



**ANALISIS SIMULTANITAS KEBLIJAKAN HUTANG DAN NILAI
PERUSAHAAN DENGAN PENDEKATAN STRUKTUR
KEUANGAN PERUSAHAAN *AUTOMOTIVE
AND COMPONENTS* DI INDONESIA**

SKRIPSI

Diajukan Untuk Memenuhi Persyaratan Ujian
Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi Pada Fakultas Sosial Sains
Universitas Pembangunan Panca Budi

Oleh :

ASMAWANDI

1415310139

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN
FAKULTAS SOSIAL SAINS
UNIVERSITAS PEMBANGUNAN PANCA BUDI
MEDAN
2019**

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan apakah ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik analisis data yang digunakan adalah metode kuantitatif dengan dukungan model Regresi Linear Berganda, Analisis Simultan dan Regresi Panel yang digunakan sebagai alat analisis prediksi serta dengan bantuan program *eviews 10*. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dan pengambilan sampel didasarkan pada kriteria, sehingga sampel sebanyak 11 perusahaan. Pengambilan data sekunder dengan menggunakan studi dokumentasi laporan keuangan dari tahun 2014 sampai 2017. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Kata Kunci : Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Sales Growth, Return On Asset, Return On Equity, Kepemilikan Manajerial Dan Nilai Perusahaan

ABSTRACT

The purpose of this study is to determine whether firm size, liquidity, sales growth, return on assets, return on equity and managerial ownership simultaneously affect the debt policy of automotive and components companies listed on the Indonesia Stock Exchange and whether the company size, liquidity, sales growth, return on assets, return on equity and managerial ownership simultaneously affect the value of the company in automotive and components companies listed on the Indonesia Stock Exchange. Data analysis techniques used are quantitative methods with the support of Multiple Linear Regression models, Simultaneous Analysis and Panel Regression which is used as a predictive analysis tool and with the help of programs reviews 10. The population in this study were all automotive and components companies listed on the Indonesia Stock Exchange, and sampling are based on criteria, so the sample are 11 companies. Secondary data retrieval by using financial report documentation studies from 2014 to 2017. The results showed that company size, liquidity, sales growth, return on assets, return on equity and managerial ownership simultaneously had a significant effect on debt policy in automotive and component companies that listed on the Indonesia Stock Exchange. While company size, liquidity, sales growth, return on assets, return on equity and managerial ownership simultaneously do not have a significant effect on the value of the company in automotive and components companies listed on the Indonesia Stock Exchange.

Keywords : Firm Size, Liquidity, Sales Growth, Return On Assets, Return On Equity, Managerial Ownership and Corporate Value

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, puji dan syukur penulis ucapkan kehadirat Allah Subhanahu wa ta'ala yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “**Analisis Simultanitas Kebijakan Hutang Dan Nilai Perusahaan Dengan Pendekatan Struktur Keuangan Perusahaan *Automotive And Components* di Indonesia**” sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi S1 Universitas Pembangunan Panca Budi. Shalawat serta salam penulis hadiahkan kepada junjungan kita Nabi Besar Muhammad Shallallahu ‘alaihi wasallam sebagai pembawa rahmat, petunjuk kepada Umat manusia. Semoga kita mendapat syafa’at dari Beliau di akhirat kelak.

Penulis telah banyak mendapat bimbingan, nasihat dan dorongan dari berbagai pihak selama perkuliahan hingga penulisan skripsi ini. Penulis ingin menyampaikan terimakasih yang sebesar besarnya kepada :

1. Bapak Dr. H. Muhammad Isa Indrawan S.E., M.M., selaku Rektor Universitas Pembangunan Panca Budi.
2. Ibu Dr. Surya Nita, S.H., M.Hum., selaku Dekan Fakultas Sosial Sains Universitas Pembangunan Panca Budi.
3. Ibu Nurafrina Siregar, S.E., M.Si., selaku Ketua Program Studi Manajemen Fakultas Sosial Sains Universitas Pembangunan Panca Budi.
4. Bapak Dr. Rusiadi, S.E., M.Si., selaku Dosen Pembimbing I yang telah meluangkan waktu untuk memberi arahan dan bimbingan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik.

5. Bapak Irawan, S.E., M.Si., selaku Dosen Pembimbing II yang telah memberikan arahan dan bimbingan mengenai ketentuan penulisan skripsi sehingga skripsi ini dapat tersusun dengan rapi dan sistematis.
6. Yang tercinta kedua orang tua penulis yakni Ayahanda Asmawadi dan Ibunda Ernawati serta seluruh keluarga yang telah memberikan bantuan baik moril maupun materil kepada penulis.
7. Kepada seluruh keluargaku yaitu Asmawati (Kakak), Asmawardani (Abang), Asmawardana (Kakak), Paiman (Kakek), Alm. Poniem (Nenek), terima kasih atas dorongan semangat dan kebersamaan yang tidak terlupakan.
8. Kepada seluruh teman-teman kampusku yaitu Wahyu Al Amin, Dicky Satria, Ade Suhendra, Tri Hardianti dan masih banyak lagi yang belum saya sebutkan. Terima kasih atas dorongan semangat dan kebersamaan yang tidak terlupakan.
9. Kepada teman-temanku yang lain Zulkarnain, Mustika Rahayu, Hendra Gunawan, Dita Amelia, terima kasih atas dukungan semangatnya.

Penulis menyadari masih banyak kekurangan dalam penulisan skripsi ini yang disebabkan keterbatasan pengetahuan dan pengalaman. Semoga skripsi ini bermanfaat bagi para pembaca. Terimakasih.

Medan, 10 Oktober 2018

Penulis

Asmawandi

1415310139

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	
HALAMAN PENGESAHAN.....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN	iii
HALAMAN PERNYATAAN	iv
ABSTRAK	v
ABSTRACT	vi
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiv
BAB I PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Identifikasi dan Batasan Masalah	12
C. Rumusan Masalah.....	14
D. Tujuan dan Manfaat Penelitian	15
E. Keaslian Penelitian.....	17
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
A. Landasan Teori.....	20
1. <i>Firm Size</i>	20
2. Likuiditas	21
3. <i>Sales Growth</i>	22
4. Profitabilitas	24
5. Kepemilikan Manajerial.....	25
6. Kebijakan Hutang	26
7. Nilai Perusahaan	39
B. Penelitian Terdahulu	41
C. Kerangka Konseptual.....	46
D. Hipotesis	54
BAB III METODE PENELITIAN	
A. Pendekatan Penelitian	57
B. Lokasi dan Waktu Penelitian	57
C. Definisi Operasional Variabel.....	58
D. Populasi dan Sampel/Jenis dan Sumber Data	60
E. Teknik Pengumpulan Data.....	61
F. Teknik Analisis Data.....	62

BAB IV	HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
	A. Hasil Penelitian	83
	1. Deskripsi Objek Penelitian	83
	2. Statistik Deskriptif	84
	3. Regresi Linier Berganda	87
	4. Uji Kesesuaian (<i>Test Goodness Of Fit</i>)	90
	5. Analisa 2SLS (<i>Two Stage Least Square</i>) Dengan Model Analisis Simultan.....	97
	6. Metode Analisis <i>Autoregressive Distributed Lag (ARDL)</i>	107
	B. Pembahasan.....	133
	B.1. Pembahasan Hasil Uji Parsial (<i>Ordinal Last Square</i>).	133
	1. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan.....	133
	2. Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan.....	134
	3. Pengaruh <i>Sales Growth</i> Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan.....	136
	4. Pengaruh <i>Return On Asset</i> Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan.....	137
	5. Pengaruh <i>Return On Equity</i> Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan.....	139
	6. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan	140
	B.2. Pembahasan Hasil Uji Metode 2SLS (<i>Simultan</i>)	142
	a. Pengaruh Simultan Persamaan 1 : Kebijakan Hutang.....	142
	b. Pengaruh Simultan Persamaan 2 : dan Nilai Perusahaan	143
	B.2. Pembahasan Hasil Metode ARDL	145
	1. Pengaruh Analisis <i>Autogressive Distributed Lag</i> (ARDL) terhadap Kebijakan Hutang	145
	2. Pengaruh Analisis <i>Autogressive Distributed Lag</i> (ARDL) terhadap Nilai Perusahaan	148
BAB V	KESIMPULAN DAN SARAN	
	A. Kesimpulan	154
	B. Saran	160

DAFTAR PUSTAKA
LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Mapping Penelitian Terdahulu.....	41
Tabel 3.1 Skedul Proses Penelitian	57
Tabel 3.2 Operasionalisasi Variabel	58
Tabel 3.3 Sampel Perusahaan	60
Tabel 4.1 Deskriptif Statistik	84
Tabel 4.2 Regresi Linier Berganda Kebijakan Hutang	87
Tabel 4.3 Regresi Linier Berganda Nilai Perusahaan	89
Tabel 4.4 Uji F (Serentak) Kebijakan Hutang	90
Tabel 4.5 Uji F (Serentak) Nilai Perusahaan	91
Tabel 4.6 Uji Parsial Kebijakan Hutang	92
Tabel 4.7 Uji Parsial Nilai Perusahaan	94
Tabel 4.8 Koefisien Determinasi Kebijakan Hutang	96
Tabel 4.9 Koefisien Determinasi Nilai Perusahaan	96
Tabel 4.10 Analisis 2SLS (<i>Two Stage Least Square</i>) dengan Model Analisis Simultan Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan	97
Tabel 4.11 Uji Normalitas.....	103
Tabel 4.12 Uji Autokorelasi	104
Tabel 4.13 Uji Stasioneritas/Uji Unit Root.....	107
Tabel 4.14 Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER).....	109
Tabel 4.15 Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. ASII.....	110
Tabel 4.16 Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. AUTO ...	111
Tabel 4.17 Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. BRAM...	112
Tabel 4.18 Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. GDYR ...	113
Tabel 4.19 Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. GJTL	114
Tabel 4.20 Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. IMAS	115
Tabel 4.21 Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. INDS	116
Tabel 4.22 Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. MASA...	117
Tabel 4.23 Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. NIPS	118
Tabel 4.24 Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. PRAS	119
Tabel 4.25 Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. SMSM...	120

Tabel 4.26	Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV).....	121
Tabel 4.27	Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. ASII.....	122
Tabel 4.28	Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. AUTO.....	123
Tabel 4.29	Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. BRAM.....	124
Tabel 4.30	Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. GDYR.....	125
Tabel 4.31	Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. GJTL.....	126
Tabel 4.32	Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. IMAS.....	127
Tabel 4.33	Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. INDS.....	128
Tabel 4.34	Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. MASA.....	129
Tabel 4.35	Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. NIPS.....	130
Tabel 4.36	Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. PRAS.....	131
Tabel 4.37	Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. SMSM.....	131

DAFTAR GAMBAR

Halaman

Gambar 1.1 Grafik Rata-Rata <i>Price to book value</i> (PBV) perusahaan <i>Automotive and Components</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017	2
Gambar 1.2 Grafik Rata-Rata Ukuran Perusahaan pada perusahaan <i>Automotive and Components</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017	3
Gambar 1.3 Grafik Rata-Rata <i>Current Ratio</i> pada perusahaan <i>Automotive and Components</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017	5
Gambar 1.4 Grafik Rata-Rata <i>Sales Growth</i> pada perusahaan <i>Automotive and Components</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017	6
Gambar 1.5 Grafik Rata-Rata <i>Return On Asset</i> pada perusahaan <i>Automotive and Components</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017	7
Gambar 1.6 Grafik Rata-Rata <i>Return On Equity</i> pada perusahaan <i>Automotive and Components</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017	8
Gambar 1.7 Grafik Rata-Rata Kepemilikan Manajerial pada perusahaan <i>Automotive and Components</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017	9
Gambar 1.8 Grafik Rata-Rata <i>Debt to Equity Ratio</i> pada perusahaan <i>Automotive and Components</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017	11
Gambar 2.1 OLS (Ordinary Least Square) Dengan Model Analisis	51
Gambar 2.2 Kerangka Konseptual Regresi Panel	52
Gambar 2.3 Kerangka Konseptual Simultan.....	54

BAB I

PENDAHULUAN

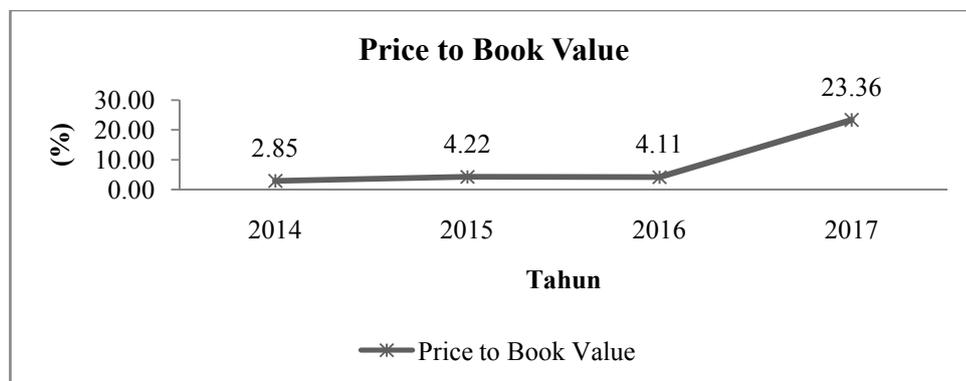
A. Latar Belakang Masalah

Perkembangan perekonomian yang semakin pesat, memicu masyarakat untuk menerapkan pengelolaan kekayaan yang lebih menguntungkan, salah satunya dengan merambah ke dunia pasar modal. Dari semua investor yang terdaftar di perusahaan *Automotive and Components* di Indonesia, tidak semuanya ahli dalam investasi di pasar modal. Ada banyak orang baru atau pemula yang ingin mendapatkan keuntungan dari investasi dipasar modal. Kebanyakan orang ingin segera mendapatkan keuntungan yang besar, misalnya dengan membeli saham yang harganya dapat meningkat dengan cepat. Banyak investor, dalam perdagangan saham membeli atau “*trading* saham” hanya karena menurut mereka saham itu menarik, karena sahamnya sedang ramai diperjual belikan, *chart*nya yang sedang naik, harganya yang murah, atau lain sebagainya tanpa menghiraukan faktor lainnya.

Perusahaan yang baik untuk investasi saham adalah perusahaan memiliki faktor fundamental yang bagus karena faktor fundamental merupakan cerminan dari kondisi keuangan perusahaan. Tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan nilai perusahaan (Salvatore, 2015). Nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh kemakmuran pemegang saham (Brigham, 2014). Semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Setiap pemilik perusahaan akan selalu menunjukkan kepada calon investor bahwa perusahaan mereka tepat sebagai alternatif investasi, maka pemilik perusahaan akan

menampilkan sinyal yang baik tentang nilai perusahaan. Sedangkan nilai perusahaan bagi perusahaan yang sudah *go public*, dapat ditentukan oleh mekanisme permintaan dan penawaran di bursa, yang tercermin dari *listing price* (Karnadi, 2013).

Menurut Brigham (2014), nilai perusahaan dapat menggambarkan keadaan perusahaan. Dengan baiknya nilai perusahaan maka perusahaan akan dipandang baik oleh para calon investor, demikian pula sebaliknya. Perusahaan yang “bernilai” menunjukkan kinerja perusahaan yang baik. Baik buruknya sebuah perusahaan dipengaruhi oleh pengelolaan perusahaan itu sendiri. Pihak manajemen perusahaan akan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tentunya akan meningkatkan nilai kemakmuran pemegang saham, dimana nilai perusahaan diukur dengan *price to book value* (PBV).

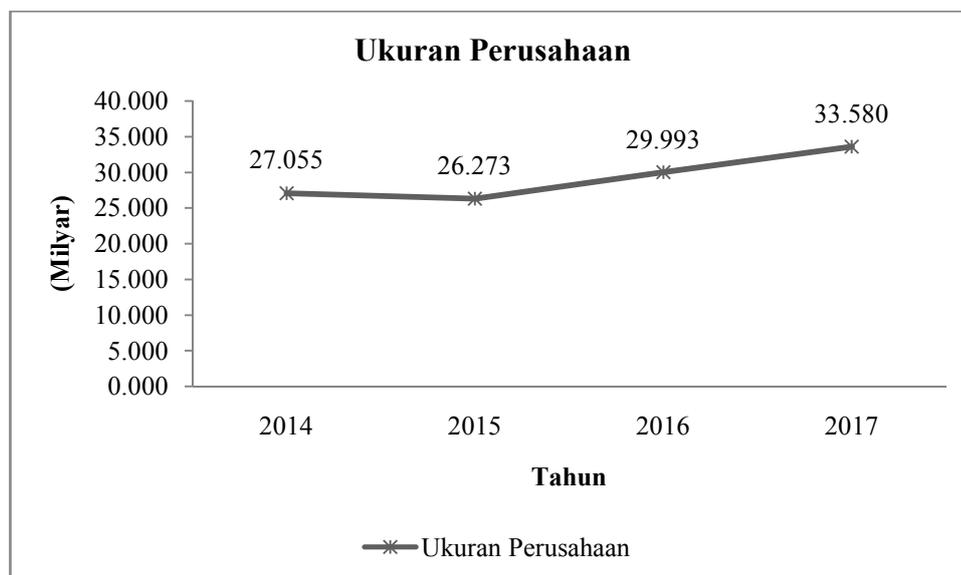


Gambar 1.1. Grafik Rata-Rata *Price to book value* (PBV) perusahaan *Automotive and Components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017

Sumber : www.idx.co.id

Pada gambar 1.1 diatas diketahui rata-rata perkembangan nilai perusahaan tahun 2014-2017, dimana rata-rata perkembangan PBV mengalami penurunan pada tahun 2016 sebesar 4.11% dari tahun sebelumnya. Menurunnya nilai perusahaan berdampak pada menurunnya kesejahteraan pemegang saham.

Terdapat faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan di dalam penelitian ini yaitu ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity*, kepemilikan manajerial dan struktur modal. Menurut Suwito (2015), ukuran perusahaan pada dasarnya adalah pengelompokan perusahaan kedalam beberapa kelompok, diantaranya perusahaan besar, sedang dan kecil. Semakin besar ukuran perusahaan mencerminkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana arus kas sudah positif dan dianggap memiliki prospek dalam jangka waktu yang relatif lama. Perusahaan besar dijadikan sinyal positif oleh investor karena dianggap mampu memberikan tingkat pengembalian investasi yang lebih besar ketimbang perusahaan kecil. Semakin banyak investor berinvestasi maka semakin banyak pula dana yang digunakan untuk membiayai perusahaan yang diharapkan dapat meraih keuntungan yang banyak sehingga harga saham naik dan nilai perusahaan akan naik. Dengan demikian, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.



Gambar 1.2. Grafik Rata-Rata Ukuran Perusahaan pada perusahaan Automotive and Components yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017

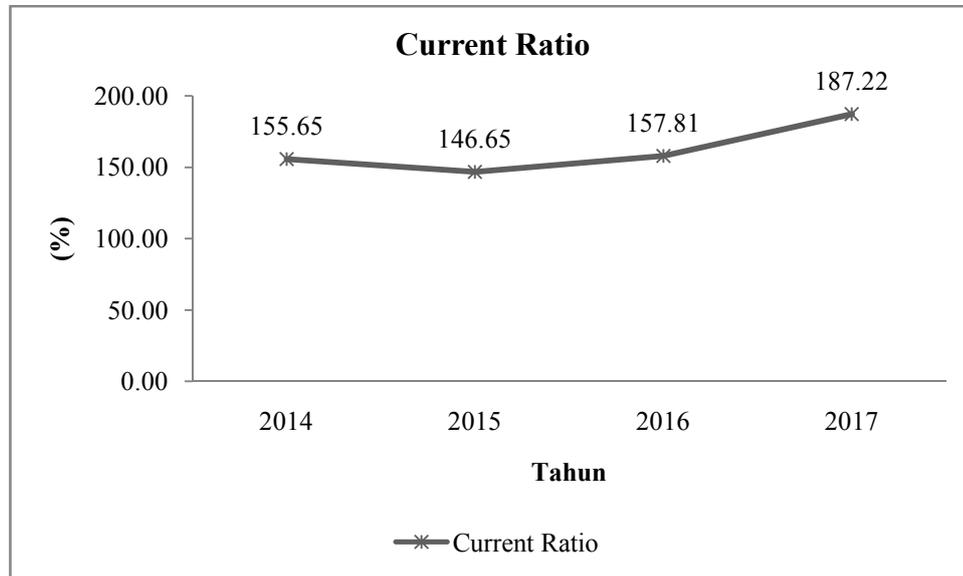
Sumber : www.idx.co.id

Pada gambar 1.2 diatas diketahui rata-rata perkembangan ukuran perusahaan tahun 2014-2017, dimana rata-rata perkembangan ukuran perusahaan mengalami penurunan pada tahun 2015 sebesar 26.273 Millyar dari tahun sebelumnya yang berdampak pada sulitnya perusahaan memperoleh dana dari pasar modal. Menurunnya ukuran perusahaan disebabkan kecilnya total aktiva, kecilnya hasil penjualan dan kecilnya kapasitas pasar.

Menurut Riyanto (2014), likuiditas adalah masalah yang berhubungan dengan masalah kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang segera harus dipenuhi. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang baik berarti memiliki tingkat risiko yang kecil karena perusahaan tersebut mampu memenuhi kewajibannya dengan baik, banyak dana tersedia bagi perusahaan untuk membayar dividen, membiayai operasi dan investasinya. Semakin likuid suatu perusahaan akan semakin mudah dalam memperoleh pinjaman utang, karena kreditur akan merasa semakin aman karena apabila terjadi gagal bayar perusahaan tersebut mempunyai aktiva yang mudah untuk diuangkan.

Jadi, ketika investor melihat tingkat likuiditas yang baik akan memberikan sinyal positif kepada perusahaan. Dengan demikian, likuiditas yang tinggi berarti saham banyak diminati investor dan itu akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan semakin likuidnya sebuah perusahaan akan menambah ketertarikan investor untuk investasi di perusahaan tersebut. Rasio likuiditas yang tinggi akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut, dimana rasio tersebut diukur dengan menggunakan *current ratio* (CR). Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai saham yang lebih besar dari pada nilai yang tercatat pada neraca perusahaan,

maka likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dimana tingginya permintaan saham akan mempengaruhi nilai perusahaan.



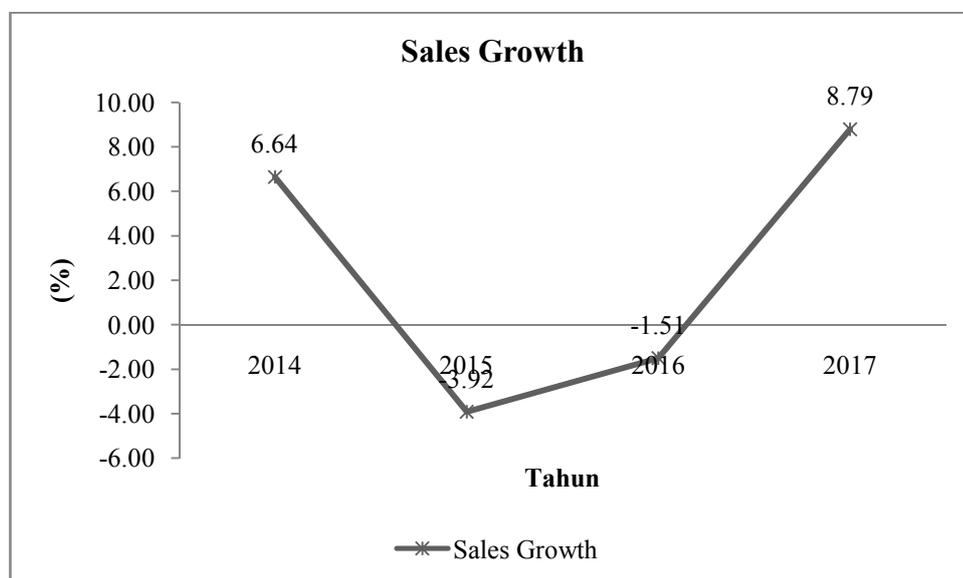
Gambar 1.3. Grafik Rata-Rata *Current Ratio* pada perusahaan *Automotive and Components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017

Sumber : www.idx.co.id

Pada gambar 1.3 diatas diketahui rata-rata perkembangan likuiditas tahun 2014-2017, dimana rata-rata perkembangan *current ratio* mengalami penurunan pada tahun 2015 sebesar 146.65% dari tahun sebelumnya yang berdampak pada tingkat risiko yang besar karena perusahaan tersebut tidak mampu memenuhi kewajibannya dengan baik.

Menurut Dharmesta (2013), pertumbuhan atas penjualan merupakan indikator penting dari penerimaan pasar dari produk dan jasa perusahaan tersebut, dimana pendapatan yang dihasilkan dari penjualan akan dapat digunakan untuk mengukur tingkat pertumbuhan penjualan. Pertumbuhan penjualan yang baik merupakan indikator penerimaan pasar dari produk dan jasa perusahaan tersebut. Semakin tinggi pertumbuhan penjualan dari periode ke periode maka akan menjamin keberlangsungan perusahaan tersebut. Suatu perusahaan tidak akan berjalan tanpa

adanya sistem penjualan yang baik. Penjualan merupakan ujung tombak dari suatu perusahaan. Semakin besar penjualan maka semakin besar keuntungan. Investor pun akan tertarik menanamkan modalnya pada perusahaan yang penjualannya terus berkembang. Hal ini menjadi daya tarik investor untuk memiliki saham perusahaan. Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai saham yang lebih besar dari pada nilai yang tercatat pada neraca perusahaan, karena banyak investor beranggapan perusahaan tersebut mempunyai nilai dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi.

