperhatikan karena investor lebih memperhatikan bagaimana pihak manajemen perusahaan menggunakan utang tersebut dengan efektif dan efisien untuk mengembangkan perusahaan dan mencapai nilai tambah bagi perusahaan. Senada dengan hasil penelitian Novari & Lestari (2016) yang membuktikan bahwa nilai *leverage* yang tinggi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, yang dikarenakan perusahaan dalam mendanai aktivitya cenderung menggunakan modal sendiri (*internal financing*) yang berasal dari laba ditahan dan modal saham daripada menggunakan utang. Kecukupan dana yang dimiliki perusahaan untuk membiayai aktivitya yang diperoleh dari modal sendiri membuat perusahaan mengurangi proporsi utangnya.

Berdasarkan dari beberapa hasil penelitian pembiayaan perusahaan yang menggunakan utang/ *leverage* terhadap nilai perusahaan memberikan hasil yang tidak konsisten, yaitu berpengaruh positif, berpengaruh negative, dan tidak berpengaruh, yang memotivasi dilakukan penelitian ini dengan sampel perusahaan manufaktur. Kebaruan penelitian ini menambahkan variabel *debt maturity* yang merupakan aspek lain dari pembiayaan perusahaan yang terbukti mempengaruhi nilai perusahaan. *Debt maturity* memiliki jatuh tempo yang lebih pendek sehingga meningkatkan nilai perusahaan yang disebabkan utang jatuh tempo yang lebih pendek menguntungkan perusahaan karena mengurangi masalah kurangnya investasi dan penggantian *egat* (Myers, 1977). Selain itu, Berlin (2006) menggarisbawahi bahwa ketika perusahaan memiliki terlalu banyak utang jangka *egativ*, manajer mungkin melupakan investasi yang menguntungkan. Penelitian Jiraporn & Tong (2008) membuktikan bahwa perusahaan yang mengadopsi proporsi yang lebih tinggi dari utang jangka pendek mengalami peningkatan nilai perusahaan, konsisten dengan prediksi teori keagenan dan hipotesis arus kas

bebas. Situasi ini terutama berlaku untuk perusahaan di negara-negara yang mengalami deflasi dengan konflik keagenan yang lebih rendah (seperti utilitas yang diatur).

1.2 *State of the Art*

Riset mengenai pembiayaan perusahaan yang dikaitkan dengan nilai perusahaan di negara berkembang, seperti Indonesia, memberikan hasil yang tidak konsisten satu sama lain sehingga memotivasi peneliti melakukan penelitian deflasi dengan menambahkan variabel *debt maturity* (utang jatuh tempo/ utang jangka pendek) dalam pembiayaan perusahaan yang dikaitkan dengan nilai perusahaan, yang belum banyak diteliti di Indonesia. Sehingga dapat memberikan kontribusi yang signifikan dan berharga bagi literatur. Perbedaan riset kami ini dengan sebelumnya adalah menambah variabel *debt maturity* sebagai unsur pembiayaan perusahaan. Alasannya *debt maturity* merupakan salah satu bentuk pembiayaan eksternal dan membutuhkan pembaruan yang sering. Secara tidak langsung akan meningkatkan pengawasan eksternal dan dengan demikian akan memberikan kontribusi positif terhadap nilai perusahaan (Chaleeda *et al.*, 2019). *Debt maturity* yang memiliki jatuh tempo pendek dapat mengurangi biaya agensi utang dengan menyelesaikan masalah substitusi deflasi dan kurangnya investasi yang dilakukan manajer (Myers, 1977).

2.4 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian masalah penelitian diatas, pertanyaan peneliti yang diajukan sebagai berikut:

- 1) Apakah pembiayaan perusahaan dengan *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?
- 2) Apakah pembiayaan perusahaan dengan *debt maturity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?

2.4 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan membuktikan secara empiris bagaimana keputusan pembiayaan perusahaan dengan utang/ *leverage* dan *debt maturity* mempengaruhi nilai perusahaan. Nilai perusahaan adalah nilai pasar atas surat berharga utang dan ekuitas perusahaan yang beredar (Sisca, 2016). Proksi pengukuran nilai perusahaan dalam penelitian ini menggunakan *Tobins' Q*. Tujuan kedua penelitian adalah membuktikan dan mengetahui secara empiris bahwa *debt maturity* dalam pembiayaan perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan.

1.5 Manfaat penelitian

i. Bagi Ilmu Pengetahuan

Menambah literatur terkait penelitian bagaimana cara meningkatkan nilai perusahaan melalui struktur pembiayaan perusahaan dengan *leverage* dan *debt maturity* di Indonesia. Penelitian ini menggunakan struktur pembiayaan utang jangka egativ (*debt maturity*) dan utang jangka pendek, diantara keduanya manakah yang lebih dominan meningkatkan nilai perusahaan. Hal tersebut berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya dimana hasil penelitian tersebut hanya meneliti struktur pembiayaan jangka egativ yang berdampak terhadap nilai perusahaan.

ii. Bagi Perusahaan dan Pemegang Saham

Menjadi pertimbangan untuk pengambilan keputusan dalam memilih struktur pembiayaan perusahaan yang tepat bagi perusahaan agar berdampak meningkatkan nilai perusahaan.

1.6 Urgensi Penelitian

Penelitian ini penting dilakukan untuk mengetahui sejauh mana pengaruh struktur pembiayaan perusahaan menggunakan utang jangka egativ atau utang jangka pendek yang dapat meningkatkan nilai perusahaan manufaktur di Indonesia.

1.7 Batasan Penelitian

Batasan riset yang diajukan adalah sampel nya perusahaan negative manufaktur yang telah IPO tercatat pada Bursa Efek Indonesia secara terus menerus dengan periode 2016 hingga 2019 secara terus menerus.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Nilai Perusahaan

Tujuan awal dibentuknya perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) (Salvatore, 2011). Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Brigham dan Houston, 2006). Nilai perusahaan adalah harga suatu perusahaan yang bersedia dibayar oleh investor apabila dijual (Wiagustini, 2010). Menurut Brigham dan Joel (2012), rasio nilai perusahaan yang wajar adalah sama dengan satu, artinya harga saham dari perusahaan tersebut seharusnya dihargai oleh investor sesuai dengan nilai bukunya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan berkaitan dengan harga saham, apabila harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi (Sisca, 2016) yang menyebabkan tingkat pengembalian kepada investor semakin tinggi juga (Gultom dan Syarif, 2009).

Salah satu model analisis keuangan yang digunakan untuk menilai perusahaan adalah rasio *Tobin's Q*. *Tobin's Q* ditemukan oleh seorang pemenang hadiah nobel dari Amerika Serikat yaitu *James Tobin*. *Tobin's Q* dapat dirumuskan sebagai perbandingan nilai pasar dengan perkiraan jumlah uang yang harus dikeluarkan untuk mengganti seluruh aset tersebut pada saat ini. Rasio *Tobin's Q* digunakan untuk mengetahui nilai perusahaan melalui potensi perkembangan harga saham, potensi kemampuan manajer dalam mengelola aset, perusahaan dan potensi pertumbuhan investasi. Investor membutuhkan informasi *Tobin's Q* untuk mengetahui apakah perusahaan dalam kondisi tumbuh, tidak tumbuh atau malah menurun, sehingga dapat memutuskan apa yang akan dilakukan dalam kondisi tersebut (Sudiyatno & Puspitasari, 2010), Unsur penghitungan *Tobin's Q* adalah nilai pasar saham biasa dan kewajiban keuangan, oleh karena itu rasio tersebut lebih unggul dari rasio nilai pasar terhadap nilai buku karena rasio ini berfokus pada berapa nilai perusahaan saat ini dikurangi terhadap biaya yang dibutuhkan untuk menggantinya sekarang

(Octaviana *et al.*, 2019). Alasan lainnya memilih rasio *Tobin's Q* dalam penelitian ini untuk mengukur nilai perusahaan adalah karena penghitungan rasio *Tobin's Q* lebih rasional mengingat unsur-unsur kewajiban juga dimasukkan sebagai dasar penghitungan. Salah satu versi *Tobin's Q* yang dimodifikasi dan disederhanakan oleh Smithers dan Wright (2007) adalah sebagai berikut:

$$Q = (EMV + D) / (EBV + D)$$

Keterangan:

EMV = Nilai Pasar Ekuitas (jumlah saham yang beredar x harga saham akhir tahun)

EBV = Nilai buku dari total ekuitas

D (Debt) = Nilai buku dari total utang

Jika nilai pasar semata-mata merefleksikan ekuitas yang tercatat suatu perusahaan maka *Tobin's Q* akan sama dengan 1. Jika *Tobin's Q* lebih besar dari 1, maka nilai pasar lebih besar dari nilai ekuitas perusahaan yang tercatat. Hal ini menandakan bahwa saham *overvalued*. Apabila *Tobin's Q* kurang dari 1, nilai pasarnya lebih kecil dari nilai tercatat ekuitas perusahaan. Ini menandakan bahwa saham *undervalued* yang juga dapat diartikan sebagai potensi pertumbuhan investasi investasi.

2.2 Pembiayaan Perusahaan

Keputusan pembiayaan perusahaan secara tepat yang ditetapkan oleh manajer keuangan akan meningkatkan nilai perusahaan dan akan berdampak pada kemakmuran pemilik perusahaan tersebut. Ada beberapa faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu: profitabilitas, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, keputusan investasi, struktur modal, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan kebijakan utang. Beberapa faktor tersebut memiliki hubungan dan pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tidak konsisten (Novari & Lestari, 2016). Dimana faktor-faktor tersebut yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah ukuran perusahaan, *leverage* dan profitabilitas (Novari & Lestari, 2016).

2.2.1 *Leverage*

Rasio *leverage* digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, baik kewajiban jangka pendek maupun kewajiban jangka *negativ* (Hery, 2016). Didalam manajemen perusahaan pada umumnya dikenal tiga macam *leverage* yaitu *operating leverage*, *financial leverage*, dan *total leverage*. *Leverage* operasional adalah beban tetap yang harus dikeluarkan oleh perusahaan karena adanya aktivitas operasional yang terjadi dalam perusahaan. *Leverage* operasi ini digunakan untuk mengukur seberapa besar penggunaan biaya tetap operasi dalam perusahaan (Indah & Priyadi, 2016). Adapun jenis-jenis rasio *leverage* yang umumnya digunakan, diantaranya terdiri dari:

2. *Debt to Assets Ratio (Debt Ratio)*

Merupakan rasio utang yang digunakan untuk mengukur seberapa besar *negativ* perusahaan dibiayai oleh utang atau seberapa besar utang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan *negativ* (Kasmir, 2014). Rasio ini dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Debt to Assets Ratio} = \text{Total Assets} / \text{Total Debt}$$

2. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditur) dengan pemilik perusahaan (Kasmir, 2014). Untuk mencari rasio ini yaitu dengan membandingkan seluruh utang, termasuk utang *negativ* dengan seluruh ekuitas. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \text{Equity} / \text{Total Debt}$$

2. *Long Term Debt to Equity Ratio*

Merupakan rasio antara utang jangka *negativ* dengan modal sendiri. Rasio ini mengukur besar kecilnya penggunaan utang jangka *negativ* dibandingkan dengan modal sendiri perusahaan. Rasio ini dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Long Term Debt to Equity Ratio} = \text{Equity} / \text{Long Term Debt}$$

2. *Time Interest Earned* (TIE)

Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar beban tetap berupa bunga dengan menggunakan *Earning Before Interest and Tax* (EBIT). Menurut Brigham dan Joel (2012), rasio *Time Interest Earned* (TIE) mengukur sejauh apa laba operasi dapat mengalami penurunan sebelum perusahaan tidak mampu memenuhi biaya bunga tahunannya.

Time Interest Earned (TIE) dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Time Interest Earned} = \text{EBIT} / \text{Biaya Bunga (interest)}$$

2. *Fixed Charge Coverage*

Rasio ini sama halnya seperti *Time Interest Earned*. Hanya saja bedanya rasio ini dilakukan apabila perusahaan memperoleh utang jangka negatif atau menyewa aset berdasarkan kontrak sewa (Kasmir, 2014). Rasio ini dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Fixed Charge Coverage} = (\text{EBT} + \text{Interest} + \text{Lease}) / (\text{Interest} + \text{Lease})$$

Dalam penelitian ini, penulis memilih DER (*Debt to Equity Ratio*) sebagai parameter *leverage*. Alasan peneliti menggunakan DER karena rasio ini mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan melunasi utang dengan modal yang dimiliki, dimana semakin rendah rasio akan semakin baik kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban (Sisca, 2016).

2.2.2 *Debt Maturity*

Utang dapat diklasifikasikan menjadi dua yaitu utang jangka Panjang dan utang jangka pendek. Utang jangka pendek harus segera dilunasi dalam periode satu tahun setelah tanggal pelaporan dilakukan dan utang jangka Panjang tidak segera harus dilunasi karena memiliki periode pelunasan yang Panjang yaitu lebih dari satu tahun atau lebih sesuai yang telah disepakati sebelumnya terhitung dari setelah dilakukannya tanggal pelaporan di neraca (Suaidah & Sebrina, 2020). Myers (1977) menyarankan perusahaan untuk menggunakan utang jangka pendek dengan alasan mengurangi masalah kurangnya investasi dan substitusi asset sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Chaleeda *et al.*, 2019). Hal ini disebabkan karena utang jangka pendek akan di likuidasi

dalam waktu singkat sehingga keuntungan sepenuhnya akan menjadi milik perusahaan tersebut. Selain itu, penggunaan utang jangka pendek dapat meminimalisir masalah agensi antara pemegang saham dengan kreditur sehingga masalah *kurangnya/ kelebihan investasi* (Myers, 1977; Suaidah & Sebrina, 2020). Selain itu, Berlin (2006) menggarisbawahi bahwa ketika perusahaan memiliki terlalu banyak utang jangka negatif, manajer mungkin melupakan investasi yang menguntungkan dan dampaknya menurunkan nilai perusahaan.

Secara empiris, cukup banyak proksi yang telah digunakan untuk *debt-maturity*. Seperti Ozkan (2000) telah menggunakan proporsi kewajiban yang jatuh tempo 5 tahun atau 1 tahun terhadap total kewajiban. Barclay dan Smith (1995) menggunakan proporsi utang yang jatuh tempo lebih dari 3 tahun terhadap total utang. Tetapi sumber data tidaklah sama mengenai jatuh tempo utang. Sehingga menyetujui kendala tersebut, penelitian ini menilai jatuh tempo utang sebagai berikut: (Jamal *et al.*, 2020; Fan, Titman, & Twite, 2012; Orman & Köksal, 2017)

$$\text{Debt Maturity} = \text{utang jangka negatif} / \text{utang total}$$

2.3 *Signalling Theory, Trade-off Theory, dan Agency Theory*

Signalling theory (teori sinyal) menyatakan bahwa suatu perusahaan akan memberikan sinyal pada laporan keuangan, termasuk investor yang bertujuan untuk meningkatkan nilai pemegang saham (Fajaria & Isnalita, 2018). Sinyal ini dapat berupa informasi apa saja yang berkaitan dengan upaya manajemen untuk mewujudkan apa yang dibutuhkan investor, atau informasi lain yang dapat menunjukkan perusahaannya lebih baik daripada perusahaan lain (Fajaria & Isnalita, 2018). Sinyal ini diberikan untuk mengurangi asimetri informasi dimana pihak internal lebih memahami kondisi perusahaan (Fajaria & Isnalita, 2018). Berdasarkan teori sinyal, penggunaan utang sebagai pembiayaan perusahaan merupakan informasi baik bagi investor karena dengan pembiayaan perusahaan menggunakan utang dapat memberikan *debt tax shield* bagi perusahaan. Efek dari *debt tax shield* bagi perusahaan adalah mengurangi jumlah pajak yang harus dibayar sehingga meningkatkan kenaikan laba yang pada akhirnya memberikan

dividen kepada investor lebih tinggi. Hal tersebut yang menjadikan perusahaan tersebut memiliki nilai perusahaan yang tinggi.

Perusahaan dalam membiayai perusahaan *negative* menggunakan utang dan *negative* menggunakan ekuitas lain. *Trade-off theory* berasumsi bahwa struktur modal merupakan hasil pertimbangan dari keuntungan pajak dengan menggunakan utang dengan biaya yang akan timbul sebagai penggunaan utang tersebut (Brigham & Houston, 2015). Dalam penggunaan utang *Trade-off theory* menjelaskan jika posisi struktur modal perusahaan berada dibawah titik optimal maka setiap penambahan utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan (Brealey & Myers, 1991). Selain itu perusahaan yang menggunakan utang dalam membiayai operasional memiliki keuntungan berupa pengurangan pajak. Sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Tahir & Razali, 2011), karena jika perusahaan memilih pembiayaan menggunakan utang, *negative debt tax shield* yang diperoleh yaitu manfaat pajak yang didapat perusahaan yang berasal dari utang. Artinya penggunaan utang oleh perusahaan dapat mempengaruhi penghasilan kena pajak perusahaan, hal ini disebabkan karena adanya beban bunga yang timbul dari utang. Beban bunga atas utang yang termasuk biaya usaha dapat menjadi pengurang penghasilan, sehingga menyebabkan laba kena pajak perusahaan menjadi berkurang yang pada akhirnya akan mengurangi jumlah pajak yang harus dibayar perusahaan (Wang, 2015; Twairesh, 2014; Chaleeda, *et al.*, 2019).

Agency theory yang berkaitan dengan utang adalah konflik yang terjadi antara pemegang saham dan kreditur menurut Ehikioya (2009) pada hasil risetnya. Namun, penggunaan utang yang berlebihan juga memunculkan masalah lain dalam teori agensi. Utang bisa memicu munculnya konflik antara pemegang saham dan kreditur. Terlebih jika ada syarat-syarat tertentu dalam perjanjian utang yang bisa bertolak belakang dengan keinginan dari pemegang saham.

Agency theory yang dikaitkan oleh utang jatuh tempo (*debt maturity*) memberikan pengaruh baik bagi perusahaan, karena *debt maturity* bisa menjadi salah satu cara mengutang biaya agensi utang dengan menyelesaikan masalah

substitusi egat dan *underinvestment* (Myers, 1977). *Debt maturity* juga merupakan salah satu bentuk pembiayaan eksternal dan membutuhkan pembaruan yang sering. Secara tidak langsung akan meningkatkan pengawasan eksternal dan dengan demikian akan memberikan.

2.4 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Variabel	Hasil
1	Chaleeda, Md. Aminul Islam, Tunku Salha Tunku Ahmad & Anas Najeeb Mosa Ghazalat (2019) Judul: The Effects of Corporate Financing Decisions on Firm Value in Bursa Malaysia	Variabel Dependen: Firm value Variabel Independen: Leverage, Debt maturity	Membuktikan bahwa <i>leverage</i> berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, tetapi <i>debt maturity</i> tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
2	Subha Ranjan Dutta, Tutun Mukherjee & Dr. Som Sankar Sen (2018) Judul: Impact of Financial Leverage on the Value of Firm: Evidence from Some NSE Listed Companies	Variabel Dependen: Firm Value Variabel Independen: Financial leverage	Financial leverage terbukti dapat menurunkan nilai perusahaan terbuka India yang terdiri dari enam sector yaitu consumer goods sector, energy sector, industrial manufacturing sector, automobile sector, pharmaceutical sector and financial services sector
3	Dedi Rossidi Utama & Erna Lisa (2018) Judul: Pengaruh Leverage dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan	Variabel Dependen: Nilai perusahaan Variabel Independen: Leverage & Profitabilitas	Membuktikan bahwa <i>leverage</i> maupun profitabilitas ternyata berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya semakin tinggi <i>leverage</i> dan profitabilitas masing-masing, semakin tinggi nilai perusahaan manufaktur egati <i>food and beverage</i>
4	Wan Mohd Nazri Wan Daud Norlia Mat Norwani, Anizawati Ahmad Mansor, Wan Anisah Endu (2016) Judul: Does financing decision influence corporate performance in Malaysia?	Variabel Dependen: Return on Asset Variabel Independen: Size, Cash flow, Liquidity, Capital expenditure, and Leverage	Penelitian membuktikan bahwa leverage berpengaruh egative terhadap kinerja keuangan yang nantiberdampak kepada menurunkan nilai perusahaan manufaktur Malaysia

No.	Peneliti	Variabel	Hasil
5	Muhammad Azhar Farooq., & Ahsan Masood (2016) Judul: Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan	Variabel Dependen: Nilai perusahaan (Tobins'Q) Variabel Independen: Financial leverage	Membuktikan dalam penelitian mereka bahwa financial leverage berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan semen di Pakistan
6	Sisca (2016) Judul: Pengaruh Leverage, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2014.	Variabel Dependen: Nilai perusahaan Variabel Independen: Leverage dan Profitabilitas Variabel Moderasi: Kebijakan dividen	<i>Leverage</i> berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010 - 2014.
7	Kodongo, Mokoaleli-Mokoteli, dan Maina (2015) Judul: Capital Structure, Profitability And Firm Value: Panel Evidence Of Listed Firms In Kenya	Variabel Dependen: Nilai perusahaan (Tobins'Q) Variabel Independen: Capital Structure (Leverage) & Profitabilitas	Hasil penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Kenya membuktikan bahwa leverage tidak mempengaruhi nilai perusahaan, yang diukur dengan Tobin's Q

2.5 Pengembangan Hipotesis

Penelitian ini akan melihat keputusan pembiayaan perusahaan dari dua dimensi; *leverage* dan *debt maturity* (utang jatuh tempo). Perusahaan Malaysia banyak menggunakan *leverage* sebagai pembiayaan perusahaan karena dapat memberikan manfaat pajak atas utang (*debt tax shield*), sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Tahir & Razali, 2011). Selain itu arus kas bebas dapat meningkatkan pengaruh positif *leverage* terhadap nilai perusahaan karena melalui komitmen pembayaran bunga dan menghindari investasi berlebihan, dimana *leverage* efektif untuk mengurangi masalah keagenan arus kas bebas (Cheng & Tzeng, 2011). Pengaruh positif *leverage* terhadap nilai perusahaan kemudian akan tercermin pada kenaikan harga saham. Tahir dan Razali (2011) membuktikan adanya hubungan positif yang benar dalam penelitiannya terhadap perusahaan terbuka Malaysia. Alasannya karena melalui *leverage*, perusahaan dapat memperoleh peluang investasi dalam bisnis mereka tanpa meningkatkan

ekuitasnya. Karenanya, ketika investasi menguntungkan, nilai pemegang saham kemudian akan meningkat. Salim & Yadav (2012) juga menemukan hubungan positif antara *Tobin's Q* dan struktur modal saat melakukan penelitian di Malaysia. Hubungan nilai utang yang positif dimungkinkan untuk perusahaan Malaysia karena mereka tidak sangat bergantung pada utang, mengutip utang rata-rata hanya 23% (Rashid, *et al.*, 2013). Selain itu, Rashid *et al.* (2013) lebih lanjut menambahkan bahwa utang adalah dana eksternal, sehingga penggunaan utang yang lebih tinggi akan meningkatkan pemantauan eksternal. Sebagai konsekuensi dari penggunaan *leverage*, manajer menjadi sasaran pemantauan eksternal oleh lembaga pemeringkat, investor, dan penjamin emisi pada saat penerbitan, menciptakan manfaat sampingan dari *leverage* yang mengurangi biaya agensi atas kebijaksanaan manajerial, sehingga akan memberikan kontribusi positif terhadap nilai perusahaan. Memang, sebagaimana ditambahkan oleh Hermuningsih (2013) yang melakukan penelitiannya di Indonesia, penambahan *leverage* memberikan sinyal positif bagi investor dan juga meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini juga setuju bahwa kewajiban dapat membantu perusahaan untuk mengontrol menggunakan arus kas yang tersedia secara bebas dan berlebihan di dalam perusahaan oleh manajemen. Oleh karena itu, penelitian ini membuat hipotesis bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sehingga perumusan hipotesisnya adalah:

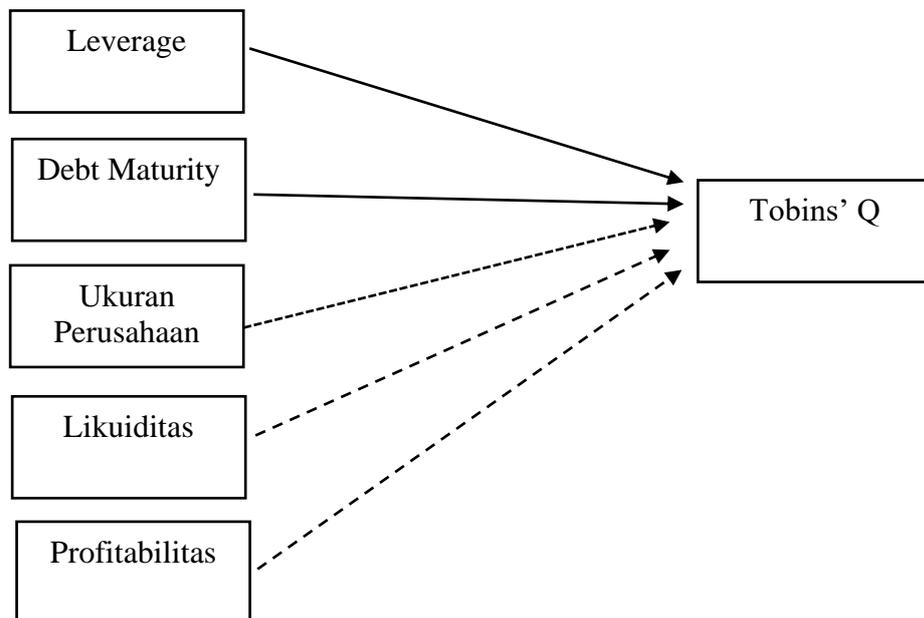
H1: *Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini menambahkan *debt maturity* (utang jatuh tempo) sebagai komponen pembiayaan perusahaan yang lain. Alasannya karena penelitian ini berpendapat bahwa *debt maturity* juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Faktanya, utang yang jatuh temponya lebih pendek dapat mengurangi biaya agensi utang dengan menyelesaikan masalah substitusi aset dan *underinvestment* (Myers, 1977). *Debt maturity* juga merupakan salah satu bentuk pembiayaan eksternal dan membutuhkan pembaruan yang sering. Secara tidak langsung akan meningkatkan pengawasan eksternal dan dengan demikian akan memberikan kontribusi positif terhadap nilai perusahaan. Jiraporn & Tong (2008) menemukan bahwa perusahaan yang menggunakan lebih banyak utang jangka pendek memiliki nilai perusahaan

yang lebih tinggi, dan hubungannya lebih kuat untuk perusahaan dengan masalah keagenan yang lebih tinggi. Oleh karena itu, penelitian ini mengusulkan bahwa hubungan antara jatuh tempo utang dan nilai perusahaan secara signifikan negatif. Sehingga perumusan hipotesisnya adalah:

H2 : *Debt maturity* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

2.6 Rerangka Konseptual



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Tempat dan Waktu Penelitian

Tempat penelitian adalah di pasar bursa dan pojok bursa untuk mengambil data laporan keuangan perusahaan manufaktur yang sudah terdaftar, yang merupakan data sekunder. Waktu penelitian menggunakan data tersebut dalam kurun periode 2016 sampai dengan 2019. Pertimbangan pengambilan industri manufaktur yang dijadikan sampel disebabkan industri manufaktur adalah sektor industri yang jumlahnya terbanyak sehingga jika di ambil kesimpulan tidak akan bias. Adapun alasan menggunakan data periode tahun 2016-2019 adalah data terbaru mendekati periode penelitian (tahun 2020).

3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan di dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur periode 2016-2019 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dalam penelitian ini tidak semua perusahaan dapat digunakan, hanya perusahaan sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan yang dapat dijadikan sampel.

Sampel yang digunakan adalah seluruh perusahaan manufaktur periode 2016-2019 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel perusahaan manufaktur yang terdapat di dalam penelitian ini dilihat dari website www.sahamok.com dan data perusahaan yang bersangkutan dapat diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia (BEI) yang dapat dilihat di www.idx.co.id. Teknik penentuan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, dengan tujuan agar memperoleh sampel selaras dengan kriteria yang telah ditetapkan.