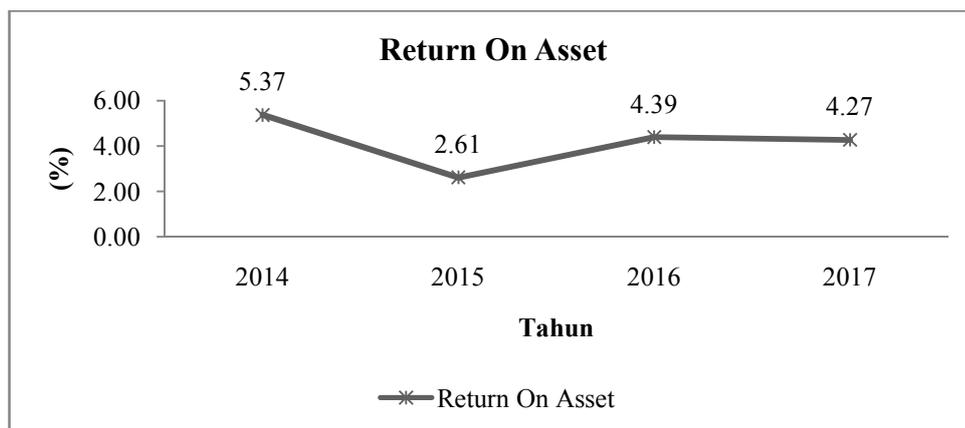


Gambar 1.4. Grafik Rata-Rata *Sales Growth* pada perusahaan *Automotive and Components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017

Sumber : www.idx.co.id

Pada gambar 1.4 diatas diketahui rata-rata perkembangan *sales growth* tahun 2014-2017, dimana rata-rata perkembangan *sales growth* mengalami penurunan pada tahun 2015 sebesar -3.92% dari tahun sebelumnya yang berdampak pada investor yang tidak akan tertarik menanamkan modalnya pada perusahaan yang penjualannya menurun.

Menurut Kasmir (2011), rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba, dimana di dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *return on asset* (ROA). Laba diperoleh perusahaan berasal dari penjualan dan investasi yang dilakukan perusahaan. Profitabilitas yang tinggi akan memberikan sinyal positif bagi investor bahwa perusahaan berada dalam kondisi yang menguntungkan. Hal ini menjadi daya tarik investor untuk memiliki saham perusahaan. Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai saham yang lebih besar dari pada nilai yang tercatat pada neraca perusahaan. Dengan demikian maka profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

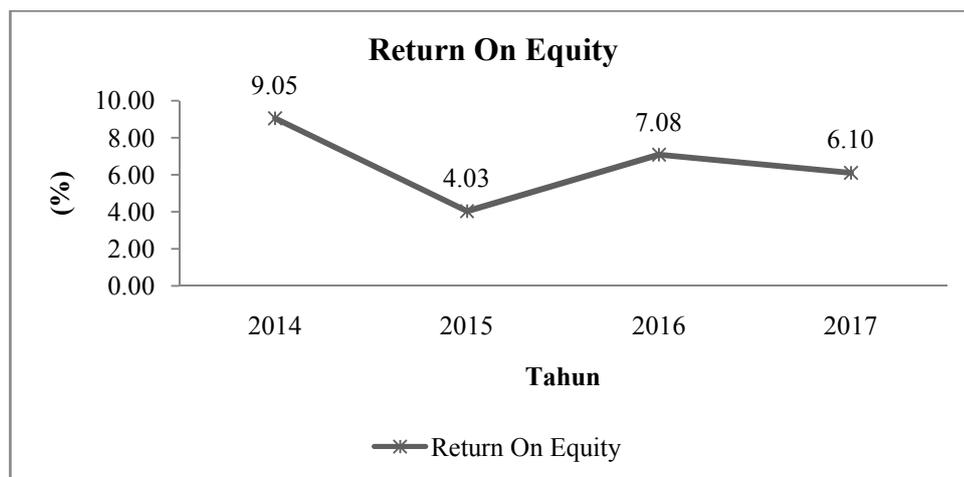


Gambar 1.5. Grafik Rata-Rata *Return On Asset* pada perusahaan *Automotive and Components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017

Sumber : www.idx.co.id

Pada gambar 1.5 diatas diketahui rata-rata perkembangan *return on asset* tahun 2014-2017, dimana rata-rata perkembangan *return on asset* mengalami penurunan pada tahun 2015 sebesar 2.61% dan tahun 2017 sebesar 4.27% dari tahun sebelumnya hal ini akan memberikan sinyal negatif bagi investor bahwa perusahaan berada dalam kondisi yang tidak menguntungkan.

Profitability dapat dihitung dengan ROE (*return on equity*). Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi bagi dari modal. Dengan rasio profitabilitas yang tinggi yang dimiliki sebuah perusahaan akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya diperusahaan (Mardiyanto, 2015:38). Penambahan modal asing atau modal sendiri tentunya akan mempunyai dampak bagi profitabilitas modal sendiri tersebut. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menggunakan hutang yang lebih kecil karena perusahaan mampu menyediakan dana yang cukup melalui laba ditahan, selain itu karena pembayaran bunga merupakan pengurangan pajak maka semakin tinggi tingkat pajak perusahaan. Maka dengan meningkatnya profitabilitas akan berdampak positif pada nilai perusahaan.



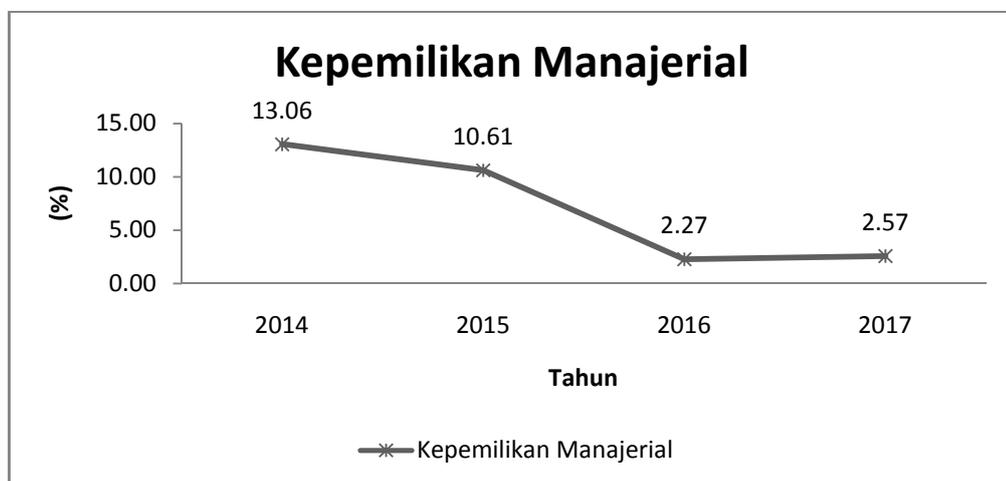
Gambar 1.6. Grafik Rata-Rata *Return On Equity* pada perusahaan *Automotive and Components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017

Sumber : www.idx.co.id

Pada gambar 1.6 diatas diketahui rata-rata perkembangan *return on equity* tahun 2014-2017, dimana rata-rata perkembangan *return on equity* mengalami penurunan pada tahun 2015 sebesar 4.03% dan tahun 2017 sebesar 6.10% dari

tahun sebelumnya yang berdampak mengurangnya total *revenues* dan penurunan modal. Hal ini mempengaruhi laba yang diperoleh perusahaan.

Menurut Lubis (2014:56), kepemilikan manajerial didefinisikan sebagai berikut : “kepemilikan manajerial adalah pemegang saham, direksi atau pejabat perseroan yang memiliki proporsi yang signifikan dalam perseroan.” Dalam pengambilan keputusan keuangan perusahaan terdapat kejadian-kejadian yang berakibat pada kebijakan perusahaan antara lain, sulitnya melakukan investasi baru, sulit menerapkan kebijakan dividen karena laba tidak diperoleh atau kecil. Kondisi tersebut tentu tidak akan memuaskan *stakeholder* khususnya para pemegang saham (*shareholders*) sebagai pemilik perusahaan. Ini menyebabkan para pemegang saham yang juga termasuk dalam jajaran direksi perusahaan (*managerial ownership*) melepas kepemilikannya kepada publik dan akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.



Gambar 1.7. Grafik Rata-Rata Kepemilikan Manajerial pada perusahaan *Automotive and Components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017

Sumber : www.idx.co.id

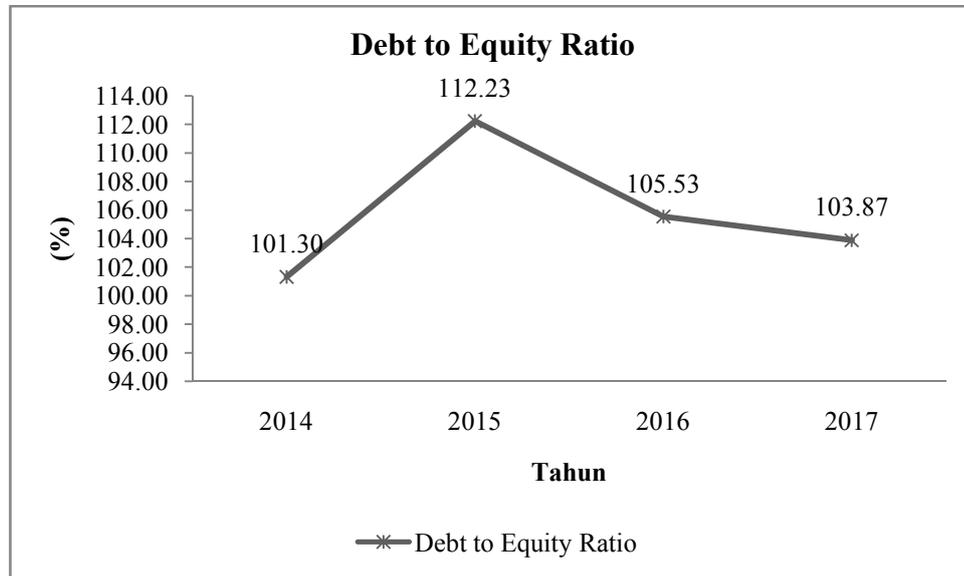
Pada gambar 1.7 diatas diketahui rata-rata perkembangan kepemilikan manajerial tahun 2014-2017, dimana rata-rata perkembangan kepemilikan

manajerial mengalami penurunan pada tahun 2015 sebesar 10.61% dan pada tahun 2016 sebesar 2.27% dari tahun sebelumnya. Menurunnya kepemilikan manajerial berdampak pada sulitnya melakukan investasi baru dan sulitnya menerapkan kebijakan dividen karena laba yang diperoleh akan kecil.

Menurut Riyanto (2014), solvabilitas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya apabila perusahaan tersebut pada saat itu dilikuidasi atau salah satu kebijakan hutang. Menurut Kasmir (2011), rasio solvabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Solvabilitas yang tinggi menunjukkan perusahaan memiliki utang yang tinggi. Jika suatu perusahaan memiliki utang, maka perusahaan tersebut akan lebih berhati-hati dalam menjalankan perusahaan untuk menghindari tindakan yang nantinya merugikan perusahaan dan menurunkan nilai perusahaan. Investor akan berhati-hati dalam menanamkan modalnya ke perusahaan yang memiliki utang lebih besar dibandingkan ekuitasnya. Semakin besar utang yang dimiliki perusahaan maka semakin besar pula risiko berinvestasi di perusahaan tersebut.

Tetapi menurut teori *signalling* menyebutkan utang yang semakin banyak akan menjadi sinyal positif bagi investor. Investor akan beranggapan bahwa perusahaan yang mempunyai utang adalah perusahaan yang berprospek dimasa depan dan mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai penilaian yang baik dari pihak kreditur karena dapat dengan mudah mendapatkan utang. Semakin tinggi utang maka semakin besar modal yang dimiliki perusahaan untuk kegiatan operasionalnya, sehingga kepercayaan investor meningkat melalui peningkatan

permintaan saham. Berdasarkan uraian ini kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.



Gambar 1.8. Grafik Rata-Rata *Debt to Equity Ratio* pada perusahaan *Automotive and Components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017

Sumber : www.idx.co.id

Pada gambar 1.8 diatas diketahui rata-rata perkembangan kebijakan hutang tahun 2014-2017, dimana rata-rata perkembangan *debt to equity ratio* mengalami peningkatan pada tahun 2015 sebesar 112.23% dari tahun sebelumnya. Naiknya *debt to equity ratio* perusahaan berdampak pada meningkatnya hutang perusahaan pada kreditur maka ketika *debt to equity ratio* meningkat berarti komposisi hutang juga semakin meningkat dan berakibat pada turunnya laba perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka penelitian ini mengambil judul “**Analisis Simultanitas Kebijakan Hutang Dan Nilai Perusahaan Dengan Pendekatan Struktur Keuangan Perusahaan *Automotive And Components* di Indonesia**”.

B. Identifikasi dan Batasan Masalah

1. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan di atas serta untuk memperoleh kejelasan terhadap masalah yang akan dibahas, maka penulis mengidentifikasi masalah sebagai berikut:

- a. Rata-rata perkembangan PBV mengalami penurunan pada tahun 2016 menjadi 4.11% dari tahun sebelumnya. Menurunnya nilai perusahaan berdampak pada menurunnya kesejahteraan pemegang saham.
- b. Rata-rata perkembangan ukuran perusahaan mengalami penurunan pada tahun 2015 menjadi 26.273 Millyar dari tahun sebelumnya yang berdampak pada sulitnya perusahaan memperoleh dana dari pasar modal. Menurunnya ukuran perusahaan disebabkan kecilnya total aktiva, kecilnya hasil penjualan dan kecilnya kapasitas pasar.
- c. Rata-rata perkembangan *current ratio* mengalami penurunan pada tahun 2015 menjadi 146.65% dari tahun sebelumnya yang berdampak pada tingkat risiko yang besar karena perusahaan tersebut tidak mampu memenuhi kewajibannya dengan baik.
- d. Rata-rata perkembangan *sales growth* mengalami penurunan pada tahun 2015 menjadi -3.92% dari tahun sebelumnya yang berdampak pada investor yang tidak akan tertarik menanamkan modalnya pada perusahaan yang penjualannya menurun.
- e. Rata-rata perkembangan *return on asset* mengalami penurunan pada tahun 2015 menjadi 2.61% dan taun 2017 sebesar 4.27% dari tahun sebelumnya

hal ini akan memberikan sinyal negatif bagi investor bahwa perusahaan berada dalam kondisi yang tidak menguntungkan.

- f. Rata-rata perkembangan *return on equity* mengalami penurunan pada tahun 2015 menjadi 4.03% dan tahun 2017 sebesar 6.10% dari tahun sebelumnya yang berdampak mengurangnya total *revenues* dan penurunan modal. Hal ini mempengaruhi laba yang diperoleh perusahaan.
- g. Rata-rata perkembangan kepemilikan manajerial mengalami penurunan pada tahun 2015 menjadi 10.61%, dan pada tahun 2016 sebesar 2.27% dari tahun sebelumnya. Menurunnya kepemilikan manajerial berdampak pada sulitnya melakukan investasi baru dan sulitnya menerapkan kebijakan dividen karena laba yang diperoleh akan kecil.
- h. Rata-rata perkembangan *debt to equity ratio* mengalami peningkatan pada tahun 2015 menjadi 112.23% dari tahun sebelumnya. Naiknya *debt to equity ratio* perusahaan berdampak pada meningkatnya hutang perusahaan pada kreditur maka ketika *debt to equity ratio* meningkat berarti komposisi hutang juga semakin meningkat dan berakibat pada turunnya laba perusahaan.

2. Batasan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah yang telah diuraikan, maka batasan masalah hanya pada analisis simultanitas kebijakan hutang yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) dan nilai perusahaan yang diukur dengan *price to book value* (PBV) dengan pendekatan struktur keuangan, dimana simultanitas tersebut ukuran perusahaan, likuiditas yang diukur dengan *current ratio* (CR), *sales growth*, *return on asset*, *return on equity*, kepemilikan manajerial pada

perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu tahun 2014 sampai tahun 2017.

C. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dikemukakan, maka peneliti merumuskan masalah yaitu:

1. Rumusan Masalah OLS (Ordinal Last Square)

- a. Apakah ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara parsial dan serempak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
- b. Apakah ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara parsial dan serempak berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

2. Rumusan Masalah Simultan

- a. Apakah ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, dan Nilai Perusahaan secara Simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
- b. Apakah ukuran perusahaan, likuiditas, *return on equity*, kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

3. Rumusan Masalah Regresi Panel

- a. Apakah ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara panel berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan ASII, AUTO, BRAM, GDYR, GJTL, IMAS, INDS, MASA, NIPS, PRAS dan SMSM?
- b. Apakah ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara panel berpengaruh terhadap nilai perusahaan perusahaan ASII, AUTO, BRAM, GDYR, GJTL, IMAS, INDS, MASA, NIPS, PRAS dan SMSM?

D. Tujuan dan Manfaat Penelitian

1. Tujuan Penelitian OLS (Ordinal Last Square)

Berdasarkan perumusan masalah yang ada, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Menganalisa bagaimana ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara parsial dan serempak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
- b. Menganalisa bagaimana ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara parsial dan serempak berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

2. Tujuan Penelitian Simultan

Berdasarkan perumusan masalah yang ada, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Untuk mengetahui/menganalisa apakah ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, dan Nilai Perusahaan secara Simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
- b. Untuk mengetahui/menganalisa apakah ukuran perusahaan, likuiditas, *return on equity*, kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

3. Tujuan Penelitian Regresi Panel

Berdasarkan perumusan masalah yang ada, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Untuk menganalisa apakah ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara panel berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan ASII, AUTO, BRAM, GDYR, GJTL, IMAS, INDS, MASA, NIPS, PRAS dan SMSM?
- b. Untuk menganalisa apakah ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara panel berpengaruh terhadap nilai perusahaan perusahaan ASII, AUTO, BRAM, GDYR, GJTL, IMAS, INDS, MASA, NIPS, PRAS dan SMSM?

2. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberi manfaat bagi berbagai pihak yaitu sebagai berikut:

a. Bagi Peneliti

Penelitian ini merupakan penerapan ilmu yang telah didapatkan penulis selama di bangku perkuliahan dan untuk menambah wawasan penulis tentang masalah yang diteliti.

b. Perusahaan

Penelitian ini menjadi bahan masukan dan pertimbangan dalam menentukan kebijakan hutang yang optimal dan nilai perusahaan.

c. Investor

Penelitian ini menjadi bahan pertimbangan dan informasi bagi investor dalam mengambil keputusan untuk investasi pada perusahaan dengan melihat kebijakan hutang dan nilai perusahaan.

d. Pembaca dan Akademisi

Penelitian ini menjadi bahan tambahan referensi bukti empiris sebagai rekomendasi penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang dan nilai perusahaan.

E. Keaslian Penelitian

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Febriana (2016), Universitas Brawijaya, dengan judul Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Saham Manajerial dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Pada 2011-

2013), sedangkan penelitian ini berjudul: Analisis Simultanitas Kebijakan Hutang Dan Nilai Perusahaan Dengan Pendekatan Struktur Keuangan Perusahaan *Automotive and Components* di Indonesia.

Perbedaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sekarang terletak pada:

1. **Model Penelitian** : penelitian terdahulu menggunakan model analisis regresi linier berganda. Sedangkan penelitian ini menggunakan model analisis regresi linear berganda dan regresi panel.
2. **Variabel Penelitian** : penelitian terdahulu menggunakan 5 (lima) variabel bebas yaitu Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Saham Manajerial dan Profitabilitas, serta 1 (satu) variabel terikat yaitu nilai perusahaan. Sedangkan penelitian ini menggunakan 6 (enam) variabel bebas yaitu ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial, serta 2 (dua) variabel terikat yaitu kebijakan hutang dan nilai perusahaan.
3. **Jumlah Data (n)** : penelitian terdahulu menggunakan sampel sebanyak 15 perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI dan data dari tahun 2011 – 2013. Sedangkan penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 11 Perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan data dari tahun 2014 – 2017.
4. **Waktu Penelitian** : penelitian terdahulu dilakukan tahun 2016 sedangkan penelitian ini tahun 2018.

5. **Lokasi Penelitian** : lokasi penelitian terdahulu di perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI, sedangkan penelitian ini dilakukan di Perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. *Firm Size*

Menurut Suwito (2015), ukuran perusahaan pada dasarnya adalah pengelompokan perusahaan kedalam beberapa kelompok, diantaranya perusahaan besar, sedang dan kecil. Skala perusahaan merupakan ukuran yang dipakai untuk mencerminkan besar kecilnya perusahaan yang didasarkan pada total aset perusahaan. Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang berbeda terhadap nilai perusahaan suatu perusahaan. *Firm size* yaitu menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva (Warsono, 2013:88). Kebijakan hutang perusahaan dapat dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, yang menunjukkan hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan hutang. Perusahaan yang berukuran besar lebih memiliki akses untuk mendapatkan sumber pendanaan dari berbagai sumber, sehingga untuk mendapat pinjaman dari kreditur akan lebih mudah karena perusahaan dengan ukuran besar memiliki profitabilitas lebih besar untuk memenangkan persaingan dalam industri yang mengakibatkan perusahaan besar akan cenderung memiliki sumber pendanaan yang kuat.

Besar kecilnya ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal dengan didasarkan pada kenyataan bahwa semakin besar suatu perusahaan akan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi sehingga memungkinkan perusahaan yang berukuran besar memiliki tingkat *leverage* lebih besar daripada

perusahaan berukuran kecil. Perusahaan kecil akan cenderung untuk menggunakan biaya modal sendiri karena biaya hutang jangka panjang lebih mahal dari pada perusahaan besar, sehingga perusahaan kecil lebih menyukai hutang jangka pendek dari pada hutang jangka panjang karena biayanya lebih rendah.

Menurut Warsono (2013:90), variabel ukuran perusahaan di ukur dengan total asset. Hal ini dikarenakan total asset masing-masing perusahaan berbeda bahkan mempunyai selisih yang besar, sehingga dapat menyebabkan nilai yang ekstrim. Untuk menghindari adanya data yang tidak normal tersebut maka data total asset perlu di logarimakan. Dalam penelitian ini rumus ukuran perusahaan yang dipakai adalah :

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Ln Total Asset}$$

2. Likuiditas

Menurut Riyanto (2014:25), likuiditas adalah untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek yang segera harus dipenuhi. Rasio likuiditas yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio 21ating. Rasio ini digunakan untuk mengetahui seberapa jauh aktiva 21ating perusahaan digunakan untuk melunasi utang (kewajiban) yang akan jatuh tempo atau segera dibayar. Menurut teori *pecking order*, perusahaan yang nilai likuiditasnya tinggi lebih memilih pendanaannya dengan menggunakan dana internal. Tingginya nilai likuiditas perusahaan membuat perusahaan tersebut memiliki kelebihan dana, sehingga perusahaan akan melunasi hutang lancarnya. Sehingga lunasnya hutang akan menurunkan tingkat hutang perusahaan. Dengan

kata lain, perusahaan yang memiliki kemampuan untuk melunasi hutang jangka pendeknya, berarti perusahaan tersebut dalam kondisi yang sehat. Menurut Riyanto (2014:27), pengukuran likuiditas dalam penelitian ini dengan *current ratio* yang dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Hutang Lancar}} \times 100\%$$

3. *Sales Growth*

Pertumbuhan penjualan adalah proses penambahan ukuran atau volume dari penjualan. Menurut Dharmesta (2013), pertumbuhan atas penjualan merupakan indikator penting dari penerimaan pasar dari produk dan jasa perusahaan tersebut, dimana pendapatan yang dihasilkan dari penjualan akan dapat digunakan untuk mengukur tingkat pertumbuhan penjualan. Penjualan memiliki pengaruh yang strategis bagi sebuah perusahaan, karena pendekatan pertumbuhan penjualan merupakan suatu komponen untuk menilai prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan penjualan merupakan komponen untuk menilai prospek perusahaan pada masa yang akan datang dan dalam manajemen keuangan diukur berdasarkan perubahan total pertumbuhan penjualan. Dengan mengetahui penjualan dari tahun sebelumnya, perusahaan dapat mengoptimalkan sumber daya yang ada.

Pertumbuhan penjualan (*growth*) memiliki peranan yang penting dalam menilai sebuah perusahaan. Dengan mengetahui seberapa besar pertumbuhan penjualan, perusahaan dapat memprediksi seberapa besar keuntungan yang akan didapatkan. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan penjualan yang tinggi

cenderung membutuhkan pendanaan yang besar. Sumber pendanaan bisa dari internal perusahaan seperti laba ditahan atau sumber pendanaan dari eksternal perusahaan seperti utang. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan dan laba yang tinggi, cenderung menggunakan sumber dana eksternal berupa utang yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya rendah (Brigham, 2014:39).

Menurut Azizah (2013:77) pertumbuhan penjualan (*growth sales*) adalah kenaikan jumlah penjualan dari tahun ke tahun atau dari waktu ke waktu. Menurut Teori *Pecking Order*, perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi cenderung menggunakan dana eksternal apabila dana internal tidak cukup untuk mendanai pertumbuhannya. Sebaliknya, jika tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan rendah, maka perusahaan hanya menggunakan dana internal untuk mendanai pertumbuhan penjualan. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi akan membutuhkan lebih banyak investasi pada berbagai elemen aset, baik aset tetap maupun aset lancar. Pihak manajemen perlu mempertimbangkan sumber pendanaan yang tepat bagi pembelanjaan aset tersebut. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan penjualan yang tinggi akan mampu memenuhi kewajiban finansialnya seandainya perusahaan tersebut membelanjai asetnya dengan hutang. Menurut Azizah (2013:78) perumusan pertumbuhan penjualan adalah:

$$\text{Pertumbuhan Penjualan} = \frac{\text{Penjualan (t)} - \text{Penjualan (t-1)}}{\text{Penjualan (t-1)}} \times 100\%$$

4. Profitabilitas

Menurut Sartono (2014), profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Profitabilitas merupakan gambaran dari kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan. Penambahan modal asing atau modal sendiri tentunya akan mempunyai dampak bagi profitabilitas modal sendiri tersebut. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menggunakan hutang yang lebih kecil karena perusahaan mampu menyediakan dana yang cukup melalui laba ditahan, selain itu karena pembayaran bunga merupakan pengurangan pajak maka semakin tinggi tingkat pajak perusahaan semakin besar *leverage* perusahaan. Menurut Jensen (2013:97) terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dengan hutang. Sesuai dengan *Pecking Order Theory* bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin besar pula tersedianya dana internal, sehingga perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai perusahaan dengan menggunakan modal internal untuk investasi yang akan mengakibatkan penggunaan hutang akan lebih kecil. Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil, karena dengan tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Menurut Sartono (2014:118), indikator profitabilitas dengan menggunakan *return on asset* yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimiliki adalah :

$$\text{Return On Asset} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$

Menurut Sartono (2014:119), indikator profitabilitas dengan menggunakan *return on equity* yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari modal yang dimiliki adalah :

$$\text{Retrun On Equity} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

5. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan saham manajerial (*manajerial share ownership*) dipandang sebagai mekanisme yang dapat menurunkan konflik agensi melalui penyelarasan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Kepemilikan saham manajerial dapat menurunkan dorongan manajerial untuk pengambilalihan kesejahteraan manajemen perusahaan dan melakukan perilaku lain yang tidak memaksimalkan nilai perusahaan. Menurut Jensen (2013:45), *insider ownership* (kepemilikan saham manajerial) adalah situasi dimana para pemegang saham mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai kreditur maupun sebagai dewan komisaris. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan.

Manajer akan melakukan kebijakan yang tidak akan merugikan perusahaan karena memiliki sebagian saham di perusahaan tersebut, dengan kata lain manajer dalam mengambil keputusan pendanaan yang berasal dari internal perusahaan maupun eksternal perusahaan akan dipertimbangkan dengan baik agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Selain hal tersebut, meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, manajer dapat merasakan langsung manfaat

yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilalihan keputusan yang salah. Menurut Jensen (2013:46) indikator kepemilikan manajerial adalah :

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah Saham Yang Dimiliki Komisaris dan Direksi}}{\text{Jumlah Saham Yang Beredar}} \times 100\%$$

6. Kebijakan Hutang

a. Pengertian Kebijakan Hutang

Menurut Brigham (2014:100), kebijakan hutang merupakan keputusan manajemen dalam menjalankan operasi perusahaan, khususnya mengenai bagaimana perusahaan akan didanai. Kebijakan hutang menentukan sampai sejauh mana hutang digunakan dalam struktur modal perusahaan (Mardiyanto, 2015:83). Kebijakan hutang yang dilakukan perusahaan, jika dilakukan dengan baik, akan dapat meningkatkan imbal hasil bagi pemegang saham, karena sifat dasar hutang sebagai daya ungkit. Menurut Brigham (2014:101), ada dua alasan mengapa hutang dapat meningkatkan pendapatan serta meningkatkan pengembalian dari modal pemilik, yaitu :

- 1) Beban dapat menjadi pengurang pajak, penggunaan hutang akan menurunkan tagihan pajak dan memberikan lebih banyak laba operasi perusahaan yang tersedia bagi para investornya,
- 2) Jika laba operasi yang dinyatakan sebagai persentase dari aktiva ternyata melebihi tingkat bunga atas pinjaman, maka suatu perusahaan dapat menggunakan hutang untuk memperoleh aktiva, membayar

bunga atas hutang dan masih sisa sebagai "bonus" bagi para pemegang sahamnya.

Namun, manajemen harus mempertimbangkan risiko (keuangan dan operasi) yang akan meningkat seiring meningkatnya tingkat hutang. Jumlah hutang yang besar akan meningkatkan risiko perusahaan, yaitu risiko gagal bayar bunga maupun pokok utangnya, yang dapat meningkatkan risiko kebangkrutan.

Kebijakan hutang yang baik diukur dari perbandingan total hutang perusahaan terhadap aktiva yang dimilikinya. Pengukuran ini disebut dengan rasio hutang terhadap total aktiva (*debt to equity ratio*/DER).

b. Pengertian Struktur Modal

Struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan. Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang dengan modal sendiri (Riyanto, 2014:296). Pengertian struktur modal dibedakan dengan struktur keuangan, dimana struktur modal merupakan pembelanjaan permanen yang mencerminkan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri, sedangkan struktur keuangan mencerminkan perimbangan antara seluruh utang (baik jangka pendek maupun jangka panjang) dengan modal sendiri. Teori tentang struktur modal telah banyak dibicarakan oleh para peneliti, diantaranya adalah seperti yang dijelaskan dibawah ini.

Apabila pendanaan yang berasal dari ekstern diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Secara umum teori ini menjelaskan tentang penghematan pengurangan pajak atas perusahaan yang menggunakan utang lebih banyak. Model ini mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *tradeoff* dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang juga dengan biaya agensi dan biaya kebangkrutan yang akan terjadi dengan penggunaan hutang. Dalam teori ini dijelaskan bahwa bunga hutang yang dibayarkan akan mengurangi tingkat penghasilan yang terkena pajak, sehingga perusahaan akan mampu meningkatkan nilainya dengan menggunakan hutang. Suatu struktur modal yang optimal akan dapat ditemukan dengan menyeimbangkan antara keuntungan dari penggunaan hutang dan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Akan tetapi, ketika utang meningkat secara signifikan ada resiko kemungkinan perusahaan akan gagal dalam melakukan pelunasan utang tersebut, sehingga hal ini akan meningkatkan biaya kebangkrutan.

Struktur keuangan merupakan kombinasi atau bauran dari segenap pos yang dalam sisi kanan neraca keuangan perusahaan, sedangkan struktur modal merupakan bauran dari segenap sumber pembelanjaan jangka panjang perusahaan. Penentuan struktur modal bagi suatu perusahaan merupakan salah satu bentuk keputusan keuangan yang penting, karena keputusan ini dapat berpengaruh terhadap pencapaian tujuan manajemen keuangan perusahaan. Tujuan pokok manajemen perusahaan struktur modal adalah menciptakan suatu bauran atau kombinasi sumber pembelanjaan permanen sedemikian rupa, sehingga mampu memaksimalkan harga saham perusahaan. Dalam rangka untuk mencapai tujuan manajemen struktur modal tersebut mekanisme yang dapat dilakukan adalah dengan menciptakan bauran pembelanjaan sedemikian rupa, sehingga dapat

meminimumkan biaya modal dan memaksimumkan nilai perusahaan. Adapun bauran pembelanjaan yang ideal dan selalu diupayakan untuk dicapai disebut struktur modal optimal.

c. Komponen Struktur Modal

Menurut Riyanto (2014:238), struktur modal suatu perusahaan secara umum terdistribusi beberapa komponen, yaitu :

1) Modal Sendiri (*Shareholder Equity*)

Menurut Riyanto (2011:239), modal sendiri adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam dalam perusahaan untuk waktu yang tidak tertentu lamanya. Modal sendiri berasal dari sumber *intern* maupun sumber *ekstern*. Sumber *intern* berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan, sedangkan sumber *ekstern* berasal dari modal yang berasal dari pemilik perusahaan. Modal sendiri di dalam suatu perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT) terdiri dari modal saham dan laba ditahan.

a) Modal Saham

Saham adalah tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu Perseroan Terbatas (PT), dimana modal saham terdiri dari :

(1) Saham Biasa (*Common Stock*)

Saham biasa adalah bentuk komponen modal jangka panjang yang ditanamkan oleh investor, dimana pemilik saham ini, dengan memiliki saham ini berarti ia membeli prospek dan siap menanggung segala risiko sebesar dana yang ditanamkan.

(2) Saham Preferen (*Preferred Stock*)

Saham preferen bentuk komponen modal jangka panjang yang kompensasinya (deviden) dibayarkan lebih dahulu (utama) sebelum membayar kompensasi saham biasa.

b) Laba Ditahan

Menurut Riyanto (2014:240), laba ditahan adalah sisa laba dari keuntungan yang dibayarkan sebagai deviden. Komponen modal sendiri ini merupakan modal dalam perusahaan yang dipertaruhkan untuk segala risiko, baik risiko usaha maupun risiko kerugian-kerugian lainnya. Modal sendiri ini tidak memerlukan adanya jaminan atau keharusan untuk pembayaran kembali dalam setiap keadaan maupun tidak adanya kepastian tentang jangka waktu pembayaran kembali modal yang disetor. Oleh karena itu, tiap-tiap perusahaan harus mempunyai sejumlah minimum modal yang diperlukan untuk menjamin kelangsungan hidup perusahaan. Modal sendiri yang bersifat permanen akan tetap tertanam dalam perusahaan dan dapat diperhitungkan pada setiap saat untuk memelihara kelangsungan hidup serta melindungi perusahaan dari risiko kebangkrutan.

2) Modal Asing / Hutang Jangka Panjang (*Long Term Debt*)

Menurut Riyanto (2014:241), modal asing / hutang jangka panjang adalah hutang yang jangka waktunya adalah panjang, umumnya lebih dari sepuluh tahun. Hutang jangka panjang ini pada umumnya digunakan untuk membiayai perluasan perusahaan (ekspansi) atau

modernisasi dari perusahaan, karena kebutuhan modal untuk keperluan tersebut meliputi jumlah yang besar. Adapun jenis dari hutang jangka panjang adalah pinjaman obligasi dan pinjaman hipotik.

a) Pinjaman Obligasi

Menurut Riyanto (2014:242), pinjaman obligasi adalah pinjaman uang untuk jangka waktu yang panjang, dimana si debitur mengeluarkan surat pengakuan hutang yang mempunyai nominal tertentu. Pelunasan atau pembayaran kembali pinjaman obligasi dapat diambil dari penyusutan aset tetap yang dibelanjai dengan pinjaman obligasi tersebut dan dari keuntungan.

b) Pinjaman Hipotik

Menurut Riyanto (2014:242), pinjaman hipotik adalah pinjaman jangka panjang di mana pemberi uang (kreditur) diberi hak hipotik terhadap suatu barang tidak bergerak, agar supaya bila pihak debitur tidak memenuhi kewajibannya, barang itu dapat dijual dan hasil penjualan tersebut dapat digunakan untuk menutup tagihannya. Modal asing / hutang jangka panjang di lain pihak, merupakan sumber dana bagi perusahaan yang harus dibayar kembali dalam jangka waktu tertentu. Semakin lama jangka waktu dan semakin ringannya syarat-syarat pembayaran kembali hutang tersebut akan mempermudah dan memperluas bagi perusahaan untuk memberdayakan sumber dana yang berasal dari modal asing / hutang jangka panjang tersebut.

Meskipun demikian, hutang tetap harus dibayar kembali pada waktu yang sudah ditetapkan tanpa memperhatikan kondisi finansial perusahaan pada saat itu dan harus sudah disertai dengan bunga yang sudah diperhitungkan sebelumnya. Dengan demikian seandainya perusahaan tidak mampu membayar kembali hutang dan bunganya, maka kreditur dapat memaksa perusahaan dengan menjual aset yang dijadikan jaminannya. Oleh karena itu, kegagalan untuk membayar kembali hutang atau bunganya akan mengakibatkan para pemilik perusahaan kehilangan kontrol terhadap perusahaannya seperti halnya terhadap sebagian atau keseluruhan modalnya yang ditanamkan dalam perusahaan.

Struktur Modal dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) di rumuskan sebagai berikut (Riyanto, 2014) :

$$\text{DER} = \frac{\text{Hutang}}{\text{Modal}} \times 100\%$$

d. Teori Struktur Modal

1) *Pecking Order Theory*

Menurut Riyanto (2014:243). *pecking Order Theory* dikemukakan oleh Michael c. Jensen dan William H. Meckling . Secara singkat *Packing Order Theory* mengemukakan bahwa :

- a) Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan).
- b) Apabila pendanaan dari luar (*eksternal financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh

sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Menurut Riyanto (2014:244), penentuan struktur modal perusahaan dengan POT didasarkan pada keputusan pendanaan secara hierarki dari pendanaan yang bersumber pada laba, hutang, sampai pada saham (dimulai dari sumber dana dengan biaya termurah), dalam teori ini dijelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitabel* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit, hal tersebut bukan disebabkan karena mereka mempunyai *debt ratio* yang rendah tetapi karena mereka memerlukan pendanaan dari luar yang sedikit. Hipotesis *Pecking Order Theory* yang dikemukakan Brigham (2014:105) menyatakan bahwa keuntungan perusahaan yang tinggi membutuhkan utang yang kecil sebab perusahaan memiliki kas secara internal. Namun demikian, perusahaan dengan *profit* yang tinggi memiliki masalah *free cash flow* yang cukup besar, jadi perusahaan membutuhkan hutang untuk mengimbangi masalah ini, di samping itu adanya hutang membuat manajemen memiliki kewajiban untuk membayar bunga pinjaman. Hal ini dapat mengontrol tindakannya dalam menentukan kebijakan perusahaan, karena sebagian kerugian yang terjadi akan ditanggung manajemen.

Menurut Riyanto (2014:245), pendanaan internal berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi, sedangkan pendanaan eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang dari pada modal sendiri karena dua alasan, yakni :

- a) Pertimbangan biaya emisi, biaya emisi obligasi akan lebih murah dari biaya emisi saham baru, hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama.

- b) Manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan membuat harga saham akan turun, hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya asimetri informasi antara pihak manajemen dengan pihak pemodal.

Berdasarkan kedua teori struktur modal yang telah dikemukakan sebelumnya dapat disimpulkan bahwa struktur modal akan ditentukan oleh beberapa faktor seperti agresivitas manajemen, tingkat pajak perusahaan dan tingkat *leverage*. Semakin agresif pihak manajemen, yang berarti semakin berani mengambil risiko, perusahaan akan cenderung menggunakan hutang lebih banyak. Semakin tinggi tingkat pajak yang membebani perusahaan, perusahaan akan cenderung menggunakan hutang yang lebih banyak karena perusahaan bias memanfaatkan penghematan pajak yang timbul dari bunga yang dibayarkan (bunga bisa dikurangkan dari pajak) ini adalah harapan dari pemilik yang cenderung menyukai pendanaan dari hutang. Semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan, semakin kecil fleksibilitas yang dimiliki perusahaan, yang berarti perusahaan akan menggunakan tambahan hutang yang lebih sedikit.

2) Teori *Trade-Off*

Esensi *trade-off* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Menurut Brealey (2015 : 73) teori *trade-off* dari *leverage* menyatakan bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan utang (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Kenyataan bahwa bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan telah mengakibatkan utang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen

(Jensen, 2013:50). Dengan kata lain, utang memberikan manfaat perlindungan pajak. Sehingga, penggunaan utang akan mengakibatkan peningkatan porsi laba operasi perusahaan (EBIT) yang mengalir kepada investor (Weston 2013:70).

Namun dalam kenyataannya, jarang ada perusahaan yang menggunakan 100 persen utang sebagai pendanaannya. Hal ini dikarenakan pemegang saham mendapat keuntungan modal yang rendah di samping itu, perusahaan membatasi penggunaan utang untuk menekan biaya-biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan. Karena itu, penggunaan utang sebagai pendanaan perusahaan perlu dibatasi untuk memperkecil kebangkrutan yang mungkin terjadi.

e. Arti Pentingnya Struktur Modal

Setiap perusahaan membutuhkan dana untuk membiayai operasi perusahaan yang bisa dipenuhi dari pemilik modal sendiri atau dari pihak lain berupa hutang, dana tersebut mempunyai modal yang ditanggung perusahaan.

Menurut Riyanto (2014:246), struktur modal akan menentukan biaya modal. Biaya modal adalah balas jasa yang harus dibayar perusahaan kepada masing-masing pihak yang menanamkan modal dalam perusahaan. Dalam kaitannya dengan biaya modal sendiri maupun hutang perlu dirinci lebih lanjut, karena tiap-tiap jenis modal mempunyai konsekuensi tersendiri, baik jenis, cara perhitungan maupun ada atau tidak adanya keharusan untuk dibayarkan. Sumber modal yang dimaksud disini terbatas pada modal tetapnya saja, yaitu hutang jangka panjang, modal saham preferen dan modal saham biasa. Keputusan untuk menggunakan tiap-tiap jenis modal tersebut atau mengkombinasikan senantiasa dihadapkan pada berbagai pertimbangan baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif yang mencakup tiga unsur penting yaitu :

- 1) Sifat keharusan untuk membayar balas jasa atas penggunaan modal kepada pihak yang menyediakan dana tersebut atau sifat keharusan untuk pembayaran modal.
- 2) Sampai seberapa jauh kewenangan atau campur tangan pihak penyedia dana dalam pengelola perusahaan.
- 3) Resiko yang dihadapi perusahaan

Arti pentingnya struktur modal terutama disebabkan oleh perbedaan karakteristik, secara umum mempunyai pengaruh pada dua aspek penting dalam kehidupan perusahaan yaitu :

- 1) Terhadap kemampuan untuk menghasilkan laba.
- 2) Terhadap kemampuan perusahaan untuk membayar kembali hutang jangka panjang.

Arti penting struktur modal pada umumnya diperlukan dalam perusahaan (Riyanto, 2014:247) :

- 1) Pada waktu mengkoorganisir atau mendirikan perusahaan.
- 2) Pada waktu membutuhkan tambahan modal baru untuk perluasan atau ekspansi.
- 3) Pada waktu diadakan *consolidation* baik dalam bentuk *merger* atau *amalgamation*.
- 4) Pada waktu dijalankan penyusunan kembali struktur modal (*recapitalization*), pada waktu mengadakan perubahan-perubahan yang fundamental dalam struktur modal (*debt readjustment*) dan pada waktu dijalankan perbaikan-perbaikan struktur modal (*financial reorganization*) yang terpaksa harus dilakukan, karena perusahaan

yang bersangkutan telah nyata – nyata dalam keadaan *insolvable* atau adanya ancaman *insolvency*.

Menurut Riyanto (2014:247), Perubahan-perubahan tersebut dimaksudkan supaya perusahaan tersebut untuk selanjutnya dapat bekerja dalam basis finansial yang lebih kuat. Dalam hal ini, pendapatan yang dihasilkan dari sumber-sumber ekonomi yang dimiliki perusahaan akan dialokasikan kepada masing-masing pihak yang menyediakan dana sebagai berikut :

- 1) Kepada kreditur dalam jumlah tertentu yang tidak tergantung pada jumlah pendapatan yang dihasilkan bahkan juga terdapat ada atau tidak adanya penggunaan sumber ekonomi dalam perusahaan. Bunga atas hutang kepada kreditur harus dibayar, bahkan dalam keadaan menderita kerugian dalam operasinya.
- 2) Kepada pemilik saham, seluruh sisa pendapatan yang dihasilkan oleh perusahaan dari sumber-sumber ekonominya setelah dikurangi haknya para kreditur. Oleh karena itu, kemungkinan para pemilik saham akan memperoleh bagian yang lebih besar, sama atau kurang dari bagian yang diterima oleh kreditur, bahkan perusahaan mengalami kegagalan di dalam operasinya, para pemilik saham harus membayar ekstra untuk membalas jasa kepada para kreditur. Dalam situasi demikian dana yang diinvestasikan oleh pemilik tidak hanya berkurang karena adanya kerugian di dalam operasinya tetapi sebagai akibat dari kegiatan pembelanjaan.

Menurut Riyanto (2014:248), Apabila suatu perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya mengutamakan pemenuhan dengan sumber dari dalam

perusahaan akan mengurangi ketergantungannya kepada pihak luar, tetapi apabila kebutuhan dana sudah demikian meningkatnya karena pertumbuhan perusahaan dan dana dari sumber *intern* sudah digunakan semua maka tidak ada pilihan lain selain menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan baik hutang dengan mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhan dananya, kalau dalam memenuhi kebutuhan dana dari sumber *ekstern* tersebut mengutamakan pada hutang saja, maka ketergantungan pada pihak luar akan semakin besar dan risiko finansialnya semakin besar, sebaliknya kalau hanya mendasarkan pada saham saja, biaya akan sangat mahal. Biaya penggunaan dana yang berasal dari saham baru adalah paling mahal dibandingkan dengan sumber-sumber dana lainnya. Oleh karena itu, perlu diusahakan adanya keseimbangan optimal antara kedua sumber dana tersebut. Apabila mendasarkan pada prinsip hati-hati, maka harus mendasarkan pada aturan struktur finansial konservatif dalam mencari struktur modal yang optimal. Untuk mengetahui besarnya “modal optimal” diperlukan lebih dahulu menetapkan jangka waktu kritis.

Menurut Riyanto (2014:249), jangka waktu kritis adalah waktu di mana biaya untuk kredit jangka panjang sama besarnya dengan kredit jangka pendek (Riyanto, 2014:108). Kalau kredit yang dibutuhkan itu jangka waktunya lebih lama daripada jangka waktu kritis tersebut, lebih menguntungkan mengambil kredit jangka panjang dengan membungakan kelebihan modal sementara yang digunakan. Sebaliknya apabila kebutuhan kredit jangka waktunya lebih pendek daripada jangka waktu kritis adalah lebih menguntungkan membiayai kebutuhan modal kerja itu dengan jangka pendek. Dengan mengetahui besarnya modal

optimum maka perusahaan dapat menetapkan apabila kebutuhan dana perusahaan dipenuhi dengan modal sendiri atautkah dipenuhi dengan modal asing (hutang).

Dari uraian yang telah dipaparkan dapat disimpulkan bahwa arti pentingnya struktur modal merupakan masalah penting bagi setiap perusahaan, karena baik buruknya struktur modal akan mempunyai pengaruh yang langsung terhadap posisi finansial perusahaan. Suatu perusahaan yang mempunyai struktur modal yang kurang baik di mana mempunyai hutang yang sangat besar akan memberikan beban yang berat kepada perusahaan yang bersangkutan, sehingga akan berpengaruh pada labanya, struktur modal merupakan cermin dari kebijaksanaan perusahaan dalam menentukan jenis sekuritas yang dikeluarkan.

7. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui suatu proses kegiatan operasionalnya, yaitu sejak perusahaan tersebut didirikan. Meningkatnya nilai perusahaan adalah sebuah prestasi, yang sesuai dengan keinginan para pemiliknya, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual di saat terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai asset perusahaan sesungguhnya.

Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat di pengaruhi oleh peluang-peluang investasi adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan.

Menurut Husnan (2013:67), nilai perusahaan adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apa bila perusahaan tersebut dijual. Sedangkan menurut Keown (2014:90), nilai perusahaan adalah nilai pasar atas surat berharga utang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Berikut rumus nilai perusahaan dengan menggunakan *Price to book value* (PBV) adalah sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Harga Pasar Saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}}$$

Dimana nilai buku per lembar saham menunjukkan aktiva bersih (*net asset*) yang dimiliki oleh pemegang saham dengan memiliki satu lembar saham (Keown, 2014 : 91). Adanya asumsi aktiva bersih sama dengan total ekuitas pemegang saham, maka nilai buku per lembar saham adalah total ekuitas dibagi dengan jumlah saham yang beredar, sehingga nilai buku per lembar saham dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Nilai buku per lembar saham} = \text{Total Ekuitas} / \text{Jumlah Saham yang Beredar}$$

B. Penelitian Terdahulu

Penelitian terhadap nilai perusahaan telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya. Terdapat beberapa hal penting dari hasil penelitian sebelumnya yang menjadi dasar penelitian ini. Berikut ini akan diuraikan beberapa penelitian terdahulu mengenai nilai perusahaan.

Tabel 2.1 Mapping Penelitian Terdahulu

No	Nama / Tahun	Judul	Variabel	Model Analisis	Hasil Penelitian
1	Febriana (2016).	Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Saham Manajerial dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Pada 2011-2013).	Struktur Modal (X_1) Kebijakan Dividen (X_2) Ukuran Perusahaan (X_3) Kepemilikan Saham Manajerial (X_4) Profitabilitas (X_5) Nilai Perusahaan (Y)	Regresi Linier Berganda	Berdasarkan hasil menunjukkan bahwa struktur modal, kebijakan dividen, ukuran perusahaan dan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan kepemilikan saham manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
2	Suffah (2016).	Pengaruh profitabilitas, <i>leverage</i> , ukuran perusahaan dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan.	Profitabilitas (X_1) <i>Leverage</i> (X_2) Ukuran Perusahaan (X_3) Kebijakan Dividen (X_4) Nilai Perusahaan (Y)	Regresi Linier Berganda	Berdasarkan hasil menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, <i>leverage</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan serta ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
3	Novari (2016)	Pengaruh Ukuran Perusahaan, <i>Leverage</i> , Dan	Ukuran perusahaan (X_1)	Regresi Linier Berganda	Berdasarkan hasil menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif

		Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Properti Dan <i>Real Estate</i> .	<i>Leverage</i> (X_2) Profitabilitas (X_3) Nilai Perusahaan (Y)		dan signifikan terhadap nilai perusahaan, <i>leverage</i> berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan serta profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
4	Suasini (2016)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia (Struktur Modal sebagai Variabel Moderasi).	Kepemilikan Manajerial (X_1) Pertumbuhan Penjualan (X_2) Struktur Modal (Y_1) Nilai Perusahaan (Y_2)	Regresi Linier Berganda	Berdasarkan hasil menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
5	Artini (2010),	Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Pada Industri Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Periode 2006-2009.	Kepemilikan Manajerial (X_1) Kepemilikan Institusional (X_2) Kebijakan Hutang (X_3) Kebijakan Deviden (DPR) (Y_1) Nilai Perusahaan (PBV) (Y_2)	Path Analysis	1. Struktur kepemilikan dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. 2. Kebijakan utang tidak berpengaruh signifikan.