Berikut ini terdapat beberapa kriteria yang akan digunakan sebagai sampel penelitian, yaitu:

- a. Terdaftar di BEI secara terus menerus dalam kurun periode 2016-2019;
- b. Tidak mengalami kerugian dalam kurun periode 2016-2019;
- c. Laporan keuangannya menggunakan mata uang rupiah (simbol: IDR);
- d. Tidak melakukan *merger*;

- e. Tidak melakukan IPO dalam kurun periode 2016-2019;
- f. Tidak mengalami *delisting* dari BEI dalam kurun periode 2016-2019.

3.3 Model Penelitian

Model penelitian menggunakan analisis regresi data panel dengan persamaan regresi data panel sebagai berikut:

$$Q_t = a_{it} + bTDA_{it} + cTDTE_{it} + dLTDTD_{it} + eSIZE_{it} + fCR_{it} + gROE_{it} + e_{it}$$

Keterangan:

- Q = Nilai perusahaan
- TDA = *Leverage* yang diukur dengan *Total Debt / Total Assets*
- TDTE = *Leverage* yang diukur dengan *Total Debt / Total Equity*
- LTDTD = *Debt maturity* yang diukur dengan *Long Term Debt / Total Debt*
- SIZE = Ukuran perusahaan
- CR = Likuiditas
- ROE = Profitabilitas
- e = *error*

3.4 Operasional Variabel

Tabel 3.1 Operasional Variabel

Variabel	Pengukuran
1. Variabel Terikat	
Nilai perusahaan (Q) (Smithers dan Wright, 2007)	$Q = (EMV + D) / (EBV + D)$
2. Variabel Bebas	
Leverage (Kasmir, 2014).	$TDA = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total assets}}$ $TDTE = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total modal}}$

Debt Maturity (Jamal <i>et al.</i> , 2020; Fan, Titman, & Twite, 2012; Orman & Köksal, 2017)	Long Term Debt Total Debt
3. Variabel Kontrol	
Ukuran Perusahaan (Size)	Variabel ini dihitung dengan menggunakan proksi logaritma dari nilai kapitalisasi perusahaan.
Likuiditas	CR = Total Aset Lancar Total Liabilitas Lancar
Profitabilitas	ROE = Laba Bersih Total Ekuitas

3.5 Uji Asumsi Klasik

Riset menggunakan teknik regresi data panel dimana menurut Hsiao (2003) memiliki beberapa kelebihan yaitu:

- a) Data panel bisa mengatasi persoalan spektrum yang lebih besar dan yang tidak bias, yang tdiak dapat diselesaikan menggunakan data *cross-sectional* atau *time series* aja.
- b) Menimbulkan lebih banyak derajat kebebasan dan menurunkan tingkat kolinearitas antara variable penjelas, mengakibatkan dapat meningkatkan efisiensi estimasi.

Sehingga dengan keutamaan tersebut, uji asumsi klasik pada model data panel tidak harus dilakukan (Gujarati and Porter, 2015; Ekananda, 2016).

Regresi data panel memiliki empat model yang digunakan terdiri model *OLS pooled*, model *fixed effects least square dummy variabel* (LSDV), model *fixed effects within-group* dan model *random effect* (Gujarati and Porter: 2013). Pemilihan model yang akan dipakai, diseleksi dengan uji spesifikasi model. Terdapat dua uji spesifikasi yaitu efek tetap (*fixed effects*) atau efek random (*random effect*).

3.6 Uji Signifikansi

1) Uji F

Bertujuan untuk memahami besarnya dampak seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Jika nilai prob $F < \text{taraf sig}$ 10%, diartikan variabel independen secara bersama-sama memberikan dampak yang signifikan terhadap variabel dependen.

2) Uji t

Bertujuan untuk memahami besarnya dampak variabel independen secara individual dalam menjelaskan variabel dependen. Pengujian dilaksanakan menggunakan probabilitas t hitung, ketika probabilitas $< \text{taraf signifikansi}$ 10%, disimpulkan H_0 ditolak dan H_a diterima.

3) Koefisien Determinasi (R^2)

Dimanfaatkan agar dimengerti sejauh mana model penelitian mampu menjelaskan variasi dari variabel dependen. Sedangkan nilai dari R^2 biasanya dalam rentang 0-1, sehingga dikatakan bahwa semakin mendekati angka 1 maka semakin baik model penelitian, dan sebaliknya.

BAB IV
HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Statistik Deskriptif

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif untuk Model Penelitian

	TDTE	TDA	DEBTMAT	SIZE	CR	ROE	TOBINSQ
Mean	27,04916	0,383452	0,280445	1187,997	2,852774	0,157416	1,801066
Median	0,562666	0,359270	0,243296	28,46160	1,974419	0,105109	0,815407
Maximum	6168.000	0,807312	0,789422	272482,0	36,37840	2,244585	22,86570
Minimum	0,016946	0,076894	0,000572	24,90280	0,025701	-0,160567	0,001900
Std. Dev.	402,3040	0,178757	0,190343	17772,90	3,223382	0,259218	2,940978
Skewness	15,23162	0,262536	0,700075	15,23169	6,084616	4,760979	4,090130
Kurtosis	233,0029	2,090783	2,750192	233,0043	56,56527	29,16181	22,85900
Jarque-Bera	527079,0	10,79411	19.80680	527085,2	29544,67	7589,601	4516,862
Probability	0.000000	0.004530	0.000050	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	6356,552	90,11125	65,90460	279179,3	670,4020	36,99282	423,2505
Sum Sq. Dev.	37872549	7,477233	8,477919	7,39E+10	2431,304	15,72336	2023,948
Observations	235	235	235	235	235	235	235

Sumber: *output Eviews 10*

Berdasarkan hasil pengujian statistik deskriptif untuk model penelitian (tabel 4.1) yang dihasilkan dari 235 observasi sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian 2016-2019, menunjukkan bahwa nilai perusahaan, yang diukur dengan *Tobins Q*, memiliki rata-rata 1,801. Artinya bahwa nilai perusahaan dikatakan baik apabila perusahaan menggunakan pembiayaan operasionalnya menggunakan utang baik utang jangka Panjang dan jangka pendek. Selain itu hasil pengujian deskriptif menunjukkan bahwa ada 27 kurang lebih perusahaan menggunakan pembiayaan perusahaan menggunakan utang.

4.2 Hasil Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik merupakan syarat utama untuk menilai apakah model penelitian regresi yang digunakan dalam penelitian sudah memenuhi syarat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Uji asumsi klasik meliputi empat hal

yaitu pengujian terhadap masalah normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Berdasarkan data panel, dari semua uji asumsi klasik yang dilakukan, hanya uji normalitas dengan hasil data penelitian adalah normal, sedangkan menurut Gujarati and Porter (2009) dan Ekananda (2016), uji asumsi klasik pada regresi data panel tidak perlu dilakukan dengan alasan bahwa data panel memiliki keunggulan yang sudah dijelaskan di bab metode penelitian. Sehingga dapat disimpulkan bahwa penelitian ini dapat dilanjutkan ke pengujian hipotesis.

4.3 Penentuan Teknik Analisis Model Data Panel

a. Uji Chow

Uji Chow bertujuan untuk mengetahui apakah sebaiknya model menggunakan *fixed effect* atau *common effect*.

Ho: *Common Effect*

Ha: *Fixed Effect*

Apabila hasil probabilitas *chi-square* kurang dari 5%, maka ditolak. Sehingga, model menggunakan *fixed effect*. Hasil dari estimasi menggunakan efek spesifikasi *fixed* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.2 Hasil Chow Test

Effect Test	Probabilitas
Cross-section F	0,00000
Cross-section Chi-square	0.00000

Sumber: *Output Eviews 10*

Kesimpulannya karena nilai probabilitasnya kurang dari 5% maka disimpulkan bahwa model penelitian lebih tepat menggunakan model *fixed effect*. Sehingga dilanjutkan dengan Uji Hausman.

b. Correlated Random Effect-Hausman Test

Uji ini bertujuan untuk mengetahui apakah model *random effect* lebih baik digunakan dari *fixed effect*.

Ho: *Random Effect*

Ha: *Fixed Effect*

Apabila hasil probabilitas chi-square lebih dari 5%, maka sebaiknya model menggunakan *random effect*. Hasil dari estimasi menggunakan efek spesifikasi random adalah sebagai berikut:

Tabel 4.3 Hasil uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Probabilitas
Cross-section random	132,591581	0,00000

Sumber: Output Eviews 10

Kesimpulannya adalah nilai Cross-section random memiliki Prob < 5% sehingga disimpulkan bahwa model yang tepat adalah *Fixed Effect* dibandingkan *Random Effect*.

4.4 Analisis Data Panel

Tabel 4.4 Hasil Estimasi Model

Dari uji spesifikasi di atas, maka model sebaiknya menggunakan estimasi dengan *fixed effect*. Hasil estimasi model regresi data panel adalah sebagai berikut:

Variabel	Koefisien	t-statistik	Probabilitas
C	3,499206	4,715523	0,0000
TDTE	-0,000365	-1,585632	0,1147
TDA	-3,335138	-1,844540	0,0669
DEBTMAT	-0,968949	-0,930747	0,3533
SIZE	-1,21E-06	-0,235799	0,8139
CR	-0,046138	-1,209083	0,2283
ROE	-0,029235	-0,041016	0,9673
R-squared	0,878369	Mean dependent var	1,801066
Adjusted R-squared	0,829571	S.D. dependent var	2,940978
F-statistic	18,00006	Durbin-Watson stat	1,986258

Prob (F-statistic)	0,000000		
--------------------	----------	--	--

Sumber: Output Eviews 10

Berdasarkan hasil regresi data panel disimpulkan bahwa pembiayaan perusahaan dengan *leverage* dan *debt maturity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (probabilitas 0,00000).

4.5 Hasil Uji Signifikansi

1) Uji F

Berdasarkan hasil analisis menggunakan *software Eviews 10*, diperoleh nilai F-hitung sebesar 18,0006 dan probabilitas F sebesar 0,0000. Dalam taraf signifikansi 10% disimpulkan bahwa maka uji F terbukti signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat. Variabel bebas yang terdiri dari pembiayaan perusahaan menggunakan *leverage* (utang jangka panjang) dan *debt maturity* (utang jangka pendek) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur.

2) Uji t

Hasil analisis uji t yang terdapat pada tabel 4.4 menunjukkan bahwa:

- a. Pengaruh pembiayaan perusahaan menggunakan total utang (proksi pengukuran TDTE dan TDA) menghasilkan hasil uji yang berbeda. Pembiayaan perusahaan menggunakan utang sebagai modal (TDTE) memberikan hasil tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai probabilitas lebih dari 10% (taraf signifikansi) yaitu 11,47%. Sedangkan pembiayaan perusahaan menggunakan utang yang diukur dengan *total debt assets* menunjukkan hasil positif terhadap nilai perusahaan, dengan nilai probabilitas kurang dari 10% (taraf signifikansi) yaitu 6,69%.
- b. Pembiayaan perusahaan yang menggunakan utang jatuh tempo (*debt maturity*) tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan nilai probabilitas lebih dari tingkat signifikansi 10%, yaitu 35,33%.

- c. Variabel kontrol dalam penelitian yang terdiri ukuran perusahaan, likuiditas, dan profitabilitas semuanya tidak ada yang terbukti mempengaruhi secara positif nilai perusahaan manufaktur. Untuk ukuran perusahaan dibuktikan dengan nilai probabilitas melebihi tingkat signifikansi 10% yaitu 81,39%. Variabel kontrol likuiditas menghasilkan nilai probabilitas sebesar 22,83%, dimana lebih besar dari tingkat signifikansi 10%. Dan variabel kontrol profitabilitas juga dibuktikan dengan nilai probabilitas sebesar 96,73%, melebihi nilai dari tingkat signifikansi 10%.

3) Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi atau *goodness of fit* diperoleh angka sebesar 0,878369. Hal ini berarti bahwa kontribusi seluruh variabel bebas dalam menjelaskan variabel terikat sebesar 87,83%. Sisanya sebesar 12,17% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian.

4.6 Pembahasan

Analisis data panel pada penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh pembiayaan perusahaan manufaktur terhadap nilai perusahaan, dengan periode penelitian tahun 2016-2019. Dibawah ini hasil pengolahan data panel menggunakan model *fixed effect* dengan persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{TOBINSQ} = 3,47436 - 0,00037 \cdot \text{TDTE} - 3,59758 \cdot \text{TDA} - 0,42998 \cdot \text{DEBTMAT} - 1,56503e-06 \cdot \text{SIZE} - 0,04154 \cdot \text{CR} - 0,271680 \cdot \text{ROE}$$

Pada table 4.4 dan persamaan regresi data panel di atas dapat diketahui bahwa koefisien konstanta sebesar 3,47436. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat variabel sistematis lain yang juga mempengaruhi akan tetapi tidak masuk dalam model. Koefisien dari variabel-variabel tersebut secara akumulasi bernilai positif. Karena tidak masuk dalam model, angka-angka sistematis tersebut masuk ke dalam konstanta. Sehingga menyebabkan koefisien konstanta menjadi positif. Adapun variabel-variabel bebas dalam model yang mempengaruhi nilai perusahaan dijelaskan sebagai berikut:

1) Leverage

H1: *Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil uji regresi data panel menggunakan model *fixed effect* ditemukan hasil yang berbeda antara proksi pengukuran *leverage* yaitu *total debt to total equity* dan *total debt to total assets*. *Leverage* yang diukur proksi *total debt to total equity* menghasilkan bukti bahwa pembiayaan perusahaan dengan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur. Sehingga hipotesis satu tidak diterima. Hasil pengujian tersebut mendukung hasil penelitian Sisca (2016). Menurut Sisca (2016) investor besar kecilnya utang yang dimiliki perusahaan tidak terlalu diperhatikan karena investor lebih memperhatikan bagaimana pihak manajemen perusahaan menggunakan utang tersebut dengan efektif dan efisien untuk mengembangkan perusahaan dan mencapai nilai tambah bagi perusahaan. Senada dengan hasil penelitian Novari & Lestari (2016) yang membuktikan bahwa nilai *leverage* yang tinggi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, yang dikarenakan perusahaan dalam mendanai aktivitya cenderung menggunakan modal sendiri (*internal financing*) yang berasal dari laba ditahan dan modal saham daripada menggunakan utang. Kecukupan dana yang dimiliki perusahaan untuk membiayai aktivitya yang diperoleh dari modal sendiri membuat perusahaan mengurangi proporsi utangnya.