6	Endraswati (2010),	Pengaruh struktur kepemilikan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel <i>moderating</i> pada perusahaan di BEI tahun 2007-2008	Kepemilikan Manajerial (X1) Kepemilikan Institusional (X2) Kebijakan Deviden (DPR) (X2) Kebijakan Hutang (DER) (Y1) Nilai Perusahaan (PBV) (Y2)	Regresi Berganda	1. kepemilikan <i>insider</i> dan kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan 2. Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan
7	Sissandhy (2014),	Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan <i>Corporate Social Responsibility</i> Sebagai Variabel <i>Intervening</i>	Kepemilikan Asing (X) Pengungkapan CSR (Y1) Nilai Perusahaan (Y2)	Analisis Jalur	Kepemilikan asing memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi CSR tidak dapat mempengaruhi hubungan kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan
8	Pertiwi (2012),	Pengaruh Kinerja Keuangan, <i>Good Corporate Governance</i> terhadap nilai perusahaan <i>food and beverage</i> .	Kinerja Keuangan (ROA) (X1) Good Coporate Governance (Kepemilikan Manajerial) (X2) Nilai Perusahaan (Y)	analisis regresi linier berganda.	bahwa secara parsial interaksi antara kinerja keuangan dan <i>Good Corporate Gover -nance</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

9	Widanar (2009),	Struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan: keputusan keuangan sebagai variabel <i>intervening</i> .	Kepemilikan Manajerial (X1) Kepemilikan Institusional (X2) Kebijakan Hutang (DER) (X3) Investasi (IOS) (X4) Kebijakan dividen (DPR) (X5) Keputusan Keuangan (Y1) Nilai Perusahaan (PBV) (Y2)	Path Analysis	<p>1. Kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan pada nilai perusahaan.</p> <p>2. Kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara tidak langsung melalui kebijakan dividen sebagai variabel <i>intervening</i>.</p>
10	Kusumadila, (2011),	Pengaruh corporate social responsibility terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel moderating	CSR Variabel (X) Profitabilitas (Y1) Nilai Perusahaan (Y2)	Moderating	Pengungkapan CSR berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Profitabilitas sebagai variabel moderating tidak dapat mempengaruhi hubungan pengungkapan CSR dan Nilai Perusahaan

11	Sarumpaet (2005),	<i>The Relationship between Evironmental performance and financial performance of Indonesia companies</i>	<i>Evironmental Performance (X)</i> <i>Financial Performance (Y)</i>	Regresi Sederhana	Tidak ada hubungan yang signifikan antara kinerja dan kinerja keuangan perusahaan
12	Ruan, (2011),	<i>Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms</i>	<i>Managerial Ownership (X1)</i> <i>Capital Structure (X2)</i> <i>Firm Value (Y)</i>	analisis <i>Ordinary Least Squares (OLS) regression</i>	Hasil empiris menunjukkan hubungan nonlinear antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Hasil regresi simultan menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi struktur modal, yang pada gilirannya mempengaruhi nilai perusahaan.
13	Gill (2012),	<i>The Impact Of Corporate Governance and Financial Leverageon the Value of Amarican Firm</i>	<i>CEO Duality (X1)</i> <i>Board Size (X2)</i> <i>Komite Audit (X3)</i> <i>Managerial ownership (X4)</i> <i>Leverage (X5)</i> <i>Company Size (X6)</i> <i>ROA (X7)</i> <i>Firm Value (Y)</i>	regresi berganda <i>Ordinary Least Square</i>	Hasil penelitian menunjukan bahwa board size tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur, sedangkan CEO duality, komite audit, leverage, ukuran perusahaan dan kepemilikan manajrial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan jasa sedangkan leverage dan ROA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

14	Johan (2012),	<i>Do Foreign Firms Bring Value to Emerging Country?</i>	<i>Profitabilitas (X1)</i> <i>Efficiency (X2)</i> <i>Growth (X3)</i> <i>Firm Size (X4)</i> <i>Liquidity (X5)</i> <i>Solvency (X6)</i> <i>Asset Quality (X7)</i> <i>Firm Value (Y)</i>	<i>non parametric Mann Whitney and parametric panel data dummy regression</i>	Hasil empiris menunjukkan bahwa perusahaan keuangan yang dimiliki oleh perusahaan asing lebih efisien, menurunkan profitabilitas, lebih besar, lebih tinggi dalam kemampuan pertumbuhan, likuiditas rendah dan solvabilitas yang lebih tinggi.
15	Eisenberg, (2008),	<i>Larger board size and decreasing firm value in small firms</i>	<i>Board of Directors (X1)</i> <i>Corporate Governance (X2)</i> <i>Firm Value (Y)</i>	<i>Regression analysis</i>	Korelasi negatif signifikan antara ukuran perusahaan dan profitabilitas pada sampel Kecil dan menengah perusahaan Finlandia. Menemukan efek ukuran perusahaan untuk kelas baru dan berbeda Perusahaan mempengaruhi rentang penjelasan untuk efek ukuran perusahaan.

Sumber : Diolah Penulis 2018

C. Kerangka Konseptual

Menurut Suwito (2015), ukuran perusahaan pada dasarnya adalah pengelompokan perusahaan kedalam beberapa kelompok, diantaranya perusahaan besar, sedang dan kecil. Semakin besar ukuran perusahaan mencerminkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana arus kas sudah positif dan dianggap memiliki prospek dalam jangka waktu yang relatif lama.

Perusahaan besar dijadikan sinyal positif oleh investor karena dianggap mampu memberikan tingkat pengembalian investasi yang lebih besar ketimbang perusahaan kecil. Semakin banyak investor berinvestasi maka semakin banyak pula dana yang digunakan untuk membiayai perusahaan yang diharapkan dapat meraih keuntungan yang banyak sehingga harga saham naik dan nilai perusahaan akan naik. Dengan demikian, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Menurut Riyanto (2014), likuiditas adalah masalah yang berhubungan dengan masalah kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang segera harus dipenuhi. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang baik berarti memiliki tingkat risiko yang kecil karena perusahaan tersebut mampu memenuhi kewajibannya dengan baik, banyak dana tersedia bagi perusahaan untuk membayar dividen, membiayai operasi dan investasinya. Semakin likuid suatu perusahaan akan semakin mudah dalam memperoleh pinjaman utang, karena kreditur akan merasa semakin aman karena apabila terjadi gagal bayar perusahaan tersebut mempunyai aktiva yang mudah untuk diuangkan.

Jadi, ketika investor melihat tingkat likuiditas yang baik akan memberikan sinyal positif kepada perusahaan. Dengan demikian, likuiditas yang tinggi berarti saham banyak diminati investor dan itu akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan semakin likuidnya sebuah perusahaan akan menambah ketertarikan investor untuk investasi di perusahaan tersebut. Rasio likuiditas yang tinggi akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut, dimana rasio tersebut diukur dengan menggunakan *current ratio* (CR). Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai

saham yang lebih besar dari pada nilai yang tercatat pada neraca perusahaan, maka likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dimana tingginya permintaan saham akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Menurut Dharmesta (2013), pertumbuhan atas penjualan merupakan indikator penting dari penerimaan pasar dari produk dan jasa perusahaan tersebut, dimana pendapatan yang dihasilkan dari penjualan akan dapat digunakan untuk mengukur tingkat pertumbuhan penjualan. Pertumbuhan penjualan yang baik merupakan indikator penerimaan pasar dari produk dan jasa perusahaan tersebut. Semakin tinggi pertumbuhan penjualan dari periode ke periode maka akan menjamin keberlangsungan perusahaan tersebut. Suatu perusahaan tidak akan berjalan tanpa adanya sistem penjualan yang baik. Penjualan merupakan ujung tombak dari suatu perusahaan. Semakin besar penjualan maka semakin besar keuntungan. Investor pun akan tertarik menanamkan modalnya pada perusahaan yang penjualannya terus berkembang. Hal ini menjadi daya tarik investor untuk memiliki saham perusahaan. Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai saham yang lebih besar dari pada nilai yang tercatat pada neraca perusahaan, karena banyak investor beranggapan perusahaan tersebut mempunyai nilai dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi.

Menurut Kasmir (2011), rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba, dimana di dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *return on asset* (ROA). Laba diperoleh perusahaan berasal dari penjualan dan investasi yang dilakukan perusahaan. Profitabilitas yang tinggi akan memberikan sinyal positif bagi investor bahwa perusahaan

berada dalam kondisi yang menguntungkan. Hal ini menjadi daya tarik investor untuk memiliki saham perusahaan. Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai saham yang lebih besar dari pada nilai yang tercatat pada neraca perusahaan. Dengan demikian maka profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Profitability dapat dihitung dengan ROE (*return on equity*). Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi bagi dari modal. Dengan rasio profitabilitas yang tinggi yang dimiliki sebuah perusahaan akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya diperusahaan (Mardiyanto, 2015:38). Penambahan modal asing atau modal sendiri tentunya akan mempunyai dampak bagi profitabilitas modal sendiri tersebut. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menggunakan hutang yang lebih kecil karena perusahaan mampu menyediakan dana yang cukup melalui laba ditahan, selain itu karena pembayaran bunga merupakan pengurangan pajak maka semakin tinggi tingkat pajak perusahaan. Maka dengan meningkatnya profitabilitas akan berdampak positif pada nilai perusahaan.

Menurut Lubis (2014:56), kepemilikan manajerial didefinisikan sebagai berikut : “kepemilikan manajerial adalah pemegang saham, direksi atau pejabat perseroan yang memiliki proporsi yang signifikan dalam perseroan.” Dalam pengambilan keputusan keuangan perusahaan terdapat kejadian-kejadian yang berakibat pada kebijakan perusahaan antara lain, sulitnya melakukan investasi baru, sulit menerapkan kebijakan dividen karena laba tidak diperoleh atau kecil. Kondisi tersebut tentu tidak akan memuaskan *stakeholder* khususnya para pemegang saham (*shareholders*) sebagai pemilik perusahaan. Ini menyebabkan

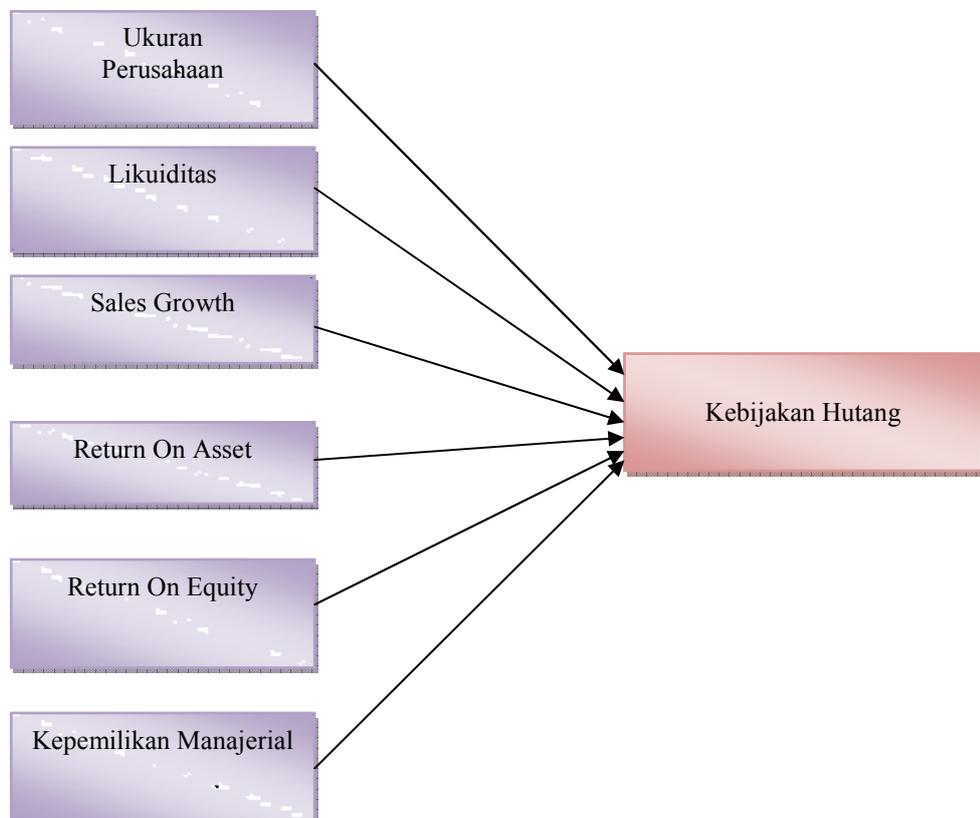
para pemegang saham yang juga termasuk dalam jajaran direksi perusahaan (*managerial ownership*) melepas kepemilikannya kepada publik dan akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

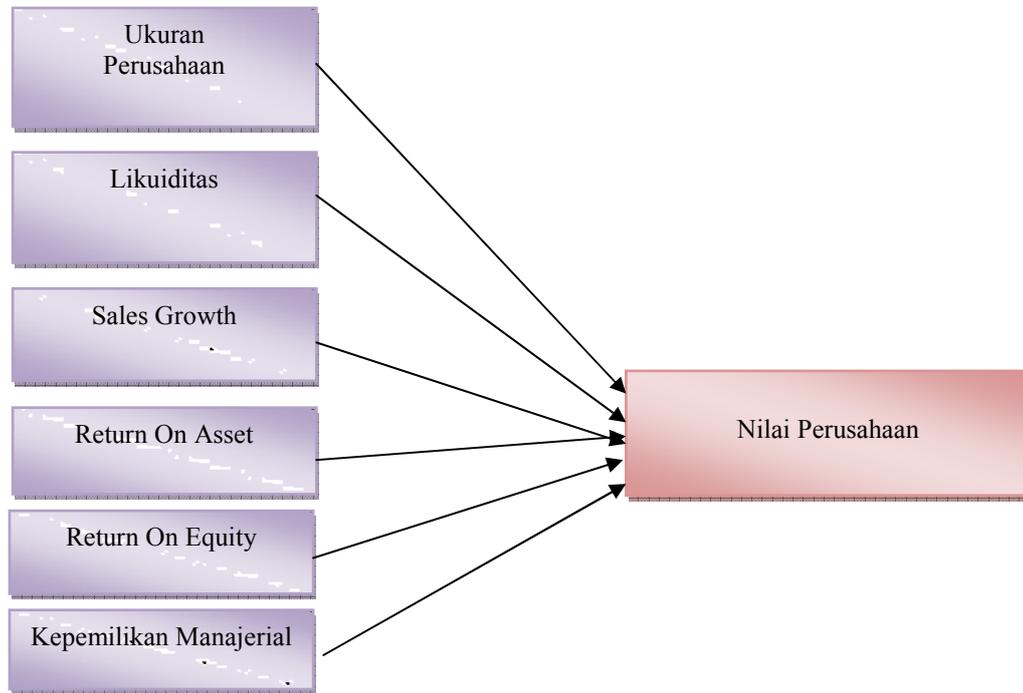
Menurut Riyanto (2014), solvabilitas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya apabila perusahaan tersebut pada saat itu dilikuidasi atau salah satu kebijakan hutang. Menurut Kasmir (2011), rasio solvabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Solvabilitas yang tinggi menunjukkan perusahaan memiliki utang yang tinggi. Jika suatu perusahaan memiliki utang, maka perusahaan tersebut akan lebih berhati-hati dalam menjalankan perusahaan untuk menghindari tindakan yang nantinya merugikan perusahaan dan menurunkan nilai perusahaan. Investor akan berhati-hati dalam menanamkan modalnya ke perusahaan yang memiliki utang lebih besar dibandingkan ekuitasnya. Semakin besar utang yang dimiliki perusahaan maka semakin besar pula risiko berinvestasi di perusahaan tersebut.

Tetapi menurut teori *signalling* menyebutkan utang yang semakin banyak akan menjadi sinyal positif bagi investor. Investor akan beranggapan bahwa perusahaan yang mempunyai utang adalah perusahaan yang berprospek dimasa depan dan mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai penilaian yang baik dari pihak kreditur karena dapat dengan mudah mendapatkan utang. Semakin tinggi utang maka semakin besar modal yang dimiliki perusahaan untuk kegiatan operasionalnya, sehingga kepercayaan investor meningkat melalui peningkatan permintaan saham. Berdasarkan uraian ini kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

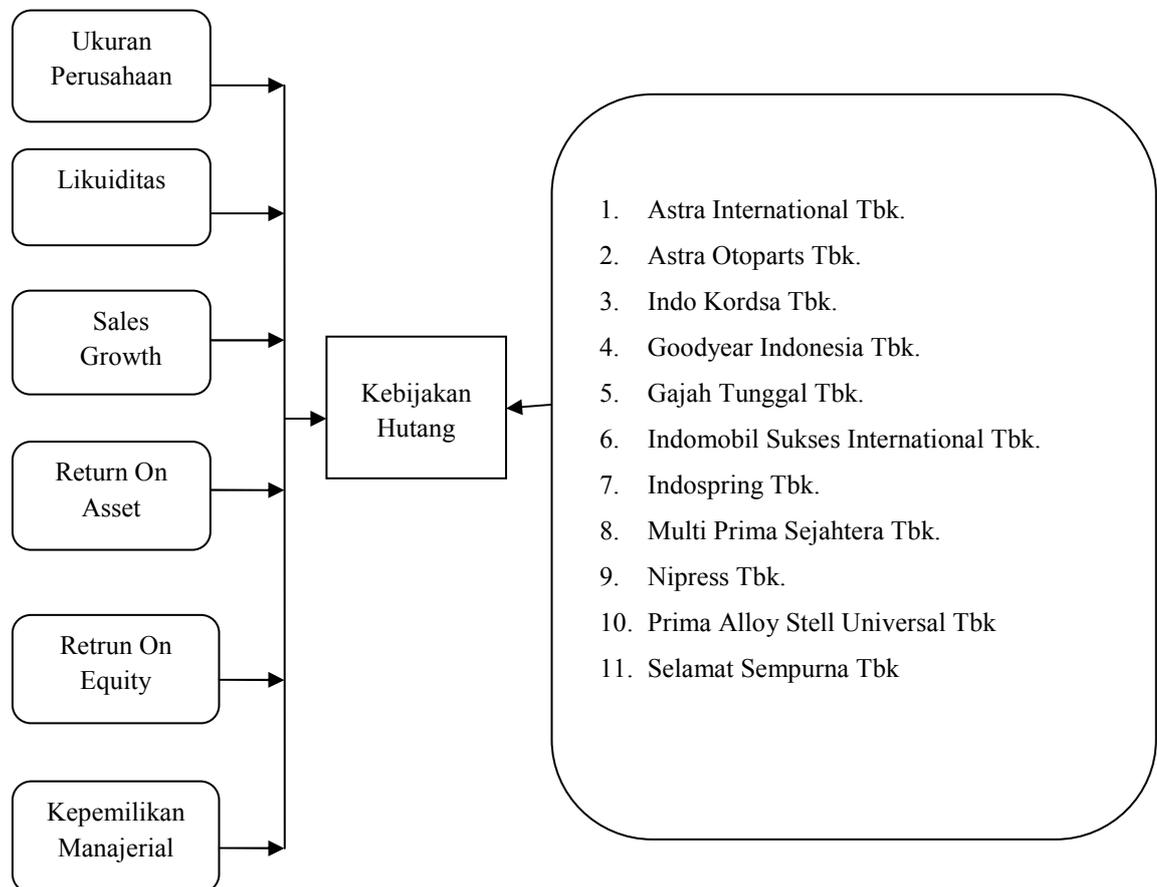
Berdasarkan penjelasan diatas, maka kerangka konseptual pada penelitian ini dapat dilihat pada gambar dibawah ini : Adapun kerangka konseptual dalam penelitian ini untuk melihat keterkaitan antar variabel bebas terhadap variabel terikat yaitu ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial. Variabel terikatnya adalah Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan.

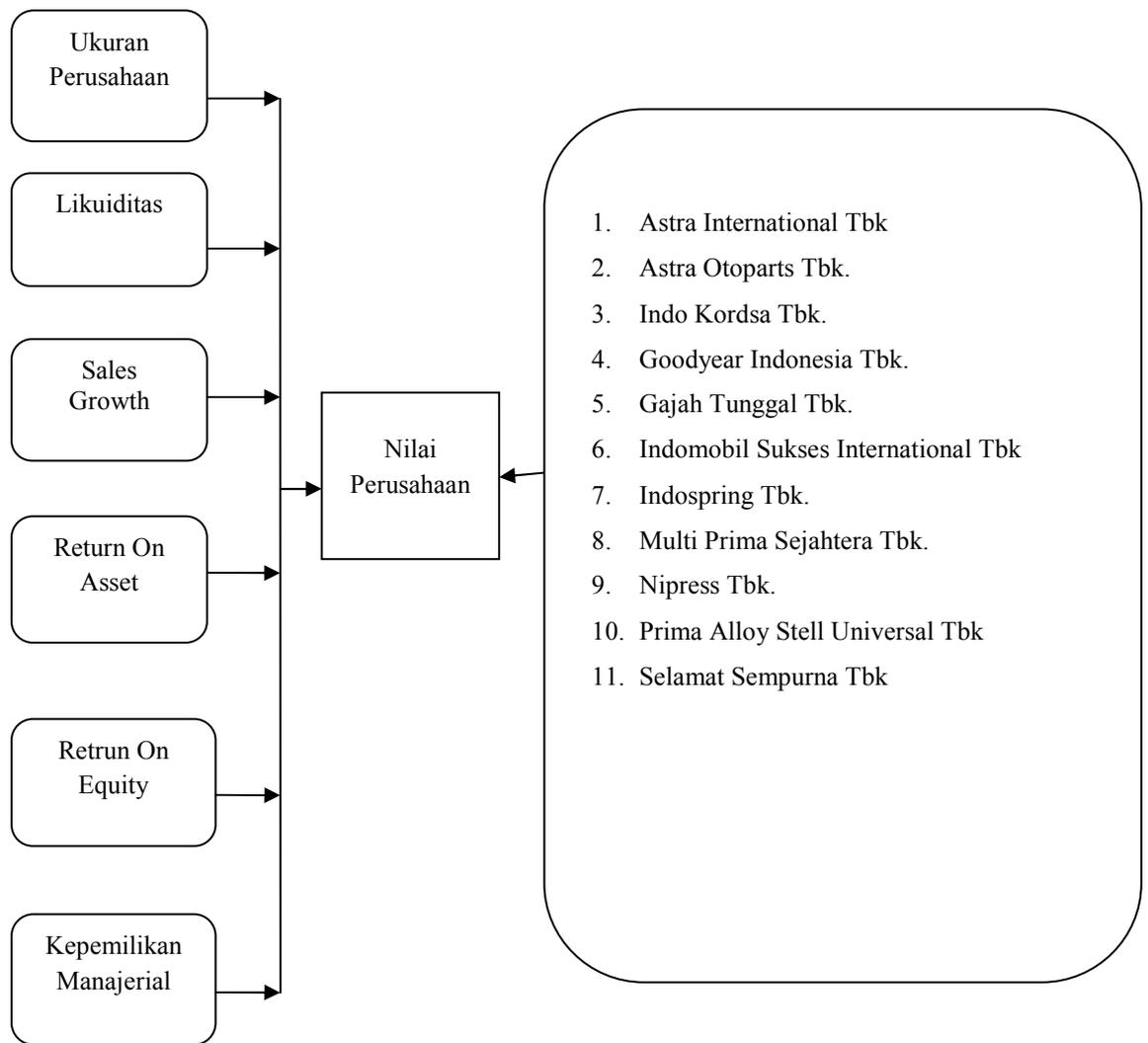
Gambar 2.1 OLS (Ordinary Least Square) Dengan Model Analisis

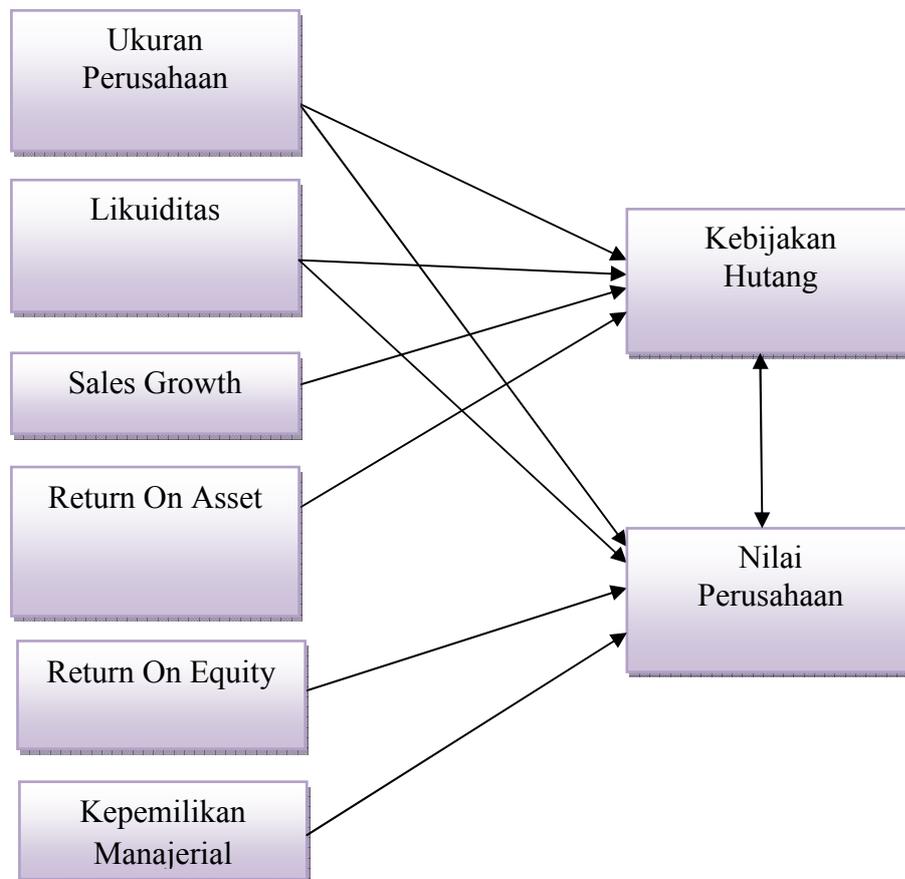




Gambar 2.2 Kerangka Konseptual Regresi Panel





Gambar 2.3 Kerangka Konseptual Simultan

D. Hipotesis

Teori empirik yang dikemukakan oleh Sugiyono (2003) sebagai berikut: Hipotesis adalah suatu proposisi, kondisi atau prinsip untuk sementara waktu dianggap benar dan barangkali tanpa keyakinan supaya bisa ditarik suatu konsekuensi logis dan dengan cara ini kemudian diadakan pengujian tentang kebenarannya dengan menggunakan data empiris hasil penelitian.

Berdasarkan tinjauan teoritis, rumusan masalah dan kerangka konseptual yang dijelaskan diatas maka hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, dan Nilai Perusahaan secara Simultan berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
4. ukuran perusahaan, likuiditas, *return on equity*, kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
5. Ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara panel berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan ASII, AUTO, BRAM, GDYR, GJTL, IMAS, INDS, MASA, NIPS, PRAS dan SMSM.

6. Ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara panel berpengaruh terhadap nilai perusahaan perusahaan ASII, AUTO, BRAM, GDYR, GJTL, IMAS, INDS, MASA, NIPS, PRAS dan SMSM.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Pendekatan Penelitian

Pendekatan penelitian ini adalah penelitian asosiatif/kuantitatif. Menurut (Rusiadi 2013:14 dalam Indri 2017:58) penelitian asosiatif/kuantitatif merupakan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui derajat hubungan dan pola/bentuk pengaruh antar dua variabel atau lebih, dimana dengan penelitian ini maka akan dibangun suatu teori yang berfungsi untuk menjelaskan, meramalkan suatu gejala. Untuk mendukung analisis kuantitatif digunakan model Regresi Linear Berganda, Analisis Simultan dan Regresi Panel yang digunakan sebagai alat analisis prediksi.

B. Tempat dan Waktu Penelitian

1. Tempat Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada Perusahaan *Automotive and Components* Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dengan melakukan browsing pada situs www.idx.co.id.

2. Waktu Penelitian

Penelitian dilakukan mulai dari bulan Oktober 2017 sampai dengan September 2018.

Tabel 3.1 Skedul Proses Penelitian

No	Aktivitas	Bulan											
		Oktober 2017			Desember 2017			Mei 2018	Juni 2018	September 2018			Mei 2019
1	Riset awal/Pengajuan Judul	■											
2	Penyusunan Proposal				■	■	■						
3	Seminar Proposal							■					
4	Perbaikan Acc Proposal							■					
5	Pengolahan Data								■	■			
6	Penyusunan Skripsi									■	■	■	
7	Bimbingan Skripsi											■	■
8	Meja Hijau												■

Sumber : Diolah Penulis 2018

C. Definisi Operasional Variabel

1. Variabel Penelitian

Variabel penelitian mencakup variabel apa yang akan diteliti. Penelitian ini menggunakan 6 (enam) variabel bebas yaitu: variabel bebas yaitu ukuran perusahaan (X_1), likuiditas (X_2), *sales growth* (X_3), *return on asset* (X_4), *return on equity* (X_5), kepemilikan manajerial (X_6), serta 2 (dua) variabel terikat yaitu kebijakan hutang (Y_1) dan nilai perusahaan (Y_2).

2. Definisi Operasional

Definisi operasional merupakan petunjuk bagaimana suatu variabel diukur secara operasional di lapangan.

Tabel 3.2 Operasionalisasi Variabel

No	Variabel	Definisi	Pengukuran	Skala
1	<i>Firm Size</i> (Z)	Menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva. (Warsono, 2013:88).	Ln Total Aset	Rasio
2	Likuiditas (X ₂)	Kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek yang segera harus dipenuhi. (Riyanto, 2014:25)	$CR = \frac{\text{Aset lancar}}{\text{Hutang Lancar}} \times 100\%$	Rasio
3	Sales Growth (X ₃)	Kenaikan jumlah penjualan dari tahun ke tahun atau dari waktu ke waktu. (Azizah, 2013:77).	$\frac{\text{Sales Growth (t)} - \text{Sales Growth (t-1)}}{\text{Sales Growth (t-1)}} \times 100\%$	Rasio
4	<i>Return On Asset</i> (X ₄)	Kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dari aset yang dimiliki. (Sartono, 2014:118).	$\frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$	Rasio
5	<i>Return On Equity</i> (X ₅)	Kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dari modal yang dimiliki. (Sartono, 2014:119).	$\frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$	Rasio
6	Kepemilikan Manajerial (X ₆)	Situasi dimana para pemegang saham mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai kreditur maupun sebagai dewan komisaris. (Jensen, 2013:45).	$\frac{\text{Jumlah Saham Yang Dimiliki Komisaris dan Direksi}}{\text{Jumlah Saham Yang Beredar}} \times 100\%$	Rasio
7	Kebijakan Hutang (Y ₁)	Merupakan keputusan manajemen dalam menjalankan operasi perusahaan, khususnya mengenai bagaimana perusahaan akan didanai. (Brigham, 2014:100).	<i>Debt to Equity Ratio</i> $\frac{\text{Hutang}}{\text{Modal}} \times 100\%$	Rasio
8	Nilai Perusahaan (Y ₂)	Nilai pasar atas surat berharga utang dan ekuitas perusahaan yang beredar. (Keown, 2014:90).	<i>Price to Book Value (PBV)</i> $\frac{\text{Harga Pasar Saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}}$	Rasio

Sumber: Penulis (2018)

D. Populasi dan Sampel / Jenis dan Sumber Data

1. Populasi

Populasi adalah sekelompok entitas yang lengkap yang dapat berupa orang, kejadian, atau benda yang mempunyai karakteristik tertentu (Sugiyono, 2014: 74). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam periode 2014-2017 yang berjumlah 13 perusahaan.

2. Sampel

Sampel adalah bagian populasi yang digunakan untuk memperkirakan karakteristik populasi (Sugiyono, 2014: 75). Teknik penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Dalam Sugiyono (2014:76) pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dilakukan dengan mengambil sampel dari populasi berdasarkan suatu kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan dapat berdasarkan pertimbangan tertentu tertentu. Adapun kriteria yang ditetapkan oleh penulis adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (2014-2017).
- b. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan yang telah diaudit selama periode pengamatan (2014-2017).
- c. Perusahaan yang tidak *delisting* dari BEI selama periode pengamatan (2014-2017).

Tabel 3.3 Sampel Perusahaan

ASII	PT. Astra Internasional, Tbk
AUTO	PT. Astra Otoparts, Tbk
BRAM	PT. Indo Kordsa, Tbk
GDYR	PT. Goodyear Indonesia, Tbk
GJTL	PT. Gajah Tunggal, Tbk
IMAS	PT. Indomobil Sukses Internasional, Tbk
INDS	PT. Indospring, Tbk
MASA	PT. Multi Strada Arah Sarana, Tbk
NIPS	PT. Nipress, Tbk
PRAS	PT. Prima Alloy Steel Universal, Tbk
SMSM	PT. Selamat Sempurna, Tbk

Sumber : <http://www.idx.co.id> dan www.sahamok.com (2018)

Sebagian perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia ada 13 populasi dan yang memenuhi kriteria perusahaan sebanyak 11 sampel perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

3. Jenis Data

Jenis data yang digunakan peneliti adalah data sekunder dalam bentuk kuantitatif yaitu data yang diukur berdasarkan skala numerik seperti nilai rasio. Data penelitian tersebut diperoleh peneliti dari laporan keuangan tahunan yang diterbitkan perusahaan *automotive and components* secara rutin setiap periodenya pada Bursa Efek Indonesia. Data tersebut tersedia dalam situs www.idx.co.id.

4. Sumber Data

Adapun sumber data tersebut tersedia dalam situs www.idx.co.id. Periode data penelitian ini meliputi data dari tahun 2014 sampai 2017.

E. Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data dengan menggunakan metode dokumentasi, yaitu dengan mempelajari, mengklasifikasikan, dan menganalisis data sekunder berupa catatan-catatan, laporan keuangan tahunan maupun informasi yang terkait dengan lingkup penelitian ini.

F. Teknik Analisis Data

1. OLS (*Ordinary Least Square*) Dengan Model Analisis Regresi Linear Berganda

Menurut Rusiadi (2014:138) regresi linier merupakan alat ukur yang digunakan untuk mengukur ada atau tidaknya korelasi antar variabel. Model analisis data yang digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan adalah model ekonometrik dengan teknik analisis menggunakan model kuadrat terkecil biasa.

Model persamaanya adalah sebagai berikut :

$$Y_1 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \varepsilon$$

Dimana :

Y = Kebijakan Hutang

α = Intercept

β_1 - β_6 = Koefisien Regresi

X1 = Ukuran Perusahaan

X2 = Likuiditas

X3 = *Sales Growth*

X4 = *Return On Asset*

X5 = *Return On Equity*

X6 = Kepemilikan Manajerial

ε = Kesalahan Pengganggu/*Error Term*

$$Y_2 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \varepsilon$$

Dimana :

Y = Nilai Perusahaan

α = Intercept

β_1 - β_6 = Koefisien Regresi

X1 = Ukuran Perusahaan

X2 = Likuiditas

X3 = *Sales Growth*

X4 = *Return On Asset*

X5 = *Return On Equity*

X6 = Kepemilikan Manajerial

ε = Kesalahan Pengganggu/*Error Term*

2. Metode Analisis Autoregressive Distributed Lag (ARDL)/Panel ARDL

Dalam penelitian ini menggunakan data panel yaitu dengan menggunakan data antar waktu dan data antar daerah. Regresi panel ARDL digunakan untuk mendapatkan hasil estimasi masing-masing karakteristik individu secara terpisah dengan mengasumsikan adanya kointegrasi dalam jangka panjang *lag* setiap variabel. *Autoregresif Distributed Lag (ARDL)* yang diperkenalkan oleh Pesaran et al. (2001). Teknik ini mengkaji setiap *lag* variabel terletak pada I(1) atau I(0). Sebaliknya, hasil regresi ARDL adalah statistik uji yang dapat membandingkan dengan dua nilai kritis yang *asymptotic*.

- Pengujian Panel ARDL persamaan 1 (kebijakan hutang) dengan rumus:

$$DER_{it-p} = \alpha + \beta_1 FS_{it-p} + \beta_2 CR_{it-p} + \beta_3 SG_{it-p} + \beta_4 ROA_{it-p} + \beta_5 ROE_{it-p} + \beta_6 KM_{it-p} + \epsilon$$

Keterangan :

DER	: Kebijakan Hutang(%)
FS	: <i>Firm Size</i> (%)
CR	: <i>Current Ratio</i> (%)
SG	: <i>Sales Growth</i> (%)
ROA	: <i>Return On Asset</i> (%)
ROE	: <i>Return On Equity</i> (%)
KM	: Kepemilikan Manajerial (%)
ϵ	: <i>error term</i>
β	: koefisien regresi
α	: konstanta
p	: panjang <i>lag</i> optimal
i	: jumlah observasi (11 perusahaan)
t	: banyaknya waktu (8 tahun, 2010 sd 2017)

- Pengujian Panel ARDL persamaan 2 (nilai perusahaan) dengan rumus:

$$PBV_{it-p} = \alpha + \beta_1 FS_{it-p} + \beta_2 CR_{it-p} + \beta_3 SG_{it-p} + \beta_4 ROA_{it-p} + \beta_5 ROE_{it-p} + \beta_6 KM_{it-p} + \epsilon$$

Keterangan :

PBV	: Nilai Perusahaan
FS	: <i>Firm Size</i> (%)
CR	: <i>Current Ratio</i> (%)
SG	: <i>Sales Growth</i> (%)
ROA	: <i>Return On Asset</i> (%)
ROE	: <i>Return On Equity</i> (%)
KM	: Kepemilikan Manajerial (%)
ϵ	: <i>error term</i>
β	: koefisien regresi
α	: konstanta
p	: panjang <i>lag</i> optimal
i	: jumlah observasi (11 perusahaan)
t	: banyaknya waktu (8 tahun, 2010 sd 2017)

Kriteria Panel ARDL :

Model Panel ARDL yang diterima adalah model yang memiliki lag terkointegrasi, dimana asumsi utamanya adalah nilai coefficient pada Short Run Equation memiliki slope negatif dengan tingkat signifikan 5%. Syarat

Model Panel ARDL : nilainya negatif (-0,597) dan signifikan ($0,012 < 0,05$) maka model diterima

1. Uji Stasioneritas

Data deret waktu (*time series*) biasanya mempunyai masalah terutama pada stasioner atau tidak stasioner. Bila dilakukan analisis pada data yang tidak stasioner akan menghasilkan hasil regresi yang palsu (*spurious regression*) dan kesimpulan yang diambil kurang bermakna (Enders, 1995). Oleh karena itu, langkah pertama yang dilakukan adalah menguji dan membuat data tersebut menjadi stasioner. Uji stasionaritas ini dilakukan untuk melihat apakah data *time series* mengandung akar unit (*unit root*). Untuk itu, metode yang biasa digunakan adalah uji *Dickey-Fuller (DF)* dan uji *Augmented Dickey-Fuller (ADF)*. Data dikatakan stasioner dengan asumsi mean dan variansinya konstan. Dalam melakukan uji stasionaritas alat analisis yang dipakai adalah dengan uji akar unit (*unit root test*). Uji akar unit pertama kali dikembangkan oleh Dickey-Fuller dan dikenal dengan uji akar unit *Dickey-Fuller (DF)*. Ide dasar uji stasionaritas data dengan uji akar unit dapat dijelaskan melalui model berikut:

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + e_t \quad (3.1)$$

Dimana: $-1 \leq \rho \leq 1$ dan e_t adalah residual yang bersifat random atau stokastik dengan rata-rata nol, varian yang konstan dan tidak saling berhubungan (*nonautokorelasi*) sebagaimana asumsi metode OLS. Residual yang mempunyai sifat tersebut disebut residual yang *white noise*. Jika nilai $\rho = 1$ maka kita katakan bahwa variabel random (stokastik) Y

mempunyai akar unit (*unit root*). Jika data *time series* mempunyai akar unit maka dikatakan data tersebut bergerak secara random (*random walk*) dan data yang mempunyai sifat *random walk* dikatakan data tidak stasioner. Oleh karena itu jika kita melakukan regresi Y_t pada *lag* Y_{t-1} dan mendapatkan nilai $\rho = 1$ maka dikatakan data tidak stasioner. Inilah ide dasar uji akar unit untuk mengetahui apakah data stasioner atau tidak. Jika persamaan (3.1) tersebut dikurangi kedua sisinya dengan Y_{t-1} maka akan menghasilkan persamaan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} Y_t - Y_{t-1} &= \rho Y_{t-1} - Y_{t-1} + e_t \\ &= (\rho-1)Y_{t-1} + e_t \end{aligned} \quad (3.2)$$

Persamaan tersebut dapat ditulis menjadi:

$$\Delta Y_t = \theta \rho Y_{t-1} + e_t \quad (3.3)$$

Didalam prakteknya untuk menguji ada tidaknya masalah akar unit kita mengestimasi persamaan (3.3) daripada persamaan (3.2) dengan menggunakan hipotesis nul $\theta = 0$. jika $\theta = 0$ maka $\rho = 1$ sehingga data Y mengandung akar unit yang berarti data *time series* Y adalah tidak stasioner. Tetapi perlu dicatat bahwa jika $\theta = 0$ maka persamaan persamaan (3.1) dapat ditulis menjadi:

$$\Delta Y_t = e(t) \quad (3.4)$$

karena e_t adalah residual yang mempunyai sifat *white noise*, maka perbedaan atau diferensi pertama (*first difference*) dari data *time series* *random walk* adalah stasioner. Untuk mengetahui masalah akar unit, sesuai dengan persamaan (3.3) dilakukan regresi Y_t dengan Y_{t-1} dan mendapatkan

koefisiennya θ . Jika nilai $\theta = 0$ maka kita bisa menyimpulkan bahwa data Y adalah tidak stasioner. Tetapi jika θ negatif maka data Y adalah stasioner karena agar θ tidak sama dengan nol maka nilai ρ harus lebih kecil dari satu. Uji statistik yang digunakan untuk memverifikasi bahwa nilai θ nol atau tidak tabel distribusi normal tidak dapat digunakan karena koefisien θ tidak mengikuti distribusi normal. Sebagai alternatifnya *Dickey- Fuller* telah menunjukkan bahwa dengan hipotesis nul $\theta = 0$, nilai estimasi t dari koefisien Y_{t-1} di dalam persamaan (3.3) akan mengikuti distribusi statistik τ (tau). Distribusi statistik τ kemudian dikembangkan lebih jauh oleh Mackinnon dan dikenal dengan distribusi statistik Mackinnon.

2. Uji *Cointegrasi Lag*

Dalam menggunakan teknik ko-integrasi, perlu menentukan peraturan ko-integrasi setiap variabel. Bagaimanapun, sebagai mana dinyatakan dalam penelitian terdahulu, perbedaan uji memberi hasil keputusan yang berbeda dan tergantung kepada pra-uji akar unit. Pesaran dan Shin (1995) dan Pesaran, et al. (2001) memperkenalkan metodologi baru uji untuk ko-integrasi. Pendekatan ini dikenali sebagai prosedur ko-integrasi uji sempadan atau *autoregresi distributed lag* (ARDL). Kelebihan utama pendekatan ini yaitu menghilangkan keperluan untuk variabel-variabel ke dalam $I(1)$ atau $I(0)$. Uji ARDL ini mempunyai tiga langkah. Pertama, kita mengestimasi setiap 6 persamaan dengan menggunakan teknik kuadrat terkecil biasa (OLS). Kedua, kita menghitung uji Wald (statistik F) untuk melihat hubungan jangka panjang antara variabel. Uji Wald dapat dilakukan dengan batasan-batasan

untuk melihat koefisien jangka panjang. Model Panel ARDL yang diterima adalah model yang memiliki *lag* terkointegrasi, dimana asumsi utamanya adalah nilai coefficient memiliki slope negatif dengan tingkat signifikan 5%. Syarat Model Panel ARDL : nilainya negatif dan signifikan ($< 0,05$) maka model diterima.

Metode ARDL merupakan salah satu bentuk metode dalam ekonometrika. Metode ini dapat mengestimasi model regresi linear dalam menganalisis hubungan jangka panjang yang melibatkan adanya uji kointegrasi diantara variabel-variabel times series. Metode ARDL pertama kali diperkenalkan oleh Pesaran dan Shin (1997) dengan pendekatan uji kointegrasi dengan pengujian *Bound Test Cointegration*. Metode ARDL memiliki beberapa kelebihan dalam operasionalnya yaitu dapat digunakan pada data short series dan tidak membutuhkan klasifikasi praestimasi variabel sehingga dapat dilakukan pada variabel $I(0)$, $I(1)$ ataupun kombinasi keduanya. Uji kointegrasi dalam metode ini dilakukan dengan membandingkan nilai F-statistic dengan nilai F tabel yang telah disusun oleh Pesaran dan Pesaran (1997).

Dengan mengestimasi langkah pertama yang dilakukan dalam pendekatan ARDL *Bound Test* untuk melihat F-statistic yang diperoleh. F-statistic yang diperoleh akan menjelaskan ada atau tidaknya hubungan dalam jangka panjang antara variabel. Hipotesis dalam uji F ini adalah sebagai berikut: $H_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_n = 0$; tidak terdapat hubungan jangka panjang, $H_1 = \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \dots \neq \alpha_n \neq 0$; terdapat hubungan jangka panjang, 15 Jika nilai F-statistic yang diperoleh dari hasil komputasi pengujian *Bound Test* lebih besar daripada

nilai *upper critical value* $I(1)$ maka tolak H_0 , sehingga dalam model terdapat hubungan jangka panjang atau terdapat kointegrasi, jika nilai F-statistic berada di bawah nilai *lower critical value* $I(0)$ maka tidak tolak H_0 , sehingga dalam model tidak terdapat hubungan jangka panjang atau tidak terdapat kointegrasi, jika nilai F-statistic berada di antara nilai *upper* dan *lower critical value* maka hasilnya tidak dapat disimpulkan. Secara umum model ARDL (p,q,r,s) dalam persamaan jangka panjang dapat dituliskan sebagai berikut:

$$Y_t = a_0 + a_1t + \sum_{i=1}^p a_2Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q a_3X_{1t-i} + \sum_{i=0}^r a_4X_{2t-i} + \sum_{i=0}^s a_5X_{3t-i} + et$$

Pendekatan dengan menggunakan model ARDL mensyaratkan adanya *lag* seperti yang ada pada persamaan diatas. Menurut Juanda (2009) *lag* dapat di definisikan sebagai waktu yang diperlukan timbulnya respon (Y) akibat suatu pengaruh (tindakan atau keputusan). Pemilihan *lag* yang tepat untuk model dapat dipilih menggunakan basis *Schawrtz-Bayesian Criteria* (SBC), *Akaike Information Criteria* (AIC) atau menggunakan informasi kriteria yang lain, model yang baik memiliki nilai informasi kriteria yang terkecil. Langkah selanjutnya dalam metode ARDL adalah mengestimasi parameter dalam short run atau jangka pendek. Hal ini dapat dilakukan dengan mengestimasi model dengan *Error Correction Model* (ECM), seperti yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa dari model ARDL kita dapat memperoleh model ECM. Estimasi dengan *Error Correction Model* berdasarkan persamaan jangka panjang diatas adalah sebagai berikut:

$$\Delta Y_t = a_0 + a_1t + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \gamma_i \Delta X_{1t-i} + \sum_{i=0}^r \delta_i \Delta X_{2t-i} + \sum_{i=0}^s \theta_i \Delta X_{3t-i} + \vartheta ECM_{t-1} + et$$

Di mana ECT_t merupakan *Error Correction Term* yang dapat ditulis sebagai berikut:

$$ECM_t = Y - a_0 - a_{1t} - \sum_{i=1}^p a_2 Y_{t-i} - \sum_{i=0}^q a_3 X_{1t-i} - \sum_{i=0}^r a_4 X_{2t-i} - \sum_{i=0}^s a_5 X_{5t-i}$$

Hal penting dalam estimasi model ECM adalah bahwa *error correction term* (ECT) harus bernilai negatif, nilai negatif dalam ECT menunjukkan bahwa model yang diestimasi adalah valid. Semua koefisien dalam persamaan jangka pendek di atas merupakan koefisien yang menghubungkan model dinamis dalam jangka pendek konvergen terhadap keseimbangan dan ϑ merepresentasikan kecepatan penyesuaian dari jangka pendek ke keseimbangan jangka panjang. Hal ini memperlihatkan bagaimana ketidakseimbangan akibat *shock* di tahun sebelumnya disesuaikan pada keseimbangan jangka panjang pada tahun ini.

3. Regresi Panel

Dalam penelitian ini menggunakan data panel yaitu dengan menggunakan data antar waktu dan data antar perusahaan. Regresi panel digunakan untuk mendapatkan hasil estimasi masing-masing karakteristik individu secara terpisah. Pengujian Regresi Panel kebijakan hutang dengan rumus:

$$\begin{aligned} KH_{it(ASII)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\ KH_{it(AUTO)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\ KH_{it(BRAM)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\ KH_{it(GDYR)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\ KH_{it(GJTL)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\ KH_{it(IMAS)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\ KH_{it(INDS)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\ KH_{it(MASA)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} KH_{it(NIPS)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\ KH_{it(PRAS)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\ KH_{it(SMSM)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \end{aligned}$$

Dimana:

KH	: Kebijakan Hutang (%)
UP	: Ukuran Perusahaan (Milyar)
LK	: Likuiditas (%)
SG	: <i>Sales Growth</i> (%)
ROA	: <i>Return On Asset</i> (%)
ROE	: <i>Return On Equity</i> (%)
KM	: Kepemilikan Manajerial (%)
ϵ	: <i>error term</i>
β	: koefisien regresi
α	: konstanta
i	: jumlah observasi (11)
t	: banyaknya waktu (2014-2016)
ASII	: Astra International Tbk
AUTO	: Astra Otoparts Tbk.
BRAM	: Indo Kordsa Tbk.
GDYR	: Goodyear Indonesia Tbk.
GJTL	: Gajah Tunggal Tbk.
IMAS	: Indomobil Sukses International Tbk.
INDS	: Indospring Tbk.
MASA	: Multistrada Arah Sarana Tbk.
NIPS	: Nipress Tbk.