Pengukuran *leverage* yang diukur dengan *total debt to total assets* memberikan hasil uji yang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sehingga hipotesis satu diterima. Hasil uji tersebut mendukung hasil penelitian Hermuningsih (2013) yang melakukan penelitiannya di Indonesia, penambahan *leverage* memberikan sinyal positif bagi investor dan juga meningkatkan nilai perusahaan.

2) Debt maturity

H2 : *Debt maturity* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil uji regresi data panel dibuktikan bahwa *debt maturity* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dengan nilai probabilitas 0,3533 lebih besar dari tingkat signifikansi 0,1. Alasannya proksi pengukuran utang jangka panjang terhadap total hutang tidak secara langsung berhubungan dengan

nilai perusahaan. Dengan kata lain, nilai perusahaan tidak bergantung pada lamanya jatuh tempo hutang. Jatuh tempo yang lebih lama diyakini akan menjadi keuntungan karena melindungi peminjam dari fluktuasi suku bunga (Chaleeda *et al.*, 2019).

3) Variabel kontrol

Hasil regresi data panel menyimpulkan bahwa besar dan kecilnya suatu perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur. Artinya calon investor sangat memahami bahwa ukuran perusahaan tidak bisa digunakan sebagai jaminan bahwa perusahaan yang besar memiliki kinerja keuangan yang bagus karena perusahaan yang besar belum tentu didukung oleh pengelolaan yang bagus (Isbanah, 2015). Hasil ini sejalan dengan Talebria *et al.* (2010) dan Tambunan dan Prabwani (2018) yang juga menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Hasil regresi data panel juga menunjukkan likuiditas perusahaan tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal itu dikarenakan tingginya rasio likuiditas tidak selalu menjamin bahwa akan meningkatkan nilai perusahaan (Wulandari, 2019).

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

- 1) Pembiayaan perusahaan menggunakan utang sesuai hasil uji regresi data panel tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Alasannya sesuai laporan tahunan yang diperoleh peneliti menemukan bahwa perusahaan manufaktur hanya 30% menggunakan utang sebagai pembiayaan perusahaannya dibandingkan dalam bentuk saham. Hal tersebut yang membuat pembiayaan perusahaan dengan utang tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- 2) Pembiayaan perusahaan menggunakan utang jatuh tempo/ *debt maturity* tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan berdasarkan hasil uji regresi data panel. Alasannya adalah karena rata-rata perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia, hanya 28 % saja menggunakan utang jatuh tempo sebagai pembiayaan modal perusahaan, selebihnya menggunakan saham atau laba ditahan untuk pembiayaan perusahaan.
- 3) Hasil regresi data panel menyimpulkan bahwa besar dan kecilnya suatu perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur. Artinya calon investor sangat memahami bahwa ukuran perusahaan tidak bisa digunakan sebagai jaminan bahwa perusahaan yang besar memiliki kinerja keuangan yang bagus karena perusahaan yang besar belum tentu didukung oleh pengelolaan yang bagus (Isbanah, 2015). Hasil ini sejalan dengan Talebria *et al.* (2010) dan Tambunan dan Prabwani (2018) yang juga menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Hasil regresi data panel juga menunjukkan likuiditas perusahaan tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal itu dikarenakan tingginya rasio likuiditas tidak selalu menjamin bahwa akan meningkatkan nilai perusahaan (Wulandari, 2019). Sedangkan variabel kontrol profitabilitas terbukti tidak berpengaruh positif

terhadap nilai perusahaan manufaktur karena calon investor ketika berinvestasi menyimpulkan bahwa nilai perusahaan baik tidak disebabkan profit/ keuntungan yang dihasilkan besar, tetapi ada kriteria lain bagi calon investor menilai perusahaan itu baik yaitu ketika perusahaan melakukan aktivitas *corporate social responsibility*.

5.2 Saran

Saran yang diberikan dalam penelitian ini adalah peneliti selanjutnya dapat mengambil sampel penelitian non manufaktur seperti perbankan. Peneliti selanjutnya dapat mengganti pengukuran nilai perusahaan dari *tobins q* menjadi *price earning ratio (PER)* atau *price to book value (PBV)*.

DAFTAR PUSTAKA

- Asif, A., & Aziz, B. (2016). Impact of Capital Structure on Firm Value Creation-Evidence from the Cement Sector of Pakistan. *International Journal of Research in Finance and Marketing*, 6(6), 231-245. Retrieved from <http://euroasiapub.org/wp-content/uploads/2016/09/19FMJune-3764-1.pdf>
- Barclay, M. J., & Smith Jr, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *the Journal of Finance*, 50(2), 609-631.
- Berlin, Mitchell. (2006). Debt Maturity: What Do Economists Say? What Do CFOs Say? *Business Review*, (Q1), 3-10. Retrieved from https://www.philadelphiafed.org/-/media/research-and-data/publications/business-review/2006/q1/Q1_06_DebtMaturity.pdf
- Brigham, E. F. dan J. Houston. (2006). *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Salemba Empat. Jakarta.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. (2012). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi XI. Jakarta: Salemba Empat
- Brigham, E.F. and L.C. Gapenski. (2006). *Intermediate Financial Management*. 7th edition. SeaHarbor Drive: The Dryden Press.
- Chaleeda, Md. Aminul Islam, Tunku Salha Tunku Ahmad & Anas Najeeb Mosa Ghazalat. (2019). The Effects of Corporate Financing Decisions on Firm Value in Bursa Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 11(3), 127-135. <https://doi.org/10.5539/ijef.v11n3p127>
- Cheng, M. C., & Tzeng, Z. C. (2011). The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect. *World Journal of Management*, 3(2), 30-53. Retrieved from <https://pdfs.semanticscholar.org/1ad9/48e3e6bb3c74e0128a91f1f3c89b2a12e75b.pdf>.
- Daud, W. M. N. W., Norwani, N. M., Mansor, A. A., & Endut, W. A. (2016). Does financing decision influence corporate performance in Malaysia? *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(3), 1165-1171. Retrieved from <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/2332>
- Ekananda, Mahyus. (2016). *Analisis Ekonometrika Data Panel Edisi 2*. Jakarta: Mitra Wacana Media
- Ehikioya, Benjamin. (2009). Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence from Nigeria. *Research Scholar based at the School of Management*, 9(3), 231-243. <https://doi.org/10.1108/14720700910964307>
- Fajaria, A.Z & Isnalita. (2018). The Effect of Profitability, Liquidity, Leverage and Firm Growth of Firm Value with its Dividend Policy as a Moderating Variable. *International Journal of Managerial Studies and Research*, 6(10), 55-69. <http://dx.doi.org/10.20431/2349-0349.0610005>

- Fan, J. P. H., Titman, S., & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), 23-56. <https://doi.org/10.1017/S0022109011000597>
- Farooq, Muhammad Azhar & Ahsan Masood. (2016). Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(9), 73-77. Retrieved from <https://www.iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/30307>
- Hermuningsih, Sri. (2013). Profitability, Growth Opportunity, Capital Structure and the Firm Value. *Bulletin of Monetary, Economics, and Banking*. 115-136. <https://doi.org/10.21098/bemp.v16i2.440>
- Gujarati Damodar and Dawn Porter. (2015). *Dasar-dasar Ekonometrika Buku 2, Edisi 5*. Jakarta : Salemba Empat.
- Gultom, C.M., & Syarif, F. (2009). Pengaruh Kebijakan Leverage, Kebijakan Deviden, dan Earning Per Share Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi* 47
- Isbanah, Y. (2015). Pengaruh ESOP, leverage, and ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan di bursa efek Indonesia. *Journal of Research in Economics and Management*, 15(1), 28-41. <https://doi.org/10.17970/jrem.15.150103.ID>
- Jamal, Surayya, Naveed & Beenish Malik. (2020). Impact of Debt Maturity on Firm Performance Evidence from Pakistan. *International Journal of Business and Management Sciences*, 1(1), 65-75. Retrieved from <https://www.semanticscholar.org/paper/Impact-of-Debt-Maturity-on-Firm-Performance-from-Jamal-Naveed/aa591d0685213a836474e0b14563c19b6fdd9227?p2df>
- Jiraporn, P., & Liu, Y. (2008). Capital Structure, Staggered Boards, and Firm Value. *Financial Analysts Journal*, 64(1), 49-60. <https://doi.org/10.2469/faj.v64.n1.7>
- Kasmir. (2014). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Pers
- Kodongo, O., Mokoaleli-Mokoteli, T., & Maina, L. N. (2015). Capital Structure, Profitability And Firm Value: Panel Evidence Of Listed Firms In Kenya. *The African Finance Journal*, 17(1), 1-20. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2465422>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Nimalathan, Balasundaram & Valeriu Brabete. (2010). Capital Structure and Its Impact on Profitability A Study of Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka. *Revista Tinerilor Economisti (The Young Economists Journal)*, 1(15), 7-16, Retrieved from <https://EconPapers.repec.org/RePEc:aio:rteyej:v:1:y:2010:i:10:p:7-16>

- Novari, Putu Mikhy & Putu Vivi Lestari. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Properti dan Real Estate. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(9), 5671-5694. Retrieved from <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/22690>
- Octaviana, Lisa Tyas, Sri Hasnawati, & Ernie Hendrawaty. (2019). The Analysis Effect of Leverage, Asymmetric Information and Corporate Governance to Firm Value in Manufacture Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics, Business and Entrepreneurship*, 2(1), 89-96. Retrieved from <https://new.feb.unila.ac.id/journal/index.php/jjebe/article/view/49>
- Ozkan, Aydin. (2000). An empirical analysis of corporate debt maturity structure. *European Financial Management*, 6(2), 197-212. <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00120>
- Orman, C., & Köksal, B. (2017). Debt Maturity across Firm Types: Evidence from a Major Developing Economy. *Emerging Markets Review*, 30, 169-199. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.12.001>
- Rashid, M., Nor, F. M., & Ibrahim, I. (2013). Evidence of dividend catering theory in Malaysia: Implications for investor sentiment. *Contemporary Economics*, 7(4), 99-110. <https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.125>
- Salvatore, Dominick. (2011). *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global: Buku 1 Edisi kelima*. Jakarta: Salemba Empat
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 65 (ICIBSoS). 156-166. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.105>
- Sisca. (2016). Pengaruh Leverage, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2014. *Jurnal SULTANIST*, 4(1), 1-9. <https://doi.org/10.37403/sultanist.v4i1.58>
- Smithers. Andrew dan Wright. Stephen. (2007). *Valuing Wall Street*, McGraw Hill.
- Suaidah, Riski & Nurzi Sebrina. (2020). Pengaruh Kualitas Pelaporan Keuangan dan Tingkat Jatuh Tempo Utang Terhadap Efisiensi Investasi. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 2(2). 2693-2710. Retrieved from <http://jea.ppj.unp.ac.id/index.php/jea/issue/view/23>
- Sudiyatno, Bambang & Elen Puspitasari. (2010). Tobin'sq and Altman z-score as an indicator of business performance measurement. *Scientific Journal of Accounting Research*, 2 (1). 9-21. Retrieved from <https://www.unisbank.ac.id/ojs/index.php/fe4/article/view/223>
- Sutama, Dedi Rossidi & Erna Lisa. (2018). Pengaruh Leverage dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Sains Manajemen & Akuntansi*, 10(1). 21-39. Retrieved from <http://jsma.stan-im.ac.id/wp-content/uploads/2018/07/03-Dedi-R.pdf>
- Tan, S. L., & Hamid, N. I. N. A. (2016). Capital Structure and Performance of

- Malaysia Plantation Sector. *Journal of Advanced Research in Social and Behavioural Sciences*, 3(1), 34-45. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/330724831_Capital_Structure_and_Performance_of_Malaysia_Plantation_Sector
- Tahir, I. M., & Razali, A. R. (2011). the Relationship Between Enterprise Risk Management (Erm) and Firm Value: Evidence from Malaysian Public Listed Companies. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(2), 32-41. Retrieved from <http://free-journal.umm.ac.id/files/file/the-relationship-between-enterprise-risk-management-erm-and-firm-value-evidence-from-malaysian-public-listed-companies-2162-6359-1-014.pdf>
- Talebria, Ghodrattallah, Mahdi Salehi, Hashem Valipour, and Shahram Shafee. (2010). Empirical Study of the Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: Some Evidence of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Sustainable Development*, 3 (2), 264-270. <http://dx.doi.org/10.5539/jsd.v3n2p264>
- Tambunan, Jessica T.A. dan Bulan Prabawani. (2018). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur Sektor Aneka Industri Tahun 2012-2016). *Jurnal Ilmu Administrasi Bisnis*, 7(2), 130-140. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/jiab/article/view/20329>.
- Twairesh, A. E. M. (2014). The Impact of Capital Structure on Firm's Performance Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 4(2), 183-193. Retrieved from https://ideas.repec.org/a/spt/apfiba/v4y2014i2f4_2_12.html
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2016). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.10.014>
- Wang, T. (2015). *Capital Structure, Debt Tax Shield, and Firm Value: A Propensity Score Matching Approach*. Tufts University. Retrieved from <http://hdl.handle.net/10427/012082>
- Wiagustini. (2010). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Cetakan Pertama. Denpasar. Udayana University Press
- Wulandari, Lina. (2019). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Tingkat Hutang, dan Likuiditas Terhadap Kinerja Perusahaan. *Volatilitas*, 1(3).1-12. <http://ejournal.umpwr.ac.id/index.php/volatilitas/article/view/6216/5494>

LAMPIRAN

Lampiran 1.

Susunan Personalia

Penelitian

Pembagian tugas tim dalam persiapan, pelaksanaan dan pelaporan hasil kegiatan Penelitian:

NO	TIM PELAKSANA PENELITIAN	TUGAS
1	Herni Kurniawati, SE, MSAk	a. Menyusun proposal (bab 1 – 3) b. Menyusun laporan kemajuan c. Menyusun laporan keuangan
2	Fanny Andriani Setiawan, SE., MM., Ak., CA	a. Menyusun laporan akhir (bab 4 – 5) b. Menyusun draft artikel ilmiah c. Menyusun laporan keuangan
3	Elizabeth Inge Pratiwi	a. Membantu pengiputan data-data laporan keuangan periode 2016-2019

Lampiran 2.