PRAS : Prima Alloy Stell Universal Tbk

SMSM : Selamat Sempurna Tbk.

Pengujian Regresi Panel nilai perusahaan dengan rumus:

$$\begin{aligned}
 NP_{it(ASII)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\
 NP_{it(AUTO)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\
 NP_{it(BRAM)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\
 NP_{it(GDYR)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\
 NP_{it(GJTL)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\
 NP_{it(IMAS)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\
 NP_{it(INDS)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\
 NP_{it(MASA)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\
 NP_{it(NIPS)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\
 NP_{it(PRAS)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon \\
 NP_{it(SMSM)} &= \alpha + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 LK_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 KM_{it} + \epsilon
 \end{aligned}$$

Dimana:

NP : Nilai Perusahaan (%)

UP : Ukuran Perusahaan (Milyar)

LK : Likuiditas (%)

SG : *Sales Growth* (%)

ROA : *Return On Asset* (%)

ROE : *Return On Equity* (%)

KM : Kepemilikan Manajerial (%)

ϵ : *error term*

β : koefisien regresi

α : konstanta

i : jumlah observasi (11)

t : banyaknya waktu (2014-2017)

ASII : Astra International Tbk

AUTO : Astra Otoparts Tbk.

BRAM	: Indo Kordsa Tbk.
GDYR	: Goodyear Indonesia Tbk.
GJTL	: Gajah Tunggal Tbk.
IMAS	: Indomobil Sukses International Tbk.
INDS	: Indospring Tbk.
MASA	: Multistrada Arah Sarana Tbk.
NIPS	: Nipress Tbk.
PRAS	: Prima Alloy Stell Universal Tbk
SMSM	: Selamat Sempurna Tbk.

3. 2SLS (*Two Stage Least Square*) Dengan Model Analisis Simultan

Model analisis yang digunakan adalah sistem persamaan simultan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{LOG(KH)} = & \text{C(10)} + \text{C(11)} * \text{LOG(UP)} + \text{C(12)} * \text{LOG(LK)} + \\ & \text{C(13)} * \text{LOG(SG)} + \text{C(14)} * \text{LOG(ROA)} + \text{C(15)} * \text{LOG(ROE)} \\ & + \text{C(16)} * \text{LOG(KM)} + \varepsilon_1 \end{aligned}$$

Dimana :

KH	: Kebijakan Hutang (%)
UP	: Ukuran Perusahaan (Milyar)
LK	: Likuiditas (%)
SG	: <i>Sales Growth</i> (%)
ROA	: <i>Return On Asset</i> (%)
ROE	: <i>Return On Equity</i> (%)
KM	: Kepemilikan Manajerial (%)

C(11), C(12), (13) = konstanta

α_0, α_3 = koefisien regresi

ε_1 = term error

$$\begin{aligned} \text{LOG(NP)} = & C(20) + C(21) * \text{LOG(UP)} + C(22) * \text{LOG(LK)} + \\ & C(23) * \text{LOG(SG)} + C(24) * \text{LOG(ROA)} + C(25) * \text{LOG(ROE)} + C(26) * \\ & \text{LOG(KM)} + \varepsilon_2 \end{aligned}$$

Dimana :

NP : Nilai Perusahaan (%)

UP : Ukuran Perusahaan (Milyar)

LK : Likuiditas (%)

SG : *Sales Growth* (%)

ROA : *Return On Asset* (%)

ROE : *Return On Equity* (%)

KM : Kepemilikan Manajerial (%)

C(21), C(22), (23), (24) = konstanta

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_3$ = koefisien regresi

ε_2 = term error

Asumsi dasar dari analisis regresi adalah variabel di sebelah kanan dalam persamaan tidak berkorelasi dengan *disturbance terms*. Jika asumsi tersebut tidak terpenuhi, *Ordinary Least Square (OLS)* dan *Weighted Least Square* menjadi bias dan tidak konsisten. Ada beberapa kondisi dimana variabel independen berkorelasi dengan *disturbances*. Contoh klasik kondisi tersebut, antara lain :

- a. Ada variabel endogen dalam jajaran variabel independen (variabel di sebelah kanan dalam persamaan)

- b. *Right-hand-side variables* diukur dengan salah. Secara ringkas, variabel yang berkorelasi dengan residual disebut variabel endogen (*endogenous variables*) dan variabel yang tidak berkorelasi dengan nilai residual adalah variabel eksogen (*exogenous* atau *predetermined variables*).

Pendekatan yang mendasar pada kasus dimana *right hand side variables* berkorelasi dengan residual adalah dengan mengestimasi persamaan dengan menggunakan *instrumental variables regression*. Gagasan dibalik *instrumental variables* adalah untuk mengetahui rangkaian variabel, yang disebut instrumen, yang (1) berkorelasi dengan *explanatory variables* dalam persamaan dan (2) tidak berkorelasi dengan *disturbances*-nya. Instrumen ini yang menghilangkan korelasi antara *right-handside variables* dengan *disturbance*. Dalam persamaan simultan sangat besar kemungkinan variabel endogen berkorelasi dengan *error term*, dalam hal ini variabel *leverage* berkorelasi dengan e_2 , dan variabel dividen berkorelasi dengan e_1 . Dengan kondisi tersebut maka analisis dengan menggunakan regresi biasa (OLS) sangat potensial untuk menghasilkan taksiran yang bias dan tidak konsisten. Selanjutnya dikatakan bahwa metode 2SLS lebih tepat digunakan untuk analisis simultan, mengingat dalam analisis ini semua variabel diperhitungkan sebagai suatu sistem secara menyeluruh.

Two-stage-least-square (2SLS) adalah alat khusus dalam *instrumental variables regression*. Seperti namanya, metode ini melibatkan 2 tahap OLS.

Stage 1. Untuk menghilangkan korelasi antara variabel endogen dengan *error term*, dilakukan regresi pada tiap persamaan pada variabel *predetermined variables* saja (*reduced form*). Sehingga di dapat *estimated value* tiap-tiap variabel endogen.

Stage 2. Melakukan regresi pada persamaan aslinya (*structural form*), dengan menggantikan variabel endogen dengan *estimated value*-nya (yang didapat dari *1st stage*).

a. Identifikasi Simultanitas

Untuk melihat hubungan antara variabel endogen maka langkah pertama dilakukan identifikasi persamaan. Identifikasi ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah persamaan tersebut berada dalam salah satu kondisi berikut ini: *under identified* (tidak bisa diidentifikasi), *exactly-identified* (tepat diidentifikasi) atau *over-identified*. Agar metode 2SLS dapat diaplikasikan pada sistem persamaan, maka persyaratan identifikasi harus memenuhi kriteria tepat (*exactly identified*) atau *over identified*. Disamping itu, metode 2SLS memiliki prosedur lain, antara lain: tidak ada korelasi residual terms (*endogenous variables*), *Durbin-Watson test* menyatakan tidak ada variabel di sisi kanan yang berkorelasi dengan *error terms*. Akibat dari autokorelasi terhadap penaksiran regresi adalah :

- 1) Varian residual (*error term*) akan diperoleh lebih rendah daripada semestinya yang mengakibatkan R² lebih tinggi daripada yang seharusnya.
- 2) Pengujian hipotesis dengan menggunakan statistik t dan statistik F akan menyesatkan.

Disamping itu harus dipastikan bahwa tidak ada heteroskedastisitas, untuk itu dilakukan uji asumsi klasik untuk menemukan apakah ada autokorelasi dan heteroskedastisitas. Hasil uji asumsi klasik menyatakan bahwa korelasi nilai sisa (*residual value*) antar variabel endogen sangat kecil atau dapat dikatakan tidak ada

autokorelasi serta dibuktikan bahwa tidak ada heteroskedastisitas, sehingga metode 2SLS diaplikasikan. Kondisi over identifikasi menyatakan bahwa (untuk persamaan yang akan diidentifikasi) selisih antara total variabel dengan jumlah variabel yang ada dalam satu persamaan (endogen dan eksogen), harus memiliki jumlah yang minimal sama dengan jumlah dari persamaan dikurangi satu.

Sebelum memasuki tahap analisis 2SLS, setiap persamaan harus memenuhi persyaratan identifikasi. Suatu persamaan dikatakan *identified* hanya jika persamaan tersebut dinyatakan dalam bentuk statistik unik, dan menghasilkan taksiran parameter yang unik. Berdasarkan hal ini bahwa untuk memenuhi syarat tersebut maka suatu variabel pada persamaan satu harus tidak konsisten dengan persamaan lain. Dalam hal ini identifikasi persamaan dapat dilakukan dengan memasukkan atau menambah, atau mengeluarkan beberapa variabel eksogen (atau endogen) ke dalam persamaan. Kondisi *identified* dibagi menjadi dua yaitu: *exactly identified* dan *over identified*. Penentuan kondisi *exactly identified* maupun *over identified* dilakukan dengan rumus sebagai berikut:

$K-k < m-1$: disebut *under identification*

$K-k = m-1$: disebut *exact identification*

$K-k > m-1$: disebut *over identification*

dimana ;

K = jumlah variabel eksogen *predetermined* dalam model

m = jumlah variabel eksogen *predetermined* dalam persamaan

k = jumlah variabel endogen dalam persamaan.

Berdasarkan kriteria diatas maka identifikasi persamaan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$\text{LOG(KH)} = \text{C(10)} + \text{C(11)} * \text{LOG(UP)} + \text{C(12)} * \text{LOG(LK)} + \text{C(13)} * \text{LOG(SG)} + \text{C(14)} * \text{LOG(ROE)} + \text{C(15)} * \text{LOG(ROA)} + \text{C(16)} * \text{LOG(KM)} + \varepsilon_1$$

$$K = 6, k = 2, \text{ dan } m = 4$$

$$\text{LOG(NP)} = \text{C(20)} + \text{C(21)} * \text{LOG(UP)} + \text{C(22)} * \text{LOG(LK)} + \text{C(23)} * \text{LOG(SG)} + \text{C(24)} * \text{LOG(ROA)} + \text{C(25)} * \text{LOG(ROE)} + \text{C(25)} * \text{LOG(KM)} + \varepsilon_2$$

$$K = 6, k = 2, \text{ dan } m = 5$$

Berdasarkan formula di atas, keempat persamaan dapat diuji identifikasinya sebagai berikut :

Tabel 3.3 Uji identifikasi persamaan

Persamaan	K-k	m-1	Hasil	Identifikasi
Kebijakan Hutang	6-2	4-1	4=4	<i>Exact identification</i>
Nilai Perusahaan	6-2	5-1	4<5	<i>Under identification</i>

a. Two-Stage Least Squares

Metode analisis menggunakan *Two-Stage Least Squares* atau model regresi dua tahap, yaitu :

Tahap 1 : Persamaan *Reduce Form*

$$\text{LOG(KH)} = \text{C(10)} + \text{C(11)} * \text{LOG(UP)} + \text{C(12)} * \text{LOG(LK)} + \text{C(13)} * \text{LOG(SG)} + \text{C(14)} * \text{LOG(ROA)} + \text{C(15)} * \text{LOG(ROE)} + \text{C(16)} * \text{LOG(KM)} + \varepsilon_1$$

Tahap 2 :Memasukan nilai estimasi Inflasi dari persamaan *reduce form* ke persamaan awal, yaitu :

$$\text{LOG(NP)}=\text{C(20)}+\text{C(21)*LOG(UP)}+\text{C(22)*LOG(LK)}+\text{C(23)*LOG(SG)}+\text{C(24)*LOG(ROA)}+\text{C(25)*LOG(ROE)}+\text{C(26)*LOG(KM)} + \varepsilon_2$$

a) Uji Kesesuaian (*Test Goodness of Fit*)

Estimasi terhadap model dilakukan dengan menggunakan metode yang tersedia pada program statistik Eviews versi 10. Koefisien yang dihasilkan dapat dilihat pada output regresi berdasarkan data yang di analisis untuk kemudian diinterpretasikan serta dilihat signifikansi tiap-tiap variabel yang diteliti yaitu :

- 1) R^2 (koefisien determinasi) bertujuan untuk mengetahui kekuatan variabel bebas (independent variable) menjelaskan variabel terikat (dependent variabel).
- 2) Uji parsial (t-test), dimaksudkan untuk mengetahui signifikansi statistik koefisien regresi secara parsial Jika $t_{hit} > t_{tabel}$, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima.
- 3) Uji serempak (F-test), dimaksudkan untuk mengetahui signifikansi statistik koefisien regresi secara serempak. Jika $F_{hit} > F_{tabel}$, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima.

b) Uji Penyimpangan Asumsi Klasik

Setelah dilakukan pengujian regresi, maka dilakukan evaluasi. Evaluasi ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah penggunaan model regresi linier berganda dalam menganalisis telah memenuhi asumsi klasik yang dipersyaratkan.

Asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini, sebagai berikut :

1) Uji Normalitas

Asumsi model regresi linier klasik adalah faktor pengganggu μ mempunyai nilai rata-rata yang sama dengan nol, tidak berkorelasi dan mempunyai varian yang konstan. Dengan asumsi ini, OLS estimator atau penaksir akan memenuhi sifat-sifat yang diinginkan, seperti ketidakbiasan dan mempunyai varian yang minimum. Untuk mengetahui normal tidaknya faktor pengganggu μ dilakukan dengan Jarque-Bera Test (J-B Test). Uji ini menggunakan hasil estimasi residual dan X^2 probability distribution, yaitu dengan membandingkan nilai JBhitung atau X^2 hitung dengan X^2 tabel. Kriteria keputusan sebagai berikut :

- a) Jika nilai JBhitung $>$ X^2 tabel (Prob $<$ 0,05), maka hipotesis yang menyatakan bahwa residual u_i berdistribusi normal ditolak.
- b) Jika nilai JBhitung $<$ X^2 tabel (Prob $>$ 0,05), maka hipotesis yang menyatakan bahwa residual u_i berdistribusi normal diterima

2) Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi dimaksudkan untuk mengetahui apakah terjadi korelasi antara residual (anggota) pada serangkaian observasi tertentu dalam suatu periode tertentu. Dalam model regresi linier berganda juga harus bebas dari *autokorelasi*. Ada berbagai metode yang digunakan untuk menguji ada tidaknya gejala *autokorelasi*. Dalam penelitian ini digunakan metode *Uji Durbin Watson*. Menurut *Durbin Watson*, besarnya koefisien *Durbin Watson* adalah antara 0-4. Kalau koefisien *Durbin Watson* sekitar 2, maka dapat dikatakan tidak ada korelasi, kalau besarnya mendekati 0, maka terdapat *autokorelasi* positif dan jika besarnya mendekati 4 (empat) maka terdapat autokorelasi negatif.

3) Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas digunakan untuk menunjukkan adanya hubungan linear diantara variabel-variabel dalam model regresi. Interpretasi dari persamaan regresi linier secara implisit bergantung bahwa variabel-variabel beda dalam persamaan tidak saling berkorelasi. Bila variabel-variabel bebas berkorelasi dengan sempurna, maka disebut multikolinieritas sempurna.

Multikolinieritas dapat dideteksi dengan besaran-besaran regresi yang didapat yaitu :

- a) Variasi besar (dari taksiran OLS)
- b) Interval kepercayaan lebar (karena variasi besar, maka standar error besar sehingga interval kepercayaan lebar)

- c) Uji-t tidak signifikan. Suatu variable bebas secara substansi maupun secara statistic jika dibuat regresi sederhana bias tidak signifikan karena variasi besar akibat kolinieritas. Bila standar error terlalu besar pula kemungkinan taksiran koefisien regresi tidak signifikan.
- d) R^2 tinggi tetapi tidak banyak variable yang signifikan dari t-test.
- e) Terkadang nilai taksiran koefisien yang didapat akan mempunyai nilai yang tidak sesuai dengan substansi sehingga dapat menyesatkan interpretasi.

Multikolinearitas muncul jika diantara variabel independen memiliki korelasi yang tinggi dan membuat kita sulit untuk memisahkan efek suatu variabel independen terhadap variabel dependen dari efek variabel lainnya. Hal ini disebabkan perubahan suatu variabel akan menyebabkan perubahan variabel pasangannya karena korelasi yang tinggi.

Beberapa indikator dalam mendeteksi adanya multikolinearitas, diantaranya (Gujarati, 2006):

1. Nilai R^2 yang terlampaui tinggi, (lebih dari 0,8) tetapi tidak ada atau sedikit t-statistik yang signifikan.
2. Nilai F-statistik yang signifikan, namun t-statistik dari masing-masing variabel bebas tidak signifikan.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Hasil Penelitian

1. Deskripsi Objek Penelitian

a. Sejarah Singkat Bursa Efek Indonesia

Bursa Efek Indonesia (disingkat BEI, dalam bahasa Inggris *Indonesia Stock Exchange* (IDX) adalah sebuah pasar saham yang merupakan hasil penggabungan Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan Bursa Efek Surabaya melebur kedalam Bursa Efek Jakarta. Perusahaan hasil penggabungan usaha ini memulai operasinya pada 1 Desember 2007, Bursa Efek Indonesia dipimpin oleh Direktur Utama Erry Firmansyah, mantan direktur utama BEJ, Mantan Direktur Utama Pasaribu menjabat sebagai Direktur Perdagangan Fixed Income dan Derivatif, Keanggotaan dan Partisipan. Untuk memberikan informasi yang lebih lengkap tentang perkembangan bursa kepada publik, BEI menyebarkan data pergerakan harga saham melalui media cetak dan elektronik. Satu indikator pergerakan harga saham tersebut adalah indeks harga saham. Saat ini, BEI mempunyai tujuh macam indeks saham:

- 1) IHSG, menggunakan semua saham tercatat sebagai komponen kalkulasi Indeks.
- 2) Indeks Sektoral, menggunakan semua saham yang masuk dalam setiap sektor.
- 3) Indeks LQ45, menggunakan 45 saham terpilih setelah melalui beberapa tahapan selesai.

- 4) Indeks Individual, yang merupakan Indeks untuk masing-masing saham didasarkan harga dasar.
- 5) Jakarta Islamic Index, merupakan Indeks perdagangan saham syariah.

b. Visi Misi Bursa Efek Indonesia

1) Visi Bursa Efek Indonesia

Menjadi bursa yang kompetitif dengan kredibilitas tingkat dunia.

2) Misi Bursa Efek Indonesia

Menciptakan daya saing untuk menarik investor dan emiten, melalui pemberdayaan anggota bursa dan partisipan, penciptaan nilai tambah, efisiensi biaya serta penerapan *good governance*.

2. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (nilai mean), dan standar deviasi dari masing-masing variabel.

Tabel 4.1 Deskriptif Statistik

	CR	DER	FS	KM	PBV	ROA	ROE	SG
Mean	161.8341	105.7336	8.097045	7.128409	8.633864	2.499545	4.158636	6.562955
Median	131.6350	91.54500	7.715000	0.010000	0.985000	3.665000	2.125000	4.795000
Maximum	511.7600	282.0100	12.60000	100.0000	219.3600	41.14000	24.00000	37.61000
Minimum	83.77000	13.47000	4.730000	0.000000	0.100000	-21.91000	-4.520000	-7.830000
Std. Dev.	86.21040	71.91399	2.142176	21.41510	32.94078	11.31983	6.612113	10.16825
Skewness	2.051638	0.982696	0.430247	3.837469	6.150010	0.607698	1.847935	1.499898
Kurtosis	7.915056	3.025222	2.518917	16.86792	39.85531	4.864946	5.879095	4.953518
Jarque-Bera	75.15687	7.082909	1.781802	460.5774	2767.608	9.084549	40.23918	23.49418
Probability	0.000000	0.028971	0.410286	0.000000	0.000000	0.010649	0.000000	0.000008
Sum	7120.700	4652.280	356.2700	313.6500	379.8900	109.9800	182.9800	288.7700
Sum Sq. Dev.	319586.0	222379.8	197.3235	19720.07	46659.08	5509.961	1879.962	4445.913
Observations	44	44	44	44	44	44	44	44

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Pada tabel 4.1 di atas diketahui dari variabel *Current Ratio* (CR) nilai minimum sebesar 83,77000, maksimum sebesar 511,7600, mean sebesar 161,8341 dan standar deviasinya adalah 86,21040. Nilai minimum dari *Current Ratio* (CR) sebesar 83,77000 dimiliki oleh Indomobil Sukses International Tbk pada tahun 2017, sedangkan nilai maksimum dari *Current Ratio* adalah 511,7600 dimiliki oleh Indospring Tbk pada tahun 2017.

Variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) nilai minimum sebesar 13,47000, maksimum sebesar 282,0100, mean sebesar 105,7336 dan standar deviasinya sebesar 71,91399. Nilai minimum dari *Debt to Equity Ratio* (DER) sebesar 13,47000 dimiliki oleh Indospring Tbk pada tahun 2017, sedangkan nilai maksimum dari *Debt to Equity Ratio* adalah 282,0100 dimiliki oleh Indomobil Sukses International Tbk pada tahun 2016.

Variabel *Firm Size* (FS) nilai minimum sebesar 4,730000, maksimum sebesar 12,60000, mean sebesar 8,097045 dan standar deviasinya sebesar 2,142176. Nilai minimum dari *Firm Size* (FS) sebesar 4,730000 dimiliki oleh Goodyear Indonesia Tbk pada tahun 2016, sedangkan nilai maksimum dari *Firm Size* adalah 12,60000 dimiliki oleh Astra Internasional Tbk pada tahun 2017.

Variabel kepemilikan manajerial (KM) nilai minimum sebesar 0,000000, maksimum sebesar 100,0000, mean sebesar 10,49932 dan standar deviasinya sebesar 23,94078. Nilai minimum dari kepemilikan manajerial sebesar 0,000000 dimiliki oleh beberapa perusahaan diantaranya Astra Otoparts Tbk, Indo Kordsa Tbk, Goodyear Indonesia Tbk, Indomobil Sukses Internasional Tbk, Niperss Tbk dan Prima Alloy Steel Universal Tbk pada tahun 201, sedangkan nilai maksimum

dari kepemilikan manajerial adalah 100,000 dimiliki oleh Selamat Sempurna Tbk pada tahun 2015.

Variabel *price to book value* (PBV) nilai minimum sebesar 0,100000, maksimum sebesar 219,3600, mean sebesar 8,633864 dan standar deviasinya sebesar 32,94078. Nilai minimum dari *price to book value* sebesar 0,100000 dimiliki oleh Selamat Sempurna Tbk pada tahun 2015, sedangkan nilai maksimum dari *price to book value* adalah 219,3600 dimiliki oleh Multi Strada Arah Sarana Tbk pada tahun 2017.

Variabel *return on asset* (ROA) nilai minimum sebesar -4,520000, maksimum sebesar 24,00000, mean sebesar 4,158636 dan standar deviasinya sebesar 6,612113. Nilai minimum dari *return on asset* sebesar -4,520000 dimiliki oleh Multi Strada Arah Sarana Tbk pada tahun 2015, sedangkan nilai maksimum dari *return on asset* adalah 24,00000 dimiliki oleh Selamat Sempurna Tbk pada tahun 2014.

Variabel *return on equity* (ROE) nilai minimum sebesar -7,830000, maksimum sebesar 37,61000, mean sebesar 6,562955 dan standar deviasinya sebesar 10,16825. Nilai minimum dari *return on equity* sebesar -7,830000 dimiliki oleh Multi Strada Arah Sarana Tbk pada tahun 2015, sedangkan nilai maksimum dari *return on equity* adalah 37,61000 dimiliki oleh Selamat Sempurna Tbk pada tahun 2014.

Variabel *sales growth* (SG) nilai minimum sebesar -21,91000, maksimum sebesar 41,14000, mean sebesar 2,499545 dan standar deviasinya sebesar 11,31983. Nilai minimum dari *sales growth* sebesar -21,91000 dimiliki oleh Prima Alloy Steel Universal Tbk pada tahun 2016, sedangkan nilai maksimum

dari *sales growth* adalah 41,14000 dimiliki oleh Prima Alloy Steel Universal Tbk pada tahun 2014.

3. Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen yaitu ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan.

Tabel 4.2
Regresi Linier Berganda Kebijakan Hutang

Dependent Variable: DER					
Method: Least Squares					
Date: 09/26/18 Time: 21:33					
Sample: 1 44					
Included observations: 44					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	69.84521	42.41500	1.646710	0.1081	
FS	12.09682	4.597044	2.631434	0.0123	
CR	-0.295016	0.136992	-2.153526	0.0379	
SG	-0.635167	0.867224	-0.732414	0.4685	
ROA	3.303408	8.959188	0.368717	0.7144	
ROE	-4.392655	5.623618	-0.781108	0.4397	
KM	0.331395	0.555233	0.596857	0.5542	
R-squared	0.412572	Mean dependent var		105.7336	
Adjusted R-squared	0.317313	S.D. dependent var		71.91399	
S.E. of regression	59.41884	Akaike info criterion		11.15201	
Sum squared resid	130632.2	Schwarz criterion		11.43586	
Log likelihood	-238.3442	Hannan-Quinn criter.		11.25727	
F-statistic	4.331068	Durbin-Watson stat		0.351468	
Prob(F-statistic)	0.002091				

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Tabel 4.2 pada kolom *coefficients* dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$Y = 69,845 + 12,096 \text{ FS} - 0,295 \text{ CR} - 0,635 \text{ SG} + 3,303 \text{ ROA} - 4,392 \text{ ROE} + 0,331 \text{ KM}$$

Interpretasi dari persamaan regresi linier berganda adalah:

- a. Jika segala sesuatu pada variabel-variabel bebas dianggap tidak ada maka kebijakan hutang (Y) adalah sebesar 69,845%.
- b. Jika terjadi peningkatan *firm size* sebesar 1%, maka kebijakan hutang (Y) akan meningkat sebesar 12,096%.
- c. Jika terjadi peningkatan *current ratio* sebesar 1%, maka kebijakan hutang (Y) akan menurun sebesar 0,295%.
- d. Jika terjadi peningkatan *sales growth* sebesar 1%, maka kebijakan hutang (Y) akan menurun sebesar 0,635%.
- e. Jika terjadi peningkatan *return on asset* sebesar 1%, maka kebijakan hutang (Y) akan meningkat sebesar 3,303%.
- f. Jika terjadi peningkatan *return on equity* sebesar 1%, maka kebijakan hutang (Y) akan menurun sebesar 4,392%.
- g. Jika terjadi peningkatan kepemilikan manajerial sebesar 1%, maka kebijakan hutang (Y) akan meningkat sebesar 0,331%.

Tabel 4.3
Regresi Linier Berganda Nilai Perusahaan

Dependent Variable: PBV Method: Least Squares Date: 09/26/18 Time: 21:44 Sample: 1 44 Included observations: 44				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	37.09482	22.54501	1.645368	0.1084
FS	-1.939324	2.443484	-0.793672	0.4324
CR	-0.070165	0.072816	-0.963588	0.3415
SG	1.087791	0.460959	2.359845	0.0237
ROA	2.124520	4.762111	0.446130	0.6581
ROE	-2.329634	2.989143	-0.779365	0.4407
KM	0.327148	0.295125	1.108506	0.2748
R-squared	0.209001	Mean dependent var		8.633864
Adjusted R-squared	0.080731	S.D. dependent var		32.94078
S.E. of regression	31.58312	Akaike info criterion		9.888033
Sum squared resid	36907.27	Schwarz criterion		10.17188
Log likelihood	-210.5367	Hannan-Quinn criter.		9.993298
F-statistic	1.629386	Durbin-Watson stat		2.078980
Prob(F-statistic)	0.166575			

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Tabel 4.3 pada kolom *coefficients* dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$Y = 37,094 - 1,939 FS - 0,070 CR + 1,087 SG + 2,124 ROA - 2,329 ROE + 0,327 KM$$

Interpretasi dari persamaan regresi linier berganda adalah:

- a. Jika segala sesuatu pada variabel-variabel bebas dianggap tidak ada maka nilai perusahaan (Y) adalah sebesar 37,094%.
- b. Jika terjadi peningkatan *firm size* sebesar 1%, maka nilai perusahaan (Y) akan menurun sebesar 1,939%.
- c. Jika terjadi peningkatan *current ratio* sebesar 1%, maka nilai perusahaan (Y) akan menurun sebesar 0,070%.

- d. Jika terjadi peningkatan *sales growth* sebesar 1%, maka nilai perusahaan (Y) akan meningkat sebesar 1,087%.
- e. Jika terjadi peningkatan *return on asset* sebesar 1%, maka nilai perusahaan (Y) akan meningkat sebesar 2,124%.
- f. Jika terjadi peningkatan *return on equity* sebesar 1%, maka nilai perusahaan (Y) akan menurun sebesar 2,329%.
- g. Jika terjadi peningkatan kepemilikan manajerial sebesar 1%, maka nilai perusahaan (Y) akan meningkat sebesar 0,327%.

4. Uji Kesesuaian (*Test Goodness Of Fit*)

a. Uji Serentak (Uji F)

Cara yang digunakan adalah dengan melihat *level of significant* ($=0,05$).

Jika nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka H_0 ditolak dan H_a diterima.

Tabel 4.4
Uji F (Serentak) Kebijakan Hutang

Dependent Variable: DER				
Method: Least Squares				
Date: 09/26/18 Time: 21:33				
Sample: 1 44				
Included observations: 44				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R-squared	0.412572	Mean dependent var		105.7336
Adjusted R-squared	0.317313	S.D. dependent var		71.91399
S.E. of regression	59.41884	Akaike info criterion		11.15201
Sum squared resid	130632.2	Schwarz criterion		11.43586
Log likelihood	-238.3442	Hannan-Quinn criter.		11.25727
F-statistic	4.331068	Durbin-Watson stat		0.351468
Prob(F-statistic)	0.002091			

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Berdasarkan tabel 4.4 di atas dapat dilihat bahwa F_{hitung} sebesar 4,331 sedangkan F_{tabel} sebesar 2,36 yang dapat dilihat pada $\alpha = 0,05$ (lihat lampiran tabel F). Probabilitas signifikan jauh lebih kecil dari 0,05 yaitu $0,002 < 0,05$, maka model regresi dapat dikatakan bahwa dalam penelitian ini ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara serentak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Maka hipotesis sebelumnya adalah Terima H_a atau hipotesis diterima.

Tabel 4.5
Uji F (Serentak) Nilai Perusahaan

Dependent Variable: PBV				
Method: Least Squares				
Date: 09/26/18 Time: 21:44				
Sample: 1 44				
Included observations: 44				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R-squared	0.209001	Mean dependent var		8.633864
Adjusted R-squared	0.080731	S.D. dependent var		32.94078
S.E. of regression	31.58312	Akaike info criterion		9.888033
Sum squared resid	36907.27	Schwarz criterion		10.17188
Log likelihood	-210.5367	Hannan-Quinn criter.		9.993298
F-statistic	1.629386	Durbin-Watson stat		2.078980
Prob(F-statistic)	0.166575			

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Berdasarkan tabel 4.5 di atas dapat dilihat bahwa F_{hitung} sebesar 1,629 sedangkan F_{tabel} sebesar 2,36 yang dapat dilihat pada $\alpha = 0,05$ (lihat lampiran tabel F). Probabilitas signifikan jauh lebih kecil dari 0,05 yaitu $0,166 > 0,05$, maka model regresi dapat dikatakan bahwa dalam penelitian ini ukuran perusahaan, likuiditas, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara serentak tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Maka hipotesis sebelumnya adalah Terima H_0 atau hipotesis ditolak.

b. Uji Signifikan Parsial (Uji t)

Uji Parsial (t) menunjukkan seberapa jauh variabel bebas secara individual menerangkan variasi pengujian ini dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi 5%.

Tabel 4.6
Uji Parsial Kebijakan Hutang

Dependent Variable: DER Method: Least Squares Date: 09/26/18 Time: 21:33 Sample: 1 44 Included observations: 44				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	69.84521	42.41500	1.646710	0.1081
FS	12.09682	4.597044	2.631434	0.0123
CR	-0.295016	0.136992	-2.153526	0.0379
SG	-0.635167	0.867224	-0.732414	0.4685
ROA	3.303408	8.959188	0.368717	0.7144
ROE	-4.392655	5.623618	-0.781108	0.4397
KM	0.331395	0.555233	0.596857	0.5542
R-squared	0.412572	Mean dependent var		105.7336
Adjusted R-squared	0.317313	S.D. dependent var		71.91399
S.E. of regression	59.41884	Akaike info criterion		11.15201
Sum squared resid	130632.2	Schwarz criterion		11.43586
Log likelihood	-238.3442	Hannan-Quinn criter.		11.25727
F-statistic	4.331068	Durbin-Watson stat		0.351468
Prob(F-statistic)	0.002091			

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Berdasarkan tabel 4.6 diatas dapat dilihat bahwa:

1) Pengaruh *firm size* terhadap kebijakan hutang.

Hasil menunjukkan bahwa t_{hitung} sebesar 2,631 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,026 dan signifikan sebesar 0,012, sehingga $t_{hitung} 2,631 > t_{tabel} 2,026$ dan signifikan $0,012 < 0,05$, maka H_a diterima dan H_0 ditolak, yang menyatakan *firm size* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

2) Pengaruh *current ratio* terhadap kebijakan hutang.

Hasil menunjukkan bahwa t_{hitung} sebesar -2,153 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,026 dan signifikan sebesar 0,037, sehingga $t_{hitung} -2,153 < t_{tabel} 2,026$ dan signifikan $0,037 < 0,05$, maka H_a diterima dan H_0 ditolak, yang menyatakan *current ratio* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

3) Pengaruh *sales growth* terhadap kebijakan hutang.

Hasil menunjukkan bahwa t_{hitung} sebesar -0,732 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,026 dan signifikan sebesar 0,037, sehingga $t_{hitung} -0,732 < t_{tabel} 2,026$ dan signifikan $0,037 > 0,05$, maka H_a ditolak dan H_0 diterima, yang menyatakan *sales growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

4) Pengaruh *return on asset* terhadap kebijakan hutang.

Hasil menunjukkan bahwa t_{hitung} sebesar 0,368 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,026 dan signifikan sebesar 0,714, sehingga $t_{hitung} 0,368 < t_{tabel} 2,026$ dan signifikan $0,714 > 0,05$, maka H_a ditolak dan H_0 diterima, yang menyatakan *return on asset* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

5) Pengaruh *return on equity* terhadap kebijakan hutang.

Hasil menunjukkan bahwa t_{hitung} sebesar -0,781 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,026 dan signifikan sebesar 0,439, sehingga $t_{hitung} -0,781 < t_{tabel} 2,026$ dan signifikan $0,439 > 0,05$, maka H_a ditolak dan H_0 diterima, yang menyatakan *return on equity* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

6) Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

Hasil menunjukkan bahwa t_{hitung} sebesar 0,596 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,026 dan signifikan sebesar 0,554, sehingga $t_{hitung} 0,596 < t_{tabel} 2,026$ dan signifikan $0,554 > 0,05$, maka H_a ditolak dan H_0 diterima, yang menyatakan

kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Tabel 4.7
Uji Parsial Nilai Perusahaan

Dependent Variable: PBV Method: Least Squares Date: 09/26/18 Time: 21:44 Sample: 1 44 Included observations: 44				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	37.09482	22.54501	1.645368	0.1084
FS	-1.939324	2.443484	-0.793672	0.4324
CR	-0.070165	0.072816	-0.963588	0.3415
SG	1.087791	0.460959	2.359845	0.0237
ROA	2.124520	4.762111	0.446130	0.6581
ROE	-2.329634	2.989143	-0.779365	0.4407
KM	0.327148	0.295125	1.108506	0.2748
R-squared	0.209001	Mean dependent var		8.633864
Adjusted R-squared	0.080731	S.D. dependent var		32.94078
S.E. of regression	31.58312	Akaike info criterion		9.888033
Sum squared resid	36907.27	Schwarz criterion		10.17188
Log likelihood	-210.5367	Hannan-Quinn criter.		9.993298
F-statistic	1.629386	Durbin-Watson stat		2.078980
Prob(F-statistic)	0.166575			

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Berdasarkan tabel 4.7 diatas dapat dilihat bahwa:

- 1) Pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan.

Hasil menunjukkan bahwa t_{hitung} sebesar -0,793 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,026 dan signifikan sebesar 0,432, sehingga $t_{hitung} -0,793 < t_{tabel} 2,026$ dan signifikan $0,432 > 0,05$, maka H_a ditolak dan H_0 diterima, yang menyatakan *firm size* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

- 2) Pengaruh *current ratio* terhadap nilai perusahaan.

Hasil menunjukkan bahwa t_{hitung} sebesar -0,963 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,026 dan signifikan sebesar 0,341, sehingga $t_{hitung} -0,963 < t_{tabel} 2,026$ dan signifikan $0,341 > 0,05$, maka H_a ditolak dan H_0 diterima, yang menyatakan *current ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

- 3) Pengaruh *sales growth* terhadap nilai perusahaan.

Hasil menunjukkan bahwa t_{hitung} sebesar 2,359 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,026 dan signifikan sebesar 0,023, sehingga $t_{hitung} 2,359 > t_{tabel} 2,026$ dan signifikan $0,023 < 0,05$, maka H_a diterima dan H_0 ditolak, yang menyatakan *sales growth* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

- 4) Pengaruh *return on asset* terhadap nilai perusahaan.

Hasil menunjukkan bahwa t_{hitung} sebesar 0,446 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,026 dan signifikan sebesar 0,658, sehingga $t_{hitung} 0,446 < t_{tabel} 2,026$ dan signifikan $0,658 > 0,05$, maka H_a ditolak dan H_0 diterima, yang menyatakan *return on asset* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

- 5) Pengaruh *return on equity* terhadap nilai perusahaan.

Hasil menunjukkan bahwa t_{hitung} sebesar -0,779 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,026 dan signifikan sebesar 0,440, sehingga $t_{hitung} -0,779 < t_{tabel} 2,026$ dan signifikan $0,440 > 0,05$, maka H_a ditolak dan H_0 diterima, yang menyatakan *return on equity* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

- 6) Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Hasil menunjukkan bahwa t_{hitung} sebesar 1,108 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,026 dan signifikan sebesar 0,274, sehingga $t_{hitung} 1,108 < t_{tabel} 2,026$ dan signifikan $0,274 > 0,05$, maka H_a ditolak dan H_0 diterima, yang menyatakan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

c. Koefisien Determinasi

Analisis koefisien determinasi ini digunakan untuk mengetahui persentase besarnya variasi pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat.

Tabel 4.8
Koefisien Determinasi Kebijakan Hutang

Dependent Variable: DER				
Method: Least Squares				
Date: 09/26/18 Time: 21:33				
Sample: 1 44				
Included observations: 44				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R-squared	0.412572	Mean dependent var		105.7336
Adjusted R-squared	0.317313	S.D. dependent var		71.91399
S.E. of regression	59.41884	Akaike info criterion		11.15201
Sum squared resid	130632.2	Schwarz criterion		11.43586
Log likelihood	-238.3442	Hannan-Quinn criter.		11.25727
F-statistic	4.331068	Durbin-Watson stat		0.351468
Prob(F-statistic)	0.002091			

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Berdasarkan tabel 4.8 dapat dilihat nilai koefisien determinasi sebesar 31,7% menunjukkan bahwa 31,7% informasi yang terkandung dalam data dapat dijelaskan oleh model, sedangkan sisanya sebesar $100\% - 31,7\% = 68,3\%$ dijelaskan oleh error dan variabel lain di luar model.

Tabel 4.9
Koefisien Determinasi Nilai Perusahaan

Dependent Variable: PBV				
Method: Least Squares				
Date: 09/26/18 Time: 21:44				
Sample: 1 44				
Included observations: 44				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R-squared	0.209001	Mean dependent var		8.633864
Adjusted R-squared	0.080731	S.D. dependent var		32.94078
S.E. of regression	31.58312	Akaike info criterion		9.888033
Sum squared resid	36907.27	Schwarz criterion		10.17188
Log likelihood	-210.5367	Hannan-Quinn criter.		9.993298
F-statistic	1.629386	Durbin-Watson stat		2.078980
Prob(F-statistic)	0.166575			

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Berdasarkan tabel 4.9 dapat dilihat nilai koefisien determinasi sebesar 8,0% menunjukkan bahwa 8,0% informasi yang terkandung dalam data dapat dijelaskan oleh model, sedangkan sisanya sebesar $100\% - 8,0\% = 92,0\%$ dijelaskan oleh error dan variabel lain di luar model.

5. Analisa 2SLS (*Two Stage Least Square*) Dengan Model Analisis Simultan

Estimasi untuk mengetahui pengaruh variabel secara simultan dengan 2 (dua) persamaan dilakukan dengan menggunakan model Two Stages Least Squares. Hasil estimasi sistem persamaan dengan Two-Stages Least Square ditunjukkan pada tabel dibawah. Hasil output Eviews dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 4.10
Analisa 2SLS (*Two Stage Least Square*) Dengan Model Analisis Simultan Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan

System: ASMAWANDI				
Estimation Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 11/22/18 Time: 14:00				
Sample: 2014 2017				
Included observations: 44				
Total system (balanced) observations 88				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(10)	4.146953	1.034993	4.006744	0.0001
C(11)	0.572578	0.415682	1.377443	0.1724
C(12)	-0.005382	0.001292	-4.165829	0.0001
C(13)	-0.007836	0.014198	-0.551893	0.5826
C(14)	-0.007042	0.017032	-0.413468	0.6804
C(15)	0.002164	0.011861	0.182458	0.8557
C(20)	7.130286	2.133608	3.341891	0.0013
C(21)	-2.661801	3.017422	-0.882144	0.3805
C(22)	-0.004839	0.009757	-0.495981	0.6213
C(23)	0.025896	0.081390	0.318165	0.7512
C(24)	-0.023962	0.017201	-1.393067	0.1677
C(25)	-0.005148	0.030206	-0.170422	0.8651
Determinant residual covariance		0.483305		
Equation: LOG(DER)=C(10)+C(11)*LOG(FS)+C(12)*(CR)+C(13)*(SG)+ C(14)*(ROA)+C(15)*(PBV)				
Instruments: C FS CR SG ROA ROE KM				
Observations: 44				

R-squared	0.544910	Mean dependent var	4.423706
Adjusted R-squared	0.485030	S.D. dependent var	0.728959
S.E. of regression	0.523111	Sum squared resid	10.39852
Durbin-Watson stat	0.408091		
Equation: LOG(PBV)=C(20)+C(21)*LOG(FS)+C(22)*(CR)+C(23)*(ROE) +C(24)*(KM)+C(25)*(DER)			
Instruments: C FS CR SG ROA ROE KM			
Observations: 44			
R-squared	0.307021	Mean dependent var	0.326263
Adjusted R-squared	0.215840	S.D. dependent var	1.739702
S.E. of regression	1.540555	Sum squared resid	90.18581
Durbin-Watson stat	0.967884		

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Berdasarkan hasil output persamaan struktural dapat diketahui adanya 2 persamaan. Berikut masing-masing penjelasan dalam 2 persamaan.

1) Hasil uji persamaan 1 : Kebijakan Hutang (DER)

Persamaan pertama adalah persamaan yang digunakan untuk mengetahui secara simultan terhadap kebijakan hutang dengan persamaan berikut:

$$\text{LOG (DER)} = \text{C(10)} + \text{C(11)} * \text{LOG(FS)} + \text{C(12)} * \text{C(13)} * (\text{SG}) + \text{C(14)} * (\text{ROA}) + \text{C(15)} * (\text{PBV})$$

Berdasarkan persamaan tersebut hasil output dengan model Two Stages Least Squares, sebagai berikut :

$$\text{LOG(DER)} = 4,147 + 0,572 * \text{LOG(FS)} - 0,005 * (\text{CR}) - 0,008 * (\text{SG}) - 0,007 * (\text{ROA}) + 0,002 * (\text{PBV})$$

$$\text{Probabilitas} = 0,1724 \text{LOG (FS)}$$

$$0,0001 (\text{CR})$$

$$0,5826 (\text{SG})$$

$$0,6804 (\text{ROA})$$

$$0,8557 (\text{PBV})$$

Berdasarkan hasil estimasi diatas dapat menunjukkan bahwa $R^2 = 0,5449$ yang bermakna bahwa variabel *Firm Size* (FS), *Current Ratio* (CR), *Sales Growth*

(SG), *Return On Asset* (ROA) dan *Price to Book Value* (PBV) mampu menjelaskan Kebijakan Hutang (DER) sebesar 54,49% dan sisanya sebesar 45,51% kebijakan hutang dipengaruhi oleh variabel lain diluar estimasi dalam model.

Berdasarkan hasil estimasi diperoleh nilai t-hitung, terdapat 1 (satu) variabel secara signifikan yang sangat mempengaruhi variabel kebijakan hutang yaitu *Current Ratio* (CR) pada $\alpha = 5$ persen, nilai prob $0,0001 < 0,05$ sehingga *Current Ratio* (CR) berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan 4 (empat) variabel lainnya dinyatakan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang (DER) yaitu *Firm Size* (FS) dimana nilai prob. $0,1724 > 0,05$, *Sales Growth* (SG) dimana nilai prob. $0,5826 > 0,05$, *Return On Asset* (ROA) dimana nilai prob. $0,6804 > 0,05$ dan *Price to Book Value* (PBV) dimana nilai prob. $0,8557 > 0,05$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa sebagian besar variabel tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang (DER).

Pembahasan :

a) Koefisien *Firm Size* :

Berdasarkan hasil regresi diketahui bahwa koefisien regresi untuk *Firm Size* positif 0,573 mengandung arti bahwa setiap peningkatan terhadap *firm size* sebesar 1 persen maka kebijakan hutang akan mengalami peningkatan sebesar 0,573 persen.

b) Koefisien *Current Ratio* (CR) :

Berdasarkan hasil regresi diketahui bahwa koefisien regresi untuk *current ratio* (cr) negatif 0,005 mengandung arti bahwa setiap peningkatan terhadap

current ratio sebesar 1 persen maka kebijakan hutang akan mengalami penurunan sebesar 0,005 persen.

c) Koefisien *Sales Growth (SG)* :

Berdasarkan hasil regresi diketahui bahwa koefisien regresi untuk *sales growth* negatif 0,008 mengandung arti bahwa setiap peningkatan terhadap *sales growth* sebesar 1 persen maka kebijakan hutang akan mengalami penurunan sebesar 0,008 persen.

d) Koefisien *Return On Asset (ROA)*:

Berdasarkan hasil regresi diketahui bahwa koefisien regresi untuk ROA negatif 0,007 mengandung arti bahwa setiap peningkatan terhadap ROA sebesar 1 persen maka kebijakan hutang akan mengalami penurunan sebesar 0,007 persen.

e) Koefisien *Price to Book Value (PBV)* :

Berdasarkan hasil regresi diketahui bahwa koefisien regresi untuk PBV positif 0,002 mengandung arti bahwa setiap peningkatan terhadap PBV sebesar 1 persen maka kebijakan hutang akan mengalami peningkatan sebesar 0,002 persen.

2) Hasil Uji Persamaan 2 : Nilai Perusahaan (PBV)

Persamaan kedua adalah persamaan yang digunakan untuk mengetahui secara simultan terhadap variabel Nilai Perusahaan dengan persamaan berikut:

$$\text{LOG(PBV)} = \text{C(20)} + \text{C(21)} * \text{LOG(FS)} + \text{C(22)} * (\text{CR}) + \text{C(23)} * (\text{ROE}) + \text{C(24)} * (\text{KM}) + \text{C(25)} * (\text{DER})$$

Berdasarkan persamaan tersebut hasil output dengan model Two Stages Least Squares, sebagai berikut :

$$\text{LOG(PBV)} = C(7,130) - C(2,662) * \text{LOG(FS)} - C(0,005) * (\text{CR}) + C(0,025) * (\text{ROE}) - C(0,024) * \text{KM} - C(0,005) * (\text{DER})$$

$$\text{Probabilitas} = 0,3805 \text{ LOG(FS)}$$

$$0,6213 \text{ (CR)}$$

$$0,7512 \text{ (ROE)}$$

$$0,1677 \text{ (KM)}$$

$$0,8651 \text{ (DER)}$$

Berdasarkan hasil estimasi diatas dapat menunjukkan bahwa $R^2 = 0,3070$ yang bermakna bahwa variabel *firm size (FS)*, *current ratio (CR)*, *return on equity (ROE)*, kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang (DER) mampu menjelaskan nilai perusahaan (PBV) sebesar 30,70 % dan sisanya sebesar 69,30% nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel lain diluar estimasi dalam model.

Berdasarkan hasil estimasi diperoleh nilai t-hitung, bahwa ke-5 (lima) variable dinyatakan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (DER) yaitu *Firm Size (FS)* dimana nilai prob. $0,380 > 0,05$, *Current Ratio (CR)* dimana nilai prob. $0,621 > 0,05$, *Return On Equity (ROE)* dimana nilai prob. $0,751 > 0,05$, *Kepemilikan Manajerial* dimana nilai prob. $0,167 > 0,05$ dan *Kebijakan Hutang (DER)* dimana nilai prob. $0,865 > 0,05$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa seluruh variabel tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan (PBV).

Pembahasan :a) Koefisien *Firm Size* :

Berdasarkan hasil regresi diketahui bahwa koefisien regresi untuk *Firm Size* negatif 2,661 mengandung arti bahwa setiap peningkatan terhadap *firm size* sebesar 1 persen maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan sebesar 2,661 persen.

b) Koefisien *Current Ratio (CR)* :

Berdasarkan hasil regresi diketahui bahwa koefisien regresi untuk *current ratio (cr)* negatif 0,005 mengandung arti bahwa setiap peningkatan terhadap *current ratio* sebesar 1 persen maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan sebesar 0,005 persen.

c) Koefisien *Return On Equity (ROE)* :

Berdasarkan hasil regresi diketahui bahwa koefisien regresi untuk *Return On Equity* positif 0,026 mengandung arti bahwa setiap peningkatan terhadap *Return On Equity* sebesar 1 persen maka nilai perusahaan akan mengalami peningkatan sebesar 0,026 persen.

d) Koefisien Kepemilikan Manajerial:

Berdasarkan hasil regresi diketahui bahwa koefisien regresi untuk kepemilikan manajerial negatif 0,024 mengandung arti bahwa setiap peningkatan terhadap kepemilikan manajerial sebesar 1 persen maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan sebesar 0,024 persen.

e) Koefisien Kebijakan Hutang (*DER*) :

Berdasarkan hasil regresi diketahui bahwa koefisien regresi untuk *DER* negatif 0,005 mengandung arti bahwa setiap peningkatan terhadap *DER*

sebesar 1 persen maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan sebesar 0,005 persen.