Hasil Output Data

ANALISIS DESKRIPTIF

	TDTE	TDA	DEBTMAT	SIZE	CR	ROE	TOBINS'Q
Mean	27.04916	0.383452	0.280445	1187.997	2.852774	0.157416	1.801066
Median	0.562666	0.359270	0.243296	28.46160	1.974419	0.105109	0.815407
Maximum	6168.000	0.807312	0.789422	272482.0	36.37840	2.244585	22.86570
Minimum	0.016946	0.076894	0.000572	24.90280	0.025701	-0.160567	0.001900
Std. Dev.	402.3040	0.178757	0.190343	17772.90	3.223382	0.259218	2.940978
Skewness	15.23162	0.262536	0.700075	15.23169	6.084616	4.760979	4.090130
Kurtosis	233.0029	2.090783	2.750192	233.0043	56.56527	29.16181	22.85900
Jarque-Bera	527079.0	10.79411	19.80680	527085.2	29544.67	7589.601	4516.862
Probability	0.000000	0.004530	0.000050	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	6356.552	90.11125	65.90460	279179.3	670.4020	36.99282	423.2505
Sum Sq. Dev.	37872549	7.477233	8.477919	7.39E+10	2431.304	15.72336	2023.948
Observations	235	235	235	235	235	235	235

UJI PANEL

CHOW TEST

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: TEST1MODEL1

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	7.695840	(61,167)	0.0000
Cross-section Chi-square	314.407949	61	0.0000

Kesimpulan: Karena Cross -section F memiliki Prob < 5% maka model yang tepat adalah Fixed Effect

HAUSMAN TEST

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: TEST1MODEL1

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	132.591581	6	0.0000

Kesimpulan: Karena Cross -section random memiliki Prob < 5% maka model yang tepat adalah Fixed Effect dibandingkan Random Effect

FIXED EFFECT

Dependent Variable: TOBINSQ

Method: Panel Least Squares

Date: 12/09/20 Time: 08:15

Sample: 2016 2019

Periods included: 4

Cross-sections included: 62

Total panel (unbalanced) observations: 235

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.499206	0.742061	4.715523	0.0000
TDTE	-0.000365	0.000230	-1.585632	0.1147
TDA	-3.335138	1.808114	-1.844540	0.0669
DEBTMAT	-0.968949	1.041044	-0.930747	0.3533
SIZE	-1.21E-06	5.15E-06	-0.235799	0.8139
CR	-0.046138	0.038159	-1.209083	0.2283
ROE	-0.029235	0.712764	-0.041016	0.9673

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.878369	Mean dependent var	1.801066
Adjusted R-squared	0.829571	S.D. dependent var	2.940978
S.E. of regression	1.214126	Akaike info criterion	3.463058
Sum squared resid	246.1750	Schwarz criterion	4.464129
Log likelihood	-338.9093	Hannan-Quinn criter.	3.866644
F-statistic	18.00006	Durbin-Watson stat	1.986258
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lampiran 3

Draft Artikel

PENGARUH PEMBIAYAAN PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR

Herni Kurniawati^{1,*}, Fanny Andriani Setiawan²

1,2 Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tarumanagara, Jakarta

E-mail:

hernik@fe.untar.ac.id; fannys@fe.untar.ac.id;

**Corresponding author*

Abstract

The company that was founded has the aim of maximizing shareholder wealth, namely by increasing company value. The increase in firm value has an impact on the increase in the company's stock price, which increases the number of stocks returns that shareholders receive. In addition, high company value can have an impact on the trustworthiness of the company's current and future performance by the market, which has a positive influence on investors and creditors, namely sending a positive signal to invest in a company, while for creditors the company's value reflects the company's ability to invest in a company. pay the debt so that the creditor does not feel worried about providing loans to the company. So it can be concluded that increasing company value is something a company needs to do during its operation, and to make it happen, the company can take several actions, namely making the right financing decisions, dividend policy, investment decisions, capital structure, company growth, company size, leverage and profitability. This study aims to prove empirically how corporate financing decisions with debt/ leverage and debt maturity affect the value of manufacturing companies. The research sample is a manufacturing company using secondary data in the form of an annual report for the period 2016-2019. The research results that have been proven are (1) that financing manufacturing companies using debt cannot increase company value, and (2) and also company financing using debt maturity does not increase the value of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange.

Keywords: *Financing structure, firm value*

PENDAHULUAN

Perusahaan yang didirikan memiliki dua tujuan yaitu pertama memaksimalkan kekayaan pemegang saham, dan kedua perusahaan dapat beroperasi secara *going concern* (berjalan dalam periode waktu yang panjang dan tidak mengalami kebangkrutan). Salah satu cara mewujudkan tujuan perusahaan yang memaksimalkan kekayaan pemegang saham yaitu dengan meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatkan nilai perusahaan menyebabkan harga saham perusahaan mengalami kenaikan yang memberikan kenaikan jumlah *return* saham yang diperoleh pemegang saham (Brigham & Gapensi, 2006). Selain itu nilai perusahaan yang tinggi dapat memberikan dampak dipercayanya kinerja perusahaan saat ini dan masa depan oleh pasar (Sutama & Lisa, 2018), yang memberikan pengaruh yang positif terhadap investor dan kreditur yaitu memngirimkan sinyal positif untuk menanamkan modal pada sebuah perusahaan,

sedangkan bagi pihak kreditur nilai perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar utangnya sehingga pihak kreditur tidak merasa khawatir dalam memberikan pinjaman kepada perusahaan tersebut. Sehingga dapat disimpulkan bahwa meningkatkan nilai perusahaan adalah hal yang perlu dilakukan perusahaan selama beroperasi, dan untuk mewujudkannya perusahaan dapat melakukan beberapa aksi yaitu melakukan keputusan pembiayaan yang tepat, kebijakan dividen, keputusan investasi, struktur modal, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, *leverage* dan profitabilitas (Chaleeda *et al.*, 2019).

Fenomena peneitian dikaitkan dengan keputusan pembiayaan memang merupakan salah satu bidang pengambilan keputusan keuangan yang paling kompleks karena keterkaitannya dengan variabel keputusan keuangan lainnya (Nimalathasan & Brabete, 2010). Masalah dari penelitian ini terletak pada kurangnya kejelasan mengenai pengaruh struktur pembiayaan (modal) terhadap nilai perusahaan, dimana manajer perlu memilih struktur pembiayaan yang sesuai bagi perusahaan yang berkontribusi untuk memaksimalkan nilainya, dan dengan demikian memaksimalkan kekayaan perusahaan. pemilik perusahaan.

Berdasarkan hasil beberapa penelitian yang mengkaitkan struktur pembiayaan dengan nilai perusahaan seringkali memberikan hasil yang tidak konsisten sampai saat ini, yang dibuktikan oleh penelitian Chaleeda *et al.*,(2019) yang membuktikan bahwa struktur pembiayaan perusahaan yang menggunakan utang (*leverage*) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dengan alasan bahwa tingginya nilai *leverage* dalam laporan posisi keuangan dapat memberikan keuntungan pajak (*tax benefit*) perusahaan. Sejalan dengan hasil penelitian Cheng & Tzeng (2011) yang membuktikan tingginya *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena *leverage* yang lebih tinggi dapat mengurangi biaya agensi dari arus kas bebas melalui komitmen pembayaran bunga dan menghindari investasi berlebih. Sedangkan menurut hasil penelitian Rashid *et al.* (2013); Asif & Aziz (2016) penggunaan *leverage* (utang) sebagai pembiayaan perusahaan merupakan dana eksternal yang menyebabkan penggunaan utang yang lebih tinggi akan meningkatkan pengawasan eksternal.

Hasil penelitian bertolak belakang yang dibuktikan oleh Vo & Ellis (2016) bahwa perusahaan di Vietnam yang nilai *leverage* rendah cenderung menciptakan nilai pemegang saham. Mereka menyelidiki hubungan antara struktur modal dan nilai pemegang saham pada perusahaan Vietnam membuktikan bahwa manfaat pembiayaan utang lebih kecil dari biaya utang yang dikeluarkan sehingga memiliki pengaruh buruk terhadap nilai perusahaan Vietnam. Hasil penelitian ini serupa dengan temuan Daud *et al.* (2016) dan Tan dan Hamid (2016) yang setuju bahwa total utang terhadap total aset dan kinerja perusahaan memiliki hubungan yang negatif dan signifikan. Penelitian Fajaria dan Isnalita (2018) juga membuktikan hasil yang sama bahwa tingginya penggunaan utang (*leverage*) sebagai pembiayaan perusahaan dapat menurunkan nilai perusahaan karena perusahaan yang memiliki tingkat utang yang tinggi, tingkat resiko gagal bayar juga tinggi, sehingga investor menjadi kurang berminat untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Selain hasil penelitian pembiayaan perusahaan dengan utang (*leverage*) yang dapat menaikkan dan menurunkan nilai perusahaan,

terdapat juga hasil penelitian yang membuktikan *leverage* tidak menaikkan dan menurunkan nilai perusahaan seperti hasil penelitian Sisca (2016) karena menurut investor besar kecilnya utang yang dimiliki perusahaan tidak terlalu diperhatikan karena investor lebih memperhatikan bagaimana pihak manajemen perusahaan menggunakan utang tersebut dengan efektif dan efisien untuk mengembangkan perusahaan dan mencapai nilai tambah bagi perusahaan. Senada dengan hasil penelitian Novari & Lestari (2016) yang membuktikan bahwa nilai *leverage* yang tinggi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, yang dikarenakan perusahaan dalam mendanai aktivitya cenderung menggunakan modal sendiri (*internal financing*) yang berasal dari laba ditahan dan modal saham daripada menggunakan utang. Kecukupan dana yang dimiliki perusahaan untuk membiayai aktivitya yang diperoleh dari modal sendiri membuat perusahaan mengurangi proporsi utangnya.

Berdasarkan dari beberapa hasil penelitian pembiayaan perusahaan yang menggunakan utang/ *leverage* terhadap nilai perusahaan memberikan hasil yang tidak konsisten, yaitu berpengaruh positif, berpengaruh negatif, dan tidak berpengaruh, yang memotivasi dilakukan penelitian ini dengan sampel perusahaan manufaktur. Kebaruan penelitian ini menambahkan variabel *debt maturity* yang merupakan aspek lain dari pembiayaan perusahaan yang terbukti mempengaruhi nilai perusahaan. *Debt maturity* memiliki jatuh tempo yang lebih pendek sehingga meningkatkan nilai perusahaan yang disebabkan utang jatuh tempo yang lebih pendek menguntungkan perusahaan karena mengurangi masalah kurangnya investasi dan penggantian aset (Myers, 1977). Selain itu, Berlin (2006) menggarisbawahi bahwa ketika perusahaan memiliki terlalu banyak utang jangka panjang, manajer mungkin melupakan investasi yang menguntungkan. Penelitian Jiraporn & Tong (2008) membuktikan bahwa perusahaan yang mengadopsi proporsi yang lebih tinggi dari utang jangka pendek mengalami peningkatan nilai perusahaan, konsisten dengan prediksi teori keagenan dan hipotesis arus kas bebas. Situasi ini terutama berlaku untuk perusahaan di industri dengan konflik keagenan yang lebih rendah (seperti utilitas yang diatur).

KAJIAN TEORI

Nilai Perusahaan

Salah satu model analisis keuangan yang digunakan untuk menilai perusahaan adalah rasio *Tobin's Q*. *Tobin's Q* ditemukan oleh seorang pemenang hadiah nobel dari Amerika Serikat yaitu *James Tobin*. *Tobin's Q* dapat dirumuskan sebagai perbandingan nilai pasar aset dengan perkiraan jumlah uang yang harus dikeluarkan untuk mengganti seluruh aset tersebut pada saat ini. Rasio *Tobin's Q* digunakan untuk mengetahui nilai perusahaan melalui potensi perkembangan harga saham, potensi kemampuan manajer dalam mengelola aset. perusahaan dan potensi pertumbuhan investasi. Investor membutuhkan informasi *Tobin's Q* untuk mengetahui apakah perusahaan dalam kondisi tumbuh, tidak tumbuh atau malah menurun, sehingga dapat memutuskan apa yang akan dilakukan dalam kondisi tersebut (Sudiyatno & Puspitasari, 2010), Unsur penghitungan *Tobin's Q* adalah nilai pasar saham biasa dan kewajiban keuangan, oleh karena itu rasio tersebut lebih unggul dari rasio nilai pasar terhadap nilai

buku karena rasio ini berfokus pada berapa nilai perusahaan saat ini relatif terhadap biaya yang dibutuhkan untuk menggantinya sekarang (Octaviana *et al.*, 2019). Alasan lainnya memilih rasio *Tobins'Q* dalam penelitian ini untuk mengukur nilai perusahaan adalah karena penghitungan rasio *Tobin's Q* lebih rasional mengingat unsur-unsur kewajiban juga dimasukkan sebagai dasar penghitungan. Salah satu versi *Tobin's Q* yang dimodifikasi dan disederhanakan oleh Smithers dan Wright (2007) adalah sebagai berikut:

Keterangan:

$$Q = (EMV + D) / (EBV + D)$$

EMV = Nilai Pasar Ekuitas (jumlah saham yang beredar x harga saham akhir tahun)

EBV = Nilai buku dari total aset

D (Debt) = Nilai buku dari total utang

Jika nilai pasar semata-mata merefleksikan aset yang tercatat suatu perusahaan maka *Tobin's Q* akan sama dengan 1. Jika *Tobin's Q* lebih besar dari 1, maka nilai pasar lebih besar dari nilai aset perusahaan yang tercatat. Hal ini menandakan bahwa saham *overvalued*. Apabila *Tobin's Q* kurang dari 1, nilai pasarnya lebih kecil dari nilai tercatat aset perusahaan. Ini menandakan bahwa saham *undervalued* yang juga dapat diartikan sebagai potensi pertumbuhan investasi investasi.

Pembiayaan Perusahaan. Keputusan pembiayaan perusahaan secara tepat yang ditetapkan oleh manajer keuangan akan meningkatkan nilai perusahaan dan akan berdampak pada kemakmuran pemilik perusahaan tersebut. Ada beberapa faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu: profitabilitas, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, keputusan investasi, struktur modal, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan kebijakan utang. Beberapa faktor tersebut memiliki hubungan dan pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tidak konsisten (Novari & Lestari, 2016). Dimana faktor tersebut yang mempengaruhi variabel nilai perusahaan adalah ukuran perusahaan, *leverage* dan profitabilitas (Novari & Lestari, 2016).

A) Leverage. Rasio *leverage* digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, baik kewajiban jangka pendek maupun kewajiban jangka panjang (Hery, 2016). Didalam manajemen perusahaan pada umumnya dikenal tiga macam *leverage* yaitu *operating leverage*, *financial leverage*, dan *total leverage*. *Leverage* operasional adalah beban tetap yang harus dikeluarkan oleh perusahaan karena adanya aktivitas operasional yang terjadi dalam perusahaan. *Leverage* operasi ini digunakan untuk mengukur seberapa besar penggunaan biaya tetap operasi dalam perusahaan (Indah & Priyadi, 2016). Adapun jenis-jenis rasio *leverage* yang umumnya digunakan, diantaranya terdiri dari:

a. *Debt to Assets Ratio (Debt Ratio)*

Merupakan rasio utang yang digunakan untuk mengukur seberapa besar aset perusahaan dibiayai oleh utang atau seberapa besar utang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aset (Kasmir, 2014). Rasio ini dapat dihitung dengan rumus: *Debt to Assets Ratio = Total Assets / Total Debt*

b. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan pemegang (kreditur) dengan pemilik perusahaan (Kasmir, 2014). Untuk mencari rasio ini yaitu dengan membandingkan seluruh utang, termasuk utang lancar dengan seluruh ekuitas. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \text{Equity} / \text{Total Debt}$$

c. *Long Term Debt to Equity Ratio*

Merupakan rasio antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Rasio ini mengukur besar kecilnya penggunaan utang jangka panjang dibandingkan dengan modal sendiri perusahaan. Rasio ini dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Long Term Debt to Equity Ratio} = \text{Equity} / \text{Long Term Debt}$$

d. *Time Interest Earned (TIE)*

Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar beban tetap berupa bunga dengan menggunakan *Earning Before Interest and Tax (EBIT)*. Menurut Brigham dan Joel (2012), rasio *Time Interest Earned (TIE)* mengukur sejauh apa laba operasi dapat mengalami penurunan sebelum perusahaan tidak mampu memenuhi biaya bunga tahunannya.

Time Interest Earned (TIE) dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Time Interest Earned} = \text{EBIT} / \text{Biaya Bunga (interest)}$$

e. *Fixed Charge Coverage*

Rasio ini sama halnya seperti *Time Interest Earned*. Hanya saja bedanya rasio ini dilakukan apabila perusahaan memperoleh utang jangka panjang atau menyewa aset berdasarkan kontrak sewa (Kasmir, 2014). Rasio ini dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Fixed Charge Coverage} = (\text{EBT} + \text{Interest} + \text{Lease}) / (\text{Interest} + \text{Lease})$$

Dalam penelitian ini, penulis memilih DER (*Debt to Equity Ratio*) sebagai parameter *leverage*. Alasan peneliti menggunakan DER karena rasio ini mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan melunasi utang dengan modal yang dimiliki, dimana semakin rendah rasio akan semakin baik kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban (Sisca, 2016).

B) Debt Maturity. Utang dapat diklasifikasikan menjadi dua yaitu utang jangka Panjang dan utang jangka pendek. Utang jangka pendek harus segera dilunasi dalam periode satu tahun setelah tanggal pelaporan dilakukan dan utang jangka Panjang tidak segera harus dilunasi karena memiliki periode pelunasan yang Panjang yaitu lebih dari satu tahun atau lebih sesuai yang telah disepakati sebelumnya terhitung dari setelah dilakukannya tanggal pelaporan di neraca (Suaidah & Sebrina, 2020). Myers (1977) menyarankan perusahaan untuk menggunakan utang jangka pendek dengan alasan mengurangi masalah kurangnya investasi dan substitusi asset sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Chaleeda *et al.*, 2019). Hal ini disebabkan karena utang jangka pendek akan di likuidasi dalam waktu singkat sehingga keuntungan sepenuhnya akan menjadi milik perusahaan tersebut. Selain itu, penggunaan utang jangka pendek dapat meminimalisir masalah agensi antara pemegang saham dengan kreditur sehingga masalah *kurangnya/ kelebihan investasi* (Myers, 1977; Suaidah & Sebrina, 2020). Selain itu, Berlin (2006) menggarisbawahi bahwa ketika perusahaan memiliki

terlalu banyak utang jangka panjang, manajer mungkin melupakan investasi yang menguntungkan dan dampaknya menurunkan nilai perusahaan.

Secara empiris, cukup banyak proksi yang telah digunakan untuk *debt-maturity*. Seperti Ozkan (2000) telah menggunakan proporsi kewajiban yang jatuh tempo 5 tahun atau 1 tahun terhadap total kewajiban. Barclay dan Smith (1995) menggunakan proporsi utang yang jatuh tempo lebih dari 3 tahun terhadap total utang. Tetapi sumber data tidaklah sama mengenai jatuh tempo utang. Sehingga menyetujui kendala tersebut, penelitian ini menilai jatuh tempo utang sebagai berikut: (Jamal *et al.*, 2020; Fan, Titman, & Twite, 2012; Orman & Köksal, 2017)

Debt Maturity = utang jangka panjang / utang total

Signalling Theory, Trade-off Theory, dan Agency Theory. *Signalling theory* (teori sinyal) menyatakan bahwa suatu perusahaan akan memberikan sinyal pada laporan keuangan, termasuk investor yang bertujuan untuk meningkatkan nilai pemegang saham (Fajaria & Isnalita, 2018). Sinyal ini dapat berupa informasi apa saja yang berkaitan dengan upaya manajemen untuk mewujudkan apa yang dibutuhkan investor, atau informasi lain yang dapat menunjukkan perusahaannya lebih baik daripada perusahaan lain (Fajaria & Isnalita, 2018). Sinyal ini diberikan untuk mengurangi asimetri informasi dimana pihak internal lebih memahami kondisi perusahaan (Fajaria & Isnalita, 2018). Berdasarkan teori sinyal, penggunaan utang sebagai pembiayaan perusahaan merupakan informasi baik bagi investor karena dengan pembiayaan perusahaan menggunakan utang dapat memberikan *debt tax shield* bagi perusahaan. Efek dari *debt tax shield* bagi perusahaan adalah mengurangi jumlah pajak yang harus dibayar sehingga meningkatkan kenaikan laba yang pada akhirnya memberikan dividen kepada investor lebih tinggi. Hal tersebut yang menjadikan perusahaan tersebut memiliki nilai perusahaan yang tinggi.

Perusahaan dalam membiayai perusahaan sebagian menggunakan utang dan sebagian menggunakan ekuitas lain. *Trade-off theory* berasumsi bahwa struktur modal merupakan hasil pertimbangan dari keuntungan pajak dengan menggunakan utang dengan biaya yang akan timbul sebagai penggunaan utang tersebut (Brigham & Houston, 2015). Dalam penggunaan utang *Trade-off theory* menjelaskan jika posisi struktur modal perusahaan berada dibawah titik optimal maka setiap penambahan utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan (Brealey & Myers, 1991). Selain itu perusahaan yang menggunakan utang dalam membiayai operasional memiliki keuntungan berupa pengurangan pajak. sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Tahir & Razali, 2011), karena jika perusahaan memilih pembiayaan menggunakan utang, akan ada *debt tax shield* yang diperoleh yaitu manfaat pajak yang didapat perusahaan yang berasal dari utang. Artinya penggunaan utang oleh perusahaan dapat mempengaruhi penghasilan kena pajak perusahaan, hal ini disebabkan karena adanya beban bunga yang timbul dari utang. Beban bunga atas utang yang termasuk biaya usaha dapat menjadi pengurang penghasilan, sehingga menyebabkan laba kena pajak perusahaan menjadi berkurang yang pada akhirnya akan mengurangi jumlah pajak yang harus dibayar perusahaan (Wang, 2015; Twairesh, 2014; Chaleeda, *et al.*, 2019).

Agency theory yang berkaitan dengan utang adalah konflik yang terjadi antara pemegang saham dan kreditor menurut Ehikioya (2009) pada hasil risetnya. Namun, penggunaan utang yang berlebihan juga memunculkan masalah lain dalam teori agensi. Utang bisa memicu munculkna konflik antara pemegang saham dan kreditor. Terlebih jika ada syarat-syarat tertentu dalam perjanjian utang yang bisa bertolak belakang dengan keinginan dari pemegang saham.

Agency theory yang dikaitkan oleh utang jatuh tempo (*debt maturity*) memberikan pengaruh baik bagi perusahaan, karena *debt maturity* bisa menjadi salah satu cara mengutang biaya agensi utang dengan menyelesaikan masalah substitusi aset dan *underinvestment* (Myers, 1977). *Debt maturity* juga merupakan salah satu bentuk pembiayaan eksternal dan membutuhkan pembaruan yang sering. Secara tidak langsung akan meningkatkan pengawasan eksternal dan dengan demikian akan memberikan.

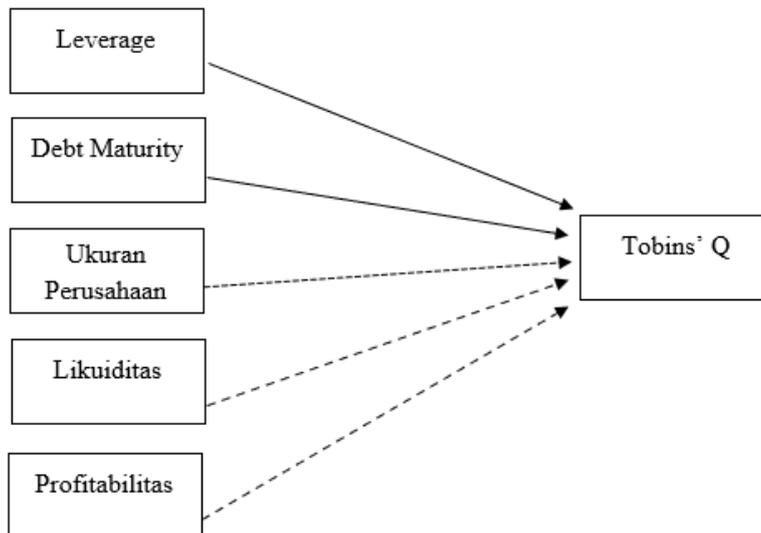
Penelitian Terdahulu

Tabel 1. Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Variabel	Hasil
1	Chaleeda, Md. Aminul Islam, Tunku Salha Tunku Ahmad & Anas Najeeb Mosa Ghazalat (2019) Judul: The Effects of Corporate Financing Decisions on Firm Value in Bursa Malaysia	Variabel Dependen: Firm value Variabel Independen: Leverage, Debt maturity	Membuktikan bahwa <i>leverage</i> berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, tetapi <i>debt maturity</i> tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
2	Subha Ranjan Dutta, Tutun Mukherjee & Dr. Som Sankar Sen (2018) Judul: Impact of Financial Leverage on the Value of Firm: Evidence from Some NSE Listed Companies	Variabel Dependen: Firm Value Variabel Independen: Financial leverage	Financial leverage terbukti dapat menurunkan nilai perusahaan terbuka India yang terdiri dari enam sector yaitu consumer goods sector, energy sector, industrial manufacturing sector, automobile sector, pharmaceutical sector and financial services sector
3	Dedi Rossidi Utama & Erna Lisa (2018) Judul: Pengaruh Leverage dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan	Variabel Dependen: Nilai perusahaan Variabel Independen: Leverage & Profitabilitas	Membuktikan bahwa <i>leverage</i> maupun profitabilitas ternyata berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya semakin tinggi <i>leverage</i> dan profitabilitas masing-masing, semakin tinggi nilai perusahaan manufaktur sektor <i>food and beverage</i>
4	Wan Mohd Nazri Wan Daud Norlia Mat Norwani, Anizawati Ahmad Mansor, Wan Anisah Endu (2016) Judul: Does financing decision influence corporate performance in Malaysia?	Variabel Dependen: Return on Asset Variabel Independen: Size, Cash flow, Liquidity, Capital expenditure, and Leverage	Penelitian membuktikan bahwa leverage berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan yang nantiberdampak kepada menurunkan nilai perusahaan manufaktur Malaysia
5	Muhammad Azhar Farooq.,&Ahsan Masood (2016)	Variabel Dependen: Nilai perusahaan	Membuktikan dalam penelitian mereka bahwa financial leverage

	Judul: Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan	(Tobins'Q) Variabel Independen: Financial leverage	berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan semen di Pakistan
6	Sisca (2016) Judul: Pengaruh Leverage, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2014.	Variabel Dependen: Nilai perusahaan Variabel Independen: Leverage dan Profitabilitas Variabel Moderasi: Kebijakan dividen	<i>Leverage</i> berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010 - 2014.
7	Kodongo, Mokoaleli-Mokoteli, dan Maina (2015) Judul: Capital Structure, Profitability And Firm Value: Panel Evidence Of Listed Firms In Kenya	Variabel Dependen: Nilai perusahaan (Tobins'Q) Variabel Independen: Capital Structure (Leverage) & Profitabilitas	Hasil penelitian mereka pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Kenya membuktikan bahwa leverage tidak mempengaruhi nilai perusahaan, yang diukur dengan Tobin's Q

Perumusan Hipotesis. Berikut gambar kerangka pemikiran penelitian yang menjelaskan perumusan hipotesis:



Gambar 1. Kerangka penelitian

Sumber: Penulis, 2020

Penelitian ini akan melihat keputusan pembiayaan perusahaan dari dua dimensi; *leverage* dan *debt maturity* (utang jatuh tempo). Perusahaan Malaysia banyak menggunakan *leverage* sebagai pembiayaan perusahaan karena dapat memberikan manfaat pajak atas utang (*debt tax shield*), sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Tahir & Razali, 2011). Selain itu arus kas bebas dapat meningkatkan pengaruh positif *leverage* terhadap nilai perusahaan karena melalui komitmen pembayaran bunga dan menghindari investasi berlebihan, dimana *leverage* efektif untuk mengurangi masalah keagenan arus kas bebas (Cheng & Tzeng, 2011). Pengaruh positif *leverage* terhadap nilai perusahaan kemudian akan

tercermin pada kenaikan harga saham. Tahir dan Razali (2011) membuktikan adanya hubungan positif yang benar dalam penelitiannya terhadap perusahaan terbuka Malaysia. Alasannya karena melalui *leverage*, perusahaan dapat memperoleh peluang investasi dalam bisnis mereka tanpa meningkatkan ekuitasnya. Karenanya, ketika investasi menguntungkan, nilai pemegang saham kemudian akan meningkat. Salim & Yadav (2012) juga menemukan hubungan positif antara *Tobin's Q* dan struktur modal saat melakukan penelitian di Malaysia. Hubungan nilai utang yang positif dimungkinkan untuk perusahaan Malaysia karena mereka tidak sangat bergantung pada utang, mengutip utang rata-rata hanya 23% (Rashid, *et al.*, 2013). Selain itu, Rashid *et al.* (2013) lebih lanjut menambahkan bahwa utang adalah dana eksternal, sehingga penggunaan utang yang lebih tinggi akan meningkatkan pemantauan eksternal. Sebagai konsekuensi dari penggunaan *leverage*, manajer menjadi sasaran pemantauan eksternal oleh lembaga pemeringkat, investor, dan penjamin emisi pada saat penerbitan, menciptakan manfaat sampingan dari *leverage* yang mengurangi biaya agensi atas kebijaksanaan manajerial, sehingga akan memberikan kontribusi positif terhadap nilai perusahaan. Memang, sebagaimana ditambahkan oleh Hermuningsih (2013) yang melakukan penelitiannya di Indonesia, penambahan *leverage* memberikan sinyal positif bagi investor dan juga meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini juga setuju bahwa kewajiban dapat membantu perusahaan untuk mengontrol menggunakan arus kas yang tersedia secara bebas dan berlebihan di dalam perusahaan oleh manajemen. Oleh karena itu, penelitian ini membuat hipotesis bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sehingga perumusan hipotesisnya adalah:

H1: *Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini menambahkan *debt maturity* (utang jatuh tempo) sebagai komponen pembiayaan perusahaan yang lain. Alasannya karena penelitian ini berpendapat bahwa *debt maturity* juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Faktanya, utang yang jatuh temponya lebih pendek dapat mengurangi biaya agensi utang dengan menyelesaikan masalah substitusi aset dan *underinvestment* (Myers, 1977). *Debt maturity* juga merupakan salah satu bentuk pembiayaan eksternal dan membutuhkan pembaruan yang sering. Secara tidak langsung akan meningkatkan pengawasan eksternal dan dengan demikian akan memberikan kontribusi positif terhadap nilai perusahaan. Jiraporn & Tong (2008) menemukan bahwa perusahaan yang menggunakan lebih banyak utang jangka pendek memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi, dan hubungannya lebih kuat untuk perusahaan dengan masalah keagenan yang lebih tinggi. Oleh karena itu, penelitian ini mengusulkan bahwa hubungan antara jatuh tempo utang dan nilai perusahaan secara signifikan negatif. Sehingga perumusan hipotesisnya adalah:

H2 : *Debt maturity* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

METODE

Populasi dan Teknik Pemilihan Sampel. Populasi yang digunakan di dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur periode 2016-2019 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dalam penelitian ini tidak semua perusahaan dapat digunakan, hanya perusahaan sesuai dengan kriteria yang telah

ditentukan yang dapat dijadikan sampel. Sampel yang digunakan adalah seluruh perusahaan manufaktur periode 2016-2019 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel perusahaan manufaktur yang terdapat di dalam penelitian ini dilihat dari website www.sahamok.com dan data perusahaan yang bersangkutan dapat diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia (BEI) yang dapat dilihat di www.idx.co.id. Teknik penentuan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, dengan tujuan agar memperoleh sampel selaras dengan kriteria yang telah ditetapkan.

Berikut ini terdapat beberapa kriteria yang akan digunakan sebagai sampel penelitian, yaitu: (1)Terdaftar di BEI secara terus menerus dalam kurun periode 2016-2019; (2)Tidak mengalami kerugian dalam kurun periode 2016-2019; (3)Laporan keuangannya menggunakan mata uang rupiah (simbol: IDR); (4)Tidak melakukan *merger*; (5)Tidak melakukan IPO dalam kurun periode 2016-2019; (6)Tidak mengalami *delisting* dari BEI dalam kurun periode 2016-2019.

Operasional Variabel. Variabel penelitian ini terdiri atas nilai perusahaan sebagai variabel terikat (variable y) dan pembiayaan perusahaan sebagai variabel bebas (variabel x). Adapun proksi pengukuran variable tersaji dalam table operasional variabel dibawah ini:

Tabel 2 Operasional Variabel

Variabel	Pengukuran
1. Variabel Terikat	
Nilai perusahaan (Q) (Smithers dan Wright, 2007)	$Q = (EMV + D) / (EBV + D)s$
Variabel	Pengukuran
2. Variabel Bebas	
Leverage (Kasmir, 2014).	$TDA = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total assets}}$ $TDTE = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total modal}}$
Debt Maturity (Jamal <i>et al.</i> , 2020; Fan, Titman, & Twite, 2012; Orman & Köksal, 2017)	$\frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Total Debt}}$
3. Variabel Kontrol	
Ukuran Perusahaan (Size)	Variabel ini dihitung dengan menggunakan proksi logaritma dari nilai kapitalisasi perusahaan.

Likuiditas	CR = Total Aset Lancar <u>Total Liabilitas Lancar</u>
Profitabilitas	ROE = Laba Bersih <u>Total Ekuitas</u>

Adapun Model penelitian menggunakan analisis regresi data panel dengan persamaan regresi data panel sebagai berikut:

$$Q_t = a_{it} + bTDA_{it} + cTDTE_{it} + dLTDTD_{it} + eSIZE_{it} + fCR_{it} + gROE_{it} + e_{it}$$

Keterangan:

- Q = Nilai perusahaan
TDA = *Leverage* yang diukur dengan *Total Debt / Total Assets*
TDTE = *Leverage* yang diukur dengan *Total Debt / Total Equity*
LTDTD = *Debt maturity* yang diukur dengan *Long Term Debt / Total Debt*
SIZE = Ukuran perusahaan
CR = Likuiditas
ROE = Profitabilitas
e = *error*

HASIL

Tabel 3. Statistik Deskriptif

	TDTE	TDA	DEBTMAT	SIZE	CR	ROE	TOBINSQ
Mean	27,04916	0,383452	0,280445	1187,997	2,852774	0,157416	1,801066
Median	0,562666	0,359270	0,243296	28,46160	1,974419	0,105109	0,815407
Maximum	6168.000	0,807312	0,789422	272482,0	36,37840	2,244585	22,86570
Minimum	0,016946	0,076894	0,000572	24,90280	0,025701	-0,160567	0,001900
Std. Dev.	402,3040	0,178757	0,190343	17772,90	3,223382	0,259218	2,940978
Skewness	15,23162	0,262536	0,700075	15,23169	6,084616	4,760979	4,090130
Kurtosis	233,0029	2,090783	2,750192	233,0043	56,56527	29,16181	22,85900
Jarque-Bera	527079,0	10,79411	19,80680	527085,2	29544,67	7589,601	4516,862
Probability	0.000000	0.004530	0.000050	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	6356,552	90,11125	65,90460	279179,3	670,4020	36,99282	423,2505
Sum Sq. Dev.	37872549	7,477233	8,477919	7,39E+10	2431,304	15,72336	2023,948
Observations	235	235	235	235	235	235	235

Sumber: *output Eviews 10*

Berdasarkan hasil pengujian statistik deskriptif untuk model penelitian (tabel 3) yang dihasilkan dari 235 observasi sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian 2016-2019, menunjukkan bahwa nilai perusahaan, yang diukur dengan *Tobins Q*, memiliki rata-rata 1,801. Artinya bahwa nilai perusahaan dikatakan baik apabila perusahaan menggunakan pembiayaan operasionalnya menggunakan utang baik utang

jangka Panjang dan jangka pendek. Selain itu hasil pengujian deskriptif menunjukkan bahwa ada 27 kurang lebih perusahaan menggunakan pembiayaan perusahaan menggunakan utang.

Penentuan Teknik Analisis Model Data Panel

a. Uji Chow

Uji Chow bertujuan untuk mengetahui apakah sebaiknya model menggunakan *fixed effect* atau *common effect*.

Ho: *Common Effect*

Ha: *Fixed Effect*

Apabila hasil probabilitas *chi-square* kurang dari 5%, maka ditolak. Sehingga, model menggunakan *fixed effect*. Hasil dari estimasi menggunakan efek spesifikasi *fixed* adalah sebagai berikut:

Tabel 4. Hasil tes Redundant Fixed Effect-Likelihood Ratio

Effect Test	Probabilitas
Cross-section F	0,00000
Cross-section Chi-square	0,00000

Sumber: *Output Eviews 10*

Kesimpulannya karena nilai probabilitasnya kurang dari 5% maka disimpulkan bahwa model penelitian lebih tepat menggunakan model *fixed effect*. Sehingga dilanjutkan dengan Uji Hausman.

b. Correlated Random Effect-Hausman Test

Uji ini bertujuan untuk mengetahui apakah model *random effect* lebih baik digunakan dari *fixed effect*.

Ho: *Random Effect*

Ha: *Fixed Effect*

Apabila hasil probabilitas *chi-square* lebih dari 5%, maka sebaiknya model menggunakan *random effect*. Hasil dari estimasi menggunakan efek spesifikasi *random* adalah sebagai berikut:

Tabel 5. Hasil uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Probabilitas
Cross-section random	132,591581	0,00000

Sumber: *Output Eviews 10*

Kesimpulannya adalah nilai Cross-section random memiliki Prob < 5% sehingga disimpulkan bahwa model yang tepat adalah *Fixed Effect* dibandingkan *Random Effect*.

Dari uji spesifikasi di atas, maka model sebaiknya menggunakan estimasi dengan *fixed effect*. Hasil estimasi model regresi data panel adalah sebagai berikut:

Tabel 6. Hasil Estimasi Model

Variabel	Koefisien	t-statistik	Probabilitas
C	3,499206	4,715523	0,0000
TDTE	-0,000365	-1,585632	0,1147

TDA	-3,335138	-1,844540	0,0669
DEBTMAT	-0,968949	-0,930747	0,3533
SIZE	-1,21E-06	-0,235799	0,8139
CR	-0,046138	-1,209083	0,2283
ROE	-0,029235	-0,041016	0,9673
R-squared	0,878369	Mean dependent var	1,801066
Adjusted R-squared	0,829571	S.D. dependent var	2,940978
F-statistic	18,00006	Durbin-Watson stat	1,986258
Prob (F-statistic)	0,000000		

Sumber: Output Eviews 10

Berdasarkan hasil regresi data panel disimpulkan bahwa pembiayaan perusahaan dengan *leverage* dan *debt maturity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (probabilitas 0,00000).

Hasil Uji Signifikansi

Uji F. Berdasarkan hasil analisis menggunakan *software Eviews 10*, diperoleh nilai F-hitung sebesar 18,0006 dan probabilitas F sebesar 0,0000. Dalam taraf signifikansi 10% disimpulkan bahwa maka uji F terbukti signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat. Variabel bebas yang terdiri dari pembiayaan perusahaan menggunakan *leverage* (utang jangka panjang) dan *debt maturity* (utang jangka pendek) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur.

Uji t. Hasil analisis uji t yang terdapat pada tabel 6. menunjukkan bahwa:

- d. Pengaruh pembiayaan perusahaan menggunakan total utang (proksi pengukuran TDTE dan TDA) menghasilkan hasil uji yang berbeda. Pembiayaan perusahaan menggunakan utang sebagai modal (TDTE) memberikan hasil tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai probabilitas lebih dari 10% (taraf signifikansi) yaitu 11,47%. Sedangkan pembiayaan perusahaan menggunakan utang yang diukur dengan *total debt assets* menunjukkan hasil positif terhadap nilai perusahaan, dengan nilai probabilitas kurang dari 10% (taraf signifikansi) yaitu 6,69%.
- e. Pembiayaan perusahaan yang menggunakan utang jatuh tempo (*debt maturity*) tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan nilai probabilitas lebih dari tingkat signifikansi 10%, yaitu 35,33%.
- f. Variabel kontrol dalam penelitian yang terdiri ukuran perusahaan, likuiditas, dan profitabilitas semuanya tidak ada yang terbukti

mempengaruhi secara positif nilai perusahaan manufaktur. Untuk ukuran perusahaan dibuktikan dengan nilai probabilitas melebihi tingkat signifikansi 10% yaitu 81,39%. Variabel kontrol likuiditas menghasilkan nilai probabilitas sebesar 22,83%, dimana lebih besar dari tingkat signifikansi 10%. Dan variabel kontrol profitabilitas juga dibuktikan dengan nilai probabilitas sebesar 96,73%, melebihi nilai dari tingkat signifikansi 10%.

Koefisien Determinasi (R²). Koefisien determinasi atau *goodness of fit* diperoleh angka sebesar 0,878369. Hal ini berarti bahwa kontribusi seluruh variabel bebas dalam menjelaskan variabel terikat sebesar 87,83%. Sisanya sebesar 12,17% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian.

PEMBAHASAN.

Analisis data panel pada penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh pembiayaan perusahaan manufaktur terhadap nilai perusahaan, dengan periode penelitian tahun 2016-2019. Dibawah ini hasil pengolahan data panel menggunakan model *fixed effect* dengan persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{TOBINSQ} = 3,47436 - 0,00037 \cdot \text{TDTE} - 3,59758 \cdot \text{TDA} - 0,42998 \cdot \text{DEBTMAT} - 1,56503e-06 \cdot \text{SIZE} - 0,04154 \cdot \text{CR} - 0,271680 \cdot \text{ROE}$$

Pada table 4.4 dan persamaan regresi data panel di atas dapat diketahui bahwa koefisien konstanta sebesar 3,47436. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat variabel sistematis lain yang juga mempengaruhi akan tetapi tidak masuk dalam model. Koefisien dari variabel-variabel tersebut secara akumulasi bernilai positif. Karena tidak masuk dalam model, angka-angka sistematis tersebut masuk ke dalam konstanta. Sehingga menyebabkan koefisien konstanta menjadi positif. Adapun variabel-variabel bebas dalam model yang mempengaruhi nilai perusahaan dijelaskan sebagai berikut:

4) Leverage

H1: *Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil uji regresi data panel menggunakan model *fixed effect* ditemukan hasil yang berbeda antara proksi pengukuran *leverage* yaitu *total debt to total equity* dan *total debt to total assets*. *Leverage* yang diukur proksi total debt to total equity menghasilkan bukti bahwa pembiayaan perusahaan dengan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur. Sehingga hipotesis satu tidak diterima. Hasil pengujian tersebut mendukung hasil penelitian Sisca (2016). Menurut Sisca (2016) investor besar kecilnya utang yang dimiliki perusahaan tidak terlalu diperhatikan karena investor lebih memperhatikan bagaimana pihak manajemen perusahaan menggunakan utang tersebut dengan efektif dan efisien untuk mengembangkan perusahaan dan mencapai nilai tambah bagi perusahaan. Senada dengan hasil penelitian Novari & Lestari (2016) yang membuktikan bahwa nilai *leverage* yang tinggi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, yang dikarenakan perusahaan dalam mendanai aktivanya cenderung menggunakan modal sendiri (*internal financing*) yang berasal dari laba ditahan dan modal saham daripada menggunakan utang. Kecukupan dana yang dimiliki perusahaan untuk membiayai aktivanya yang diperoleh dari modal sendiri membuat perusahaan mengurangi proporsi utangnya.

Pengukuran *leverage* yang diukur dengan *total debt to total assets* memberikan hasil uji yang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sehingga hipotesis satu diterima. Hasil uji tersebut mendukung hasil penelitian Hermuningsih (2013) yang melakukan penelitiannya di Indonesia, penambahan *leverage* memberikan sinyal positif bagi investor dan juga meningkatkan nilai perusahaan.

5) Debt maturity

H2 : *Debt maturity* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan hasil uji regresi data panel dibuktikan bahwa *debt maturity* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dengan nilai probabilitas 0,3533 lebih besar dari tingkat signifikansi 0,1. Alasannya proksi pengukuran utang jangka panjang terhadap total hutang tidak secara langsung berhubungan dengan nilai perusahaan. Dengan kata lain, nilai perusahaan tidak bergantung pada lamanya jatuh tempo hutang. Jatuh tempo yang lebih lama diyakini akan menjadi keuntungan karena melindungi peminjam dari fluktuasi suku bunga (Chaleeda *et al.*, 2019).

6) Variabel kontrol

Hasil regresi data panel menyimpulkan bahwa besar dan kecilnya suatu perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur. Artinya calon investor sangat memahami bahwa ukuran perusahaan tidak bisa digunakan sebagai jaminan bahwa perusahaan yang besar memiliki kinerja keuangan yang bagus karena perusahaan yang besar belum tentu didukung oleh pengelolaan yang bagus (Isbanah, 2015). Hasil ini sejalan dengan Talebria *et al.* (2010) dan Tambunan dan Prabwani (2018) yang juga menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Hasil regresi data panel juga menunjukkan likuiditas perusahaan tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal itu dikarenakan tingginya rasio likuiditas tidak selalu menjamin bahwa akan meningkatkan nilai perusahaan (Wulandari, 2019). Variabel kontrol profitabilitas terbukti tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut disebabkan karena calon investor ketika akan berinvestasi tidak menilai perusahaan dalam kondisi baik melalui profit/ keuntungan yang diperoleh perusahaan, tetapi ada faktor lainnya seperti aktivitas *corporate social responsibility* yang dilakukan perusahaan.

KESIMPULAN

- 4) Pembiayaan perusahaan menggunakan utang sesuai hasil uji regresi data panel tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Alasannya sesuai laporan tahunan yang diperoleh peneliti menemukan bahwa perusahaan manufaktur hanya 30% menggunakan utang sebagai pembiayaan perusahaannya dibandingkan dalam bentuk saham. Hal tersebut yang membuat pembiayaan perusahaan dengan utang tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- 5) Pembiayaan perusahaan menggunakan utang jatuh tempo/ *debt maturity* tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan berdasarkan hasil uji regresi data panel. Alasannya adalah karena rata-rata perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia, hanya 28 % saja menggunakan utang jatuh tempo sebagai pembiayaan modal perusahaan,

selebihnya menggunakan saham atau laba ditahan untuk pembiayaan perusahaan.

- 6) Hasil regresi data panel menyimpulkan bahwa besar dan kecilnya suatu perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur. Artinya calon investor sangat memahami bahwa ukuran perusahaan tidak bisa digunakan sebagai jaminan bahwa perusahaan yang besar memiliki kinerja keuangan yang bagus karena perusahaan yang besar belum tentu didukung oleh pengelolaan yang bagus (Isbanah, 2015). Hasil ini sejalan dengan Talebria *et al.* (2010) dan Tambunan dan Prabwani (2018) yang juga menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan. Hasil regresi data panel juga menunjukkan likuiditas perusahaan tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal itu dikarenakan tingginya rasio likuiditas tidak selalu menjamin bahwa akan meningkatkan nilai perusahaan (Wulandari, 2019).

Saran. Saran yang diberikan dalam penelitian ini adalah peneliti selanjutnya dapat mengambil sampel penelitian non manufaktur seperti perbankan. Peneliti selanjutnya dapat mengganti pengukuran nilai perusahaan dari *tobins q* menjadi *price earning ratio (PER)* atau *price to book value (PBV)*.

DAFTAR REFERENSI

- Asif, A., & Aziz, B. (2016). Impact of Capital Structure on Firm Value Creation-Evidence from the Cement Sector of Pakistan. *International Journal of Research in Finance and Marketing*, 6(6), 231-245. Retrieved from <http://euroasiapub.org/wp-content/uploads/2016/09/19FMJune-3764-1.pdf>
- Barclay, M. J., & Smith Jr, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *the Journal of Finance*, 50(2), 609-631.
- Berlin, Mitchell. (2006). Debt Maturity: What Do Economists Say? What Do CFOs Say? *Business Review*, (Q1), 3-10. Retrieved from https://www.philadelphiafed.org/-/media/research-and-data/publications/business-review/2006/q1/Q1_06_DebtMaturity.pdf
- Brigham, E. F. dan J. Houston. (2006). *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Salemba Empat. Jakarta.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. (2012). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Edisi XI*. Jakarta: Salemba Empat
- Brigham, E.F. and L.C. Gapenski. (2006). *Intermediate Financial Management. 7th edition*. SeaHarbor Drive: The Dryden Press.
- Chaleeda, Md. Aminul Islam, Tunku Salha Tunku Ahmad & Anas Najeeb Mosa Ghazalat. (2019). The Effects of Corporate Financing Decisions on Firm Value in Bursa Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 11(3), 127-135. <https://doi.org/10.5539/ijef.v11n3p127>
- Cheng, M. C., & Tzeng, Z. C. (2011). The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect. *World Journal of Management*, 3(2), 30-53. Retrieved from

<https://pdfs.semanticscholar.org/1ad9/48e3e6bb3c74e0128a91f1f3c89b2a12e75b.pdf>.

- Daud, W. M. N. W., Norwani, N. M., Mansor, A. A., & Endut, W. A. (2016). Does financing decision influence corporate performance in Malaysia? *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(3), 1165-1171. Retrieved from <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/2332>
- Ekananda, Mahyus. (2016). *Analisis Ekonometrika Data Panel Edisi 2*. Jakarta: Mitra Wacana Media
- Ehikioya, Benjamin. (2009). Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence from Nigeria. *Research Scholar based at the School of Management*, 9(3), 231-243. <https://doi.org/10.1108/14720700910964307>
- Fajaria, A.Z & Isnalita. (2018). The Effect of Profitability, Liquidity, Leverage and Firm Growth of Firm Value with its Dividend Policy as a Moderating Variable. *International Journal of Managerial Studies and Research*, 6(10), 55-69. <http://dx.doi.org/10.20431/2349-0349.0610005>
- Fan, J. P. H., Titman, S., & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), 23-56. <https://doi.org/10.1017/S0022109011000597>
- Farooq, Muhammad Azhar & Ahsan Masood. (2016). Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(9), 73-77. Retrieved from <https://www.iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/30307>
- Hermuningsih, Sri. (2013). Profitability, Growth Opportunity, Capital Structure and the Firm Value. *Bulletin of Monetary, Economics, and Banking*. 115-136. <https://doi.org/10.21098/bemp.v16i2.440>
- Gujarati Damodar and Dawn Porter. (2015). *Dasar-dasar Ekonometrika Buku 2, Edisi 5*. Jakarta : Salemba Empat.
- Gultom, C.M., & Syarif, F. (2009). Pengaruh Kebijakan Leverage, Kebijakan Deviden, dan Earning Per Share Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi* 47
- Isbanah, Y. (2015). Pengaruh ESOP, leverage, and ukuran perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan di bursa efek Indonesia. *Journal of Research in Economics and Management*, 15(1), 28-41. <https://doi.org/10.17970/jrem.15.150103.ID>
- Jamal, Surayya, Naveed & Beenish Malik. (2020). Impact of Debt Maturity on Firm Performance Evidence from Pakistan. *International Journal of Business and Management Sciences*, 1(1), 65-75. Retrieved from <https://www.semanticscholar.org/paper/Impact-of-Debt-Maturity-on-Firm->

Performance-from-Jamal-

Naveed/aa591d0685213a836474e0b14563c19b6fdd9227?p2df

- Jiraporn, P., & Liu, Y. (2008). Capital Structure, Staggered Boards, and Firm Value. *Financial Analysts Journal*, 64(1), 49-60. <https://doi.org/10.2469/faj.v64.n1.7>
- Kasmir. (2014). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Pers
- Kodongo, O., Mokoaleli-Mokoteli, T., & Maina, L. N. (2015). Capital Structure, Profitability And Firm Value: Panel Evidence Of Listed Firms In Kenya. *The African Finance Journal*, 17(1), 1-20. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2465422>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Nimalathan, Balasundaram & Valeriu Brabete. (2010). Capital Structure and Its Impact on Profitability A Study of Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka. *Revista Tinerilor Economisti (The Young Economists Journal)*, 1(15), 7-16, Retrieved from <https://EconPapers.repec.org/RePEc:aio:rteyej:v:1:y:2010:i:10:p:7-16>
- Novari, Putu Mikhy & Putu Vivi Lestari. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Properti dan Real Estate. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(9), 5671-5694. Retrieved from <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/22690>
- Octaviana, Lisa Tyas, Sri Hasnawati, & Ernie Hendrawaty. (2019). The Analysis Effect of Leverage, Asymmetric Information and Corporate Governance to Firm Value in Manufacture Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics, Business and Entrepreneurship*, 2(1), 89-96. Retrieved from <https://new.feb.unila.ac.id/journal/index.php/ijebe/article/view/49>
- Ozkan, Aydin. (2000). An empirical analysis of corporate debt maturity structure. *European Financial Management*, 6(2), 197-212. <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00120>
- Orman, C., & Köksal, B. (2017). Debt Maturity across Firm Types: Evidence from a Major Developing Economy. *Emerging Markets Review*, 30, 169-199. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.12.001>
- Rashid, M., Nor, F. M., & Ibrahim, I. (2013). Evidence of dividend catering theory in Malaysia: Implications for investor sentiment. *Contemporary Economics*, 7(4), 99-110. <https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.125>
- Salvatore, Dominick. (2011). *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global: Buku 1 Edisi kelima*. Jakarta: Salemba Empat
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 65 (ICIBSoS). 156-166. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.105>
- Sisca. (2016). Pengaruh Leverage, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating Perusahaan

- Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2014. *Jurnal SULTANIST*, 4(1), 1-9. <https://doi.org/10.37403/sultanist.v4i1.58>
- Smithers. Andrew dan Wright. Stephen. (2007). *Valuing Wall Street*, McGraw Hill.
- Suaidah, Riski & Nurzi Sebrina. (2020). Pengaruh Kualitas Pelaporan Keuangan dan Tingkat Jatuh Tempo Utang Terhadap Efisiensi Investasi. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 2(2). 2693-2710. Retrieved from <http://jea.ppj.unp.ac.id/index.php/jea/issue/view/23>
- Sudiyatno, Bambang & Elen Puspitasari. (2010). Tobin'sq and Altman z-score as an indicator of business performance measurement. *Scientific Journal of Accounting Research*, 2 (1). 9-21. Retrieved from <https://www.unisbank.ac.id/ojs/index.php/fe4/article/view/223>
- Sutama, Dedi Rossidi & Erna Lisa. (2018). Pengaruh Leverage dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Sains Manajemen & Akuntansi*, 10(1). 21-39. Retrieved from <http://jsma.stan-im.ac.id/wp-content/uploads/2018/07/03-Dedi-R.pdf>
- Tan, S. L., & Hamid, N. I. N. A. (2016). Capital Structure and Performance of Malaysia Plantation Sector. *Journal of Advanced Research in Social and Behavioural Sciences*, 3(1), 34-45. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/330724831_Capital_Structure_and_Performance_of_Malaysia_Plantation_Sector
- Tahir, I. M., & Razali, A. R. (2011). the Relationship Between Enterprise Risk Management (Erm) and Firm Value: Evidence from Malaysian Public Listed Companies. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(2), 32-41. Retrieved from <http://free-journal.umm.ac.id/files/file/the-relationship-between-enterprise-risk-management-erm-and-firm-value-evidence-from-malaysian-public-listed-companies-2162-6359-1-014.pdf>
- Talebria, Ghodrattallah, Mahdi Salehi, Hashem Valipour, and Shahram Shafee. (2010). Empirical Study of the Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: Some Evidence of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Sustainable Development*, 3 (2), 264-270. <http://dx.doi.org/10.5539/jsd.v3n2p264>
- Tambunan, Jessica T.A. dan Bulan Prabawani. (2018). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur Sektor Aneka Industri Tahun 2012-2016). *Jurnal Ilmu Administrasi Bisnis*, 7(2), 130-140. <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/jiab/article/view/20329>.
- Twairesh, A. E. M. (2014). The Impact of Capital Structure on Firm's Performance Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 4(2), 183-193. Retrieved from https://ideas.repec.org/a/spt/apfiba/v4y2014i2f4_2_12.html
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2016). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*.

<https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.10.014>

Wang, T. (2015). *Capital Structure, Debt Tax Shield, and Firm Value: A Propensity Score Matching Approach*. Tufts University. Retrieved from <http://hdl.handle.net/10427/012082>

Wiagustini. (2010). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Cetakan Pertama. Denpasar. Udayana University Press

Wulandari, Lina. (2019). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Tingkat Hutang, dan Likuiditas Terhadap Kinerja Perusahaan. *Volatilitas*, 1(3).1-12. <http://ejournal.umpwr.ac.id/index.php/volatilitas/article/view/6216/5494>