3) Hasil Uji Asumsi Klasik

a) Uji Normalitas

Normalitas data merupakan salah satu asumsi yang diperlukan dalam regresi linier ganda. Uji normalitas digunakan untuk mengetahui apakah residual dari data distribusi normal atau tidak. Berikut hasil pengolahan eviews :

Tabel 4.11
Uji Normalitas

System Residual Normality Tests				
Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)				
Null Hypothesis: residuals are multivariate normal				
Date: 11/22/18 Time: 20:35				
Sample: 2014 2017				
Included observations: 44				
Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.
1	-0.057541	0.024281	1	0.8762
2	0.361148	0.956469	1	0.3281
Joint		0.980750	2	0.6124
Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	2.596782	0.298073	1	0.5851
2	4.203159	2.653916	1	0.1033
Joint		2.951989	2	0.2286
Component	Jarque-Bera	df	Prob.	
1	0.322353	2	0.8511	
2	3.610386	2	0.1644	
Joint	3.932739	4	0.4152	

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Pada penelitian ini, untuk menguji normalitas data digunakan uji *Jarque-Bera*, criteria yang digunakan adalah jika nilai probabilitas *Jarque-Bera (JB) test* > alpha (0,05), maka data dikatakan distribusi normal. Berdasarkan hasil normality test dapat diketahui bahwa nilai Jarque-Bera untuk persamaan kebijakan hutang yaitu 0,3223 dan nilai perusahaan yaitu 3,610 > dari alpha (0,05). Begitu juga dengan nilai probabilitas kebijakan hutang sebesar 0,8511 dan nilai probabilitas nilai perusahaan sebesar 0,1644 > dari alpha (0,05) jadi dapat disimpulkan bahwa asumsi normalitas telah terpenuhi.

b) Uji Autokorelasi

Untuk mendeteksi ada tidaknya korelasi serial dalam model penelitian ini dilakukan uji *residual portmanteau tests for Autocorrelations* Asumsi uji autokorelasi terpenuhi apabila nilai prob > 0,05 dan nilai Q-stat, Adj Q-stat > 0,05.

Tabel 4.12
Uji Autokorelasi

System Residual Portmanteau Tests for Autocorrelations					
Null Hypothesis: no residual autocorrelations up to lag h					
Date: 11/22/18 Time: 20:34					
Sample: 2014 2017					
Included observations: 44					
Lags	Q-Stat	Prob.	Adj Q-Stat	Prob.	df
1	38.14163	0.0000	39.02864	0.0000	4
2	58.88566	0.0000	60.76048	0.0000	8
3	69.22515	0.0000	71.85652	0.0000	12
4	77.19197	0.0000	80.62003	0.0000	16
5	85.79162	0.0000	90.32220	0.0000	20
6	92.84185	0.0000	98.48562	0.0000	24
7	95.71576	0.0000	101.9032	0.0000	28
8	100.8010	0.0000	108.1185	0.0000	32
9	106.0515	0.0000	114.7191	0.0000	36
10	113.5239	0.0000	124.3894	0.0000	40
11	124.1172	0.0000	138.5138	0.0000	44
12	139.7658	0.0000	160.0305	0.0000	48

*The test is valid only for lags larger than the System lag order.
df is degrees of freedom for (approximate) chi-square distribution

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Berdasarkan hasil *system Residual Portmanteau Tests for Autocorrelations* diketahui bahwa nilai Prob < 0,05, sedangkan nilai Q-stat dan nilai Adj Q-stat > 0,05 sehingga dapat disimpulkan dalam penelitian ini memiliki efek autokorelasi/masalah autokorelasi.

c) Uji multikorelasi

Multikolinearitas berarti adanya hubungan linear yang sempurna atau pasti antara beberapa atau semua variabel yang menjelaskan model regresi. jika koefisien korelasi antara masing-masing variabel bebas lebih besar dari 0,8, berarti terjadi multikolinearitas dalam model regresi. Pengujian multikolinearitas dilakukan dengan melakukan uji korelasi partial yaitu dengan membandingkan R^2 variabel Y dengan R^2 variabel X.

1) Uji Multikorelasi Persamaan 1 (Kebijakan Hutang)

Pengujian Multikolinearitas dilakukan dengan rumus/model sebagai berikut :

$$\text{Hasil persamaan der c fs cr sg roa pbv} \quad R^2 = 0.3996$$

$$\text{Hasil persamaan fs c cr sg roa pbv} \quad R^2 = 0,0620$$

$$\text{Hasil persamaan cr c sg roa pbv fs} \quad R^2 = 0,2965$$

$$\text{Hasil persamaan sg c roa pbv fs cr} \quad R^2 = 0,2275$$

$$\text{Hasil persamaan roa c pbv fs cr sg} \quad R^2 = 0,3144$$

$$\text{Hasil persamaan pbv c fs cr sg roa} \quad R^2 = 0,1714$$

Dari seluruh persamaan variabel exogenous diatas dinyatakan bahwa hasil nilai R^2 seluruhnya tidak ada yang melebihi nilai R^2 dari kebijakan hutang.

Hal ini dapat dinyatakan bahwa dikatakan tidak terjadi multikolinearitas dalam persamaan kebijakan hutang.

2) Uji Multikorelasi Persamaan 2 (Nilai Perusahaan)

Pengujian Multikolinearitas dilakukan dengan rumus/model sebagai berikut :

Hasil persamaan pbv c fs cr roe km der $R^2 = 0.1013$

Hasil persamaan fs c cr roe km der $R^2 = 0,2518$

Hasil persamaan cr c roe km der fs $R^2 = 0,3239$

Hasil persamaan roe c km der fs cr $R^2 = 0,5618$

Hasil persamaan km c der fs cr roe $R^2 = 0,4157$

Hasil persamaan der c fs cr roe km $R^2 = 0,4014$

Dari seluruh persamaan variabel exogenous diatas dinyatakan bahwa hasil nilai R^2 seluruhnya melebihi nilai R^2 dari nilai perusahaan. Hal ini dapat dinyatakan bahwa dikatakan terjadi multikolinearitas dalam persamaan nilai perusahaan.

6. Metode Analisis Autoregressive Distributed Lag (ARDL)

a. Pengujian Stasioneritas

Tabel 4.13
Uji Stasioneritas /Uji Unit Root

No.	Variabel	METHODE								Ket.	Test for unit root in
		Lavin, Lin & Chu t^*		Im, Pesaran and Shin W-stat		ADF - Fisher Chi-Square		PP-Fisher Chi Square			
		Statistic	Prob.	Statistic	Prob.	Statistic	Prob.	Statistic	Prob.		
1	Firm Size (FS)	-32.6793	0.0000	-	0.0000	90.6978	0.0000	68.1073	0.0000	$\rho < 1 =$ Stasioneri	level
2	Current Ratio (CR)	-2.92947	0.0017	-	0.1898	33.7015	0.0527	60.9536	0.0000	$\rho < 1 =$ Stasioneri	level
3	Sales Growth (SG)	-7.67324	0.0000	-	0.0034	48.7951	0.0009	68.6557	0.0000	$\rho < 1 =$ Stasioneri	level
4	Return On Asset (ROA)	-8.7168	0.0000	-	0.0003	40.5743	0.0093	66.0077	0.0000	$\rho < 1 =$ Stasioneri	level
5	Return On Equity (ROE)	-4.09215	0.0000	-	0.0622	35.6396	0.0332	122.287	0.0000	$\rho < 1 =$ Stasioneri	1st different
6	Kepemilikan Manajerial (KM)	-41.5468	0.0000	-	0.0000	76.1273	0.0000	63.8326	0.0000	$\rho < 1 =$ Stasioneri	1st different
7	Kebijakan Hutang (DER)	-11.363	0.0000	-2.6229	0.0044	46.2312	0.0018	44.7138	0.0029	$\rho < 1 =$ Stasioneri	level
8	Nilai Perusahaan (PBV)	-6.51354	0.0000	-	0.1035	35.1066	0.0378	22.3116	0.4414	$\rho < 1 =$ Stasioneri	level

Sumber : data diolah

Tabel 4.13 hasil uji unit *root* pada kolom di atas dapat dilihat bahwa *firm size*, *Current Ratio*, *sales growth*, *return on asset*, *return on equity*, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, nilai perusahaan pada *test for unit root in* baik level maupun 1st *different* nilai rata – rata ADF *Test Statistic* $\rho < 1$ maka H0 ditolak dan H1 diterima dan dapat disimpulkan data sudah stasioner (tidak terdapat akar unit), sehingga model ARDL layak digunakan

b. Penentuan Lag Optimum

Pemilihan lag dilakukan secara otomatis (karena sudah menggunakan eviews 10).

1. Hasil Uji Panel *Auto Regressive Distributed Lag (ARDL) Kebijakan Hutang (DER)*

Analisis panel dengan *Auto Regressive Distributed Lag (ARDL)* menguji data pooled yaitu gabungan data cross section (perusahaan) dengan data time series (tahunan), hasil panel ARDL lebih baik dibandingkan dengan panel biasa, karena mampu terkointegrasi jangka panjang dan memiliki distribusi lag yang paling sesuai dengan teori, dengan menggunakan software Eviews 10, didapatkan hasil sebagai berikut :

Tabel 4.14
Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER)

Dependent Variable: D(DER)				
Method: ARDL				
Date: 10/19/18 Time: 23:23				
Sample: 2011 2017				
Included observations: 77				
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (1 lag, automatic): FS CR ROE				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 1				
Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 1)				
Note: final equation sample is larger than selection sample				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Long Run Equation				
FS	23.37459	0.685587	34.09425	0.0000
CR	-0.346062	0.004097	-84.47094	0.0000
ROE	-1.210212	0.008773	-137.9460	0.0000
Short Run Equation				
COINTEQ01	-0.587651	0.250231	-2.348430	0.0256
D(FS)	14.89081	20.06542	0.742113	0.4638
D(CR)	-0.361097	0.443299	-0.814567	0.4217
D(ROE)	-0.626838	0.701392	-0.893706	0.3786
C	-1.872428	12.16188	-0.153959	0.8787
Mean dependent var	-6.301508	S.D. dependent var	46.45476	
S.E. of regression	24.64316	Akaike info criterion	4.842684	
Sum squared resid	18218.56	Schwarz criterion	6.475475	
Log likelihood	-155.0781	Hannan-Quinn criter.	5.500495	
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Dari hasil estimasi jangka pendek dapat dilihat bahwa nilai Cointeq01 = -0,5876 dengan prob. 0,000, artinya terjadi kointegrasi dalam model tersebut. Nilai Cointeq01 yang negative menunjukkan bahwa model akan menunjukkan keseimbangan dengan kecepatan 58,76 persen pertahun.

Dan dari hasil estimasi jangka panjang menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang sebesar 23,374 %, sedangkan *current ratio & return on equity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang dalam jangka panjang sebesar 0,346% dan 1,210%.

Model Panel ARDL yang diterima adalah model yang memiliki lag terkointegrasi, dimana asumsi utamanya adalah nilai coefficient (lihat tabel 4.14) memiliki slope negatif dengan tingkat signifikan 5%. Syarat Model Panel ARDL : nilainya negatif (-0,587) dan signifikan ($0,025 < 0,05$) maka model diterima. Berdasarkan penerimaan model, maka analisis data dilakukan dengan panel per perusahaan :

a) **Analisis Panel PT. Astra Internasional, Tbk (ASII)**

Tabel 4.15
Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. ASII

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	0.152302	0.003822	39.84675	0.0000
D(FS)	-0.817095	8.916922	-0.091634	0.9328
D(CR)	-0.006053	0.025161	-0.240571	0.8254
D(ROE)	-0.215707	0.077096	-2.797893	0.0680
C	17.75857	64.94488	0.273441	0.8023

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size* (FS)

Firm size tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig 0,932 $> 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan menurunkan kebijakan hutang.

2. *Current Ratio (CR)*

Current ratio tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,825 > 0,05$. Dimana naiknya *current ratio* akan menurunkan kebijakan hutang.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,068 > 0,05$. Dimana naiknya *ROE* akan menurunkan kebijakan hutang.

b) **Analisis Panel PT. Astra Otoparts, Tbk (AUTO)**

Tabel 4.16
Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. AUTO

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.264527	0.083250	-3.177501	0.0502
D(FS)	12.71412	137.5401	0.092439	0.9322
D(CR)	-0.132586	0.019743	-6.715459	0.0067
D(ROE)	1.084951	0.335734	3.231580	0.0482
C	-33.46079	1320.051	-0.025348	0.9814

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size (FS)*

Firm size tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,932 > 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan meningkatkan kebijakan hutang.

2. *Current Ratio (CR)*

Current ratio signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,006 < 0,05$. Dimana naiknya *current ratio* akan menurunkan kebijakan hutang.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,048 < 0,05$. Dimana naiknya *ROE* akan meningkatkan kebijakan hutang.

c) Analisis Panel PT. Indo Kordsa, Tbk (BRAM)

Tabel 4.17
Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. BRAM

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-1.483412	0.001966	-754.5954	0.0000
D(FS)	-9.522253	1.184386	-8.039819	0.0040
D(CR)	0.313578	0.000385	814.4822	0.0000
D(ROE)	0.841658	0.007819	107.6378	0.0000
C	-7.396939	21.25857	-0.347951	0.7509

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size (FS)*

Firm size signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,004 < 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan menurunkan kebijakan hutang.

2. *Current Ratio (CR)*

Current ratio signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,000 < 0,05$. Dimana naiknya *current ratio* akan meningkatkan kebijakan hutang.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,000 < 0,05$. Dimana naiknya *ROE* akan meningkatkan kebijakan hutang.

d) Analisis Panel PT. Goodyear Indonesia, Tbk (GDYR)

Tabel 4.18
Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. GDYR

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	0.367369	0.062330	5.893966	0.0097
D(FS)	-4.926412	11.64273	-0.423132	0.7007
D(CR)	-0.531199	9.748945	-0.054488	0.9600
D(ROE)	-1.680997	1.180434	-1.424050	0.2496
C	-13.36150	80.01596	-0.166985	0.8780

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size (FS)*

Firm size tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,700 > 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan menurunkan kebijakan hutang.

2. *Current Ratio (CR)*

Current ratio tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,960 > 0,05$. Dimana naiknya *current ratio* akan menurunkan kebijakan hutang.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,249 > 0,05$. Dimana naiknya *ROE* akan menurunkan kebijakan hutang.

e) Analisis Panel PT. Gajah Tunggal, Tbk (GJTL)

Tabel 4.19
Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. GJTL

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.143927	0.138159	-1.041743	0.3741
D(FS)	138.8205	71460.74	0.001943	0.9986
D(CR)	-0.176601	0.204444	-0.863808	0.4512
D(ROE)	-0.043366	1.296924	-0.033437	0.9754
C	4.554034	854.5465	0.005329	0.9961

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size (FS)*

Firm size tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,998 > 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan meningkatkan kebijakan hutang.

2. *Current Ratio (CR)*

Current ratio tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,451 > 0,05$. Dimana naiknya *current ratio* akan menurunkan kebijakan hutang.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,975 > 0,05$. Dimana naiknya *ROE* akan menurunkan kebijakan hutang.

f) Analisis Panel PT. Indomobil Sukses Internasional, Tbk (IMAS)

Tabel 4.20
Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. IMAS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-1.876802	0.881860	-2.128232	0.1232
D(FS)	141.3222	23505.71	0.006012	0.9956
D(CR)	1.859536	13.38177	0.138960	0.8983
D(ROE)	0.790408	0.101042	7.822584	0.0043
C	103.9460	3634.556	0.028599	0.9790

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size (FS)*

Firm size tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,995 > 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan meningkatkan kebijakan hutang.

2. *Current Ratio (CR)*

Current ratio tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,898 > 0,05$. Dimana naiknya *current ratio* akan meningkatkan kebijakan hutang.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,004 < 0,05$. Dimana naiknya *ROE* akan meningkatkan kebijakan hutang.

g) Analisis Panel PT. Indospring, Tbk (INDS)

Tabel 4.21
Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. INDS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.644053	0.012266	-52.50774	0.0000
D(FS)	-40.01376	293.0176	-0.136558	0.9000
D(CR)	0.043337	0.008407	5.154553	0.0142
D(ROE)	0.249036	0.039817	6.254552	0.0082
C	-17.10571	82.43391	-0.207508	0.8489

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size (FS)*

Firm size tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,900 > 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan menurunkan kebijakan hutang.

2. *Current Ratio (CR)*

Current ratio signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,014 < 0,05$. Dimana naiknya *current ratio* akan meningkatkan kebijakan hutang.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,008 < 0,05$. Dimana naiknya *ROE* akan meningkatkan kebijakan hutang.

h) Analisis Panel PT. Multi Strada Arah Sarana, Tbk (MASA)

Tabel 4.22
Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. MASA

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-1.974101	0.013218	-149.3482	0.0000
D(FS)	-15.01832	14.95393	-1.004306	0.3892
D(CR)	0.714101	0.001737	411.1223	0.0000
D(ROE)	-0.387321	1.62E-06	-238760.7	0.0000
C	-58.49396	16.03848	-3.647101	0.0356

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size (FS)*

Firm size tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,900 > 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan menurunkan kebijakan hutang.

2. *Current Ratio (CR)*

Current ratio signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,014 < 0,05$. Dimana naiknya *current ratio* akan meningkatkan kebijakan hutang.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,008 < 0,05$. Dimana naiknya *ROE* akan meningkatkan kebijakan hutang.

i) Analisis Panel PT. Nipress, Tbk (NIPS)

Tabel 4.23
Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. NIPS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	0.183536	0.226071	0.811851	0.4763
D(FS)	-9.777909	26.52534	-0.368625	0.7369
D(CR)	-2.632574	2.172709	-1.211655	0.3124
D(ROE)	-7.266542	57.66765	-0.126007	0.9077
C	-4.719095	366.2247	-0.012886	0.9905

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size (FS)*

Firm size tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,736 > 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan menurunkan kebijakan hutang.

2. *Current Ratio (CR)*

Current ratio tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,312 > 0,05$. Dimana naiknya *current ratio* akan menurunkan kebijakan hutang.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,907 > 0,05$. Dimana naiknya *ROE* akan menurunkan kebijakan hutang.

j) Analisis Panel PT. Prima Alloy Steel Universal, Tbk (PRAS)

Tabel 4.24
Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. PRAS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.569815	0.005201	-109.5597	0.0000
D(FS)	-69.68601	1501.091	-0.046424	0.9659
D(CR)	-3.423654	0.385770	-8.874862	0.0030
D(ROE)	-0.101878	0.326882	-0.311667	0.7757
C	-4.979568	73.50914	-0.067741	0.9503

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size (FS)*

Firm size tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,965 > 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan menurunkan kebijakan hutang.

2. *Current Ratio (CR)*

Current ratio signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,003 < 0,05$. Dimana naiknya *current ratio* akan menurunkan kebijakan hutang.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,775 > 0,05$. Dimana naiknya *ROE* akan menurunkan kebijakan hutang.

k) Analisis Panel PT. Selamat Sempurna, Tbk (SMSM)

Tabel 4.25
Output Uji ARDL Kebijakan Hutang (DER) pada PT. SMSM

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.210730	0.002492	-84.56932	0.0000
D(FS)	20.70381	86.78479	0.238565	0.8268
D(CR)	5.17E-05	0.000578	0.089463	0.9344
D(ROE)	-0.165464	0.012927	-12.79981	0.0010
C	-7.337724	3.115683	-2.355093	0.0998

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size* (FS)

Firm size tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,826 > 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan meningkatkan kebijakan hutang.

2. *Current Ratio* (CR)

Current ratio tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,934 > 0,05$. Dimana naiknya *current ratio* akan meningkatkan kebijakan hutang.

3. *Return On Equity* (ROE)

Return On Equity signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,001 < 0,05$. Dimana naiknya *ROE* akan menurunkan kebijakan hutang.

2. Hasil Uji Panel *Auto Regressive Distributed Lag* (ARDL) Nilai Perusahaan (PBV)

Analisis panel dengan *Auto Regressive Distributed Lag* (ARDL) menguji data pooled yaitu gabungan data cross section (perusahaan) dengan data time series (tahunan), hasil panel ARDL lebih baik

dibandingkan dengan panel biasa, karena mampu terkointegrasi jangka panjang dan memiliki distribusi lag yang paling sesuai dengan teori, dengan menggunakan software Eviews 10, didapatkan hasil sebagai berikut :

Tabel 4.26
Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV)

Dependent Variable: D(PBV)				
Method: ARDL				
Date: 10/19/18 Time: 22:22				
Sample: 2011 2017				
Included observations: 77				
Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (1 lag, automatic): FS ROA ROE				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 1				
Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 1)				
Note: final equation sample is larger than selection sample				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Long Run Equation				
FS	-0.528932	0.055024	-9.612776	0.0000
ROA	-0.092280	0.015276	-6.040864	0.0000
ROE	0.008418	0.001091	7.718583	0.0000
Short Run Equation				
COINTEQ01	-0.537415	0.221663	-2.424472	0.0216
D(FS)	2.424319	2.709850	0.894632	0.3781
D(ROA)	0.072482	0.148261	0.488883	0.6285
D(ROE)	0.012448	0.055881	0.222754	0.8252
C	8.326556	4.557545	1.826983	0.0777
Mean dependent var	3.178077	S.D. dependent var	24.29059	
S.E. of regression	34.82245	Akaike info criterion	1.971454	
Sum squared resid	36378.08	Schwarz criterion	3.604244	
Log likelihood	-28.74396	Hannan-Quinn criter.	2.629264	
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 10 (2018)

Dari hasil estimasi jangka pendek dapat dilihat bahwa nilai Cointeq01 = -0,5374 dengan prob. 0,0216, artinya terjadi kointegrasi dalam model tersebut. Nilai Cointeq01 yang negative menunjukkan bahwa

model akan menunjukkan keseimbangan dengan kecepatan 53,74% pertahun.

Dan dari hasil estimasi jangka panjang menunjukkan bahwa *firm size* dan *return on asset* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sebesar 0,528% dan 0,092%, sedangkan *return on equity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang dalam jangka panjang sebesar 0,008%.

Model Panel ARDL yang diterima adalah model yang memiliki lag terkointegrasi, dimana asumsi utamanya adalah nilai coefficient (lihat tabel 4.23) memiliki slope negatif dengan tingkat signifikan 5%. Syarat Model Panel ARDL : nilainya negatif (-0,587) dan signifikan ($0,025 < 0,05$) maka model diterima. Berdasarkan penerimaan model, maka analisis data dilakukan dengan panel per perusahaan :

a) **Analisis Panel PT. Astra Internasional, Tbk (ASII)**

Tabel 4.27
Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. ASII

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.590816	0.014936	-39.55619	0.0000
D(FS)	2.112090	0.207326	10.18728	0.0020
D(ROA)	0.054155	0.000463	117.0892	0.0000
D(ROE)	0.018317	0.000147	124.8007	0.0000
C	5.386008	1.616278	3.332353	0.0446

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size* (FS)

Firm size signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,002 < 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

2. *Return On Asset* (ROA)

Return On Asset signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,000 < 0,05$. Dimana naiknya *Return On Asset* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

3. *Return On Equity* (ROE)

Return On Equity signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,000 > 0,05$. Dimana naiknya *Return On Equity* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

b) Analisis Panel PT. Astra Otoparts, Tbk (AUTO)

Tabel 4.28
Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. AUTO

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	0.164539	0.192061	0.856703	0.4546
D(FS)	-4.392981	15.84063	-0.277324	0.7995
D(ROA)	-0.123039	0.008105	-15.17983	0.0006
D(ROE)	-0.030300	0.000978	-30.96962	0.0001
C	-1.207206	7.790757	-0.154954	0.8867

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size* (FS)

Firm size tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,799 > 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan menurunkan Nilai Perusahaan.

2. *Return On Asset (ROA)*

Return On Asset signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,0006 < 0,05$. Dimana naiknya *Return On Asset* akan menurunkan Nilai Perusahaan.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,0001 < 0,05$. Dimana naiknya *Return On Equity* akan menurunkan Nilai Perusahaan.

c) **Analisis Panel PT. Indo Kordsa, Tbk (BRAM)**

Tabel 4.29
Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. BRAM

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.377494	7.80E-05	-4838.003	0.0000
D(FS)	1.247847	0.005893	211.7525	0.0000
D(ROA)	0.475986	0.000217	2194.763	0.0000
D(ROE)	0.221567	0.000199	1114.255	0.0000
C	6.878448	0.033391	205.9964	0.0000

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size (FS)*

Firm size signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,000 < 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

2. *Return On Asset (ROA)*

Return On Asset signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,000 < 0,05$. Dimana naiknya *Return On Asset* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity signifikan mempengaruhi kebijakan hutang pada probabilitas sig $0,000 < 0,05$. Dimana naiknya *Return On Equity* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

d) Analisis Panel PT. Goodyear Indonesia, Tbk (GDYR)

Tabel 4.30
Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. GDYR

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.831342	0.117796	-7.057483	0.0058
D(FS)	1.631878	1.057962	1.542474	0.2206
D(ROA)	-1.034236	0.917794	-1.126872	0.3418
D(ROE)	0.348496	0.124440	2.800521	0.0678
C	11.96430	24.34608	0.491426	0.6568

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size (FS)*

Firm size tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,220 > 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

2. *Return On Asset (ROA)*

Return On Asset tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,341 > 0,05$. Dimana naiknya *Return On Asset* akan menurunkan Nilai Perusahaan.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,067 < 0,05$. Dimana naiknya *Return On Equity* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

e) Analisis Panel PT. Gajah Tunggal, Tbk (GJTL)

Tabel 4.31
Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. GJTL

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	0.020791	0.097811	0.212566	0.8453
D(FS)	-3.582710	19.56134	-0.183153	0.8664
D(ROA)	-0.047687	0.006871	-6.940099	0.0061
D(ROE)	0.022421	0.001249	17.95030	0.0004
C	-0.066400	2.854782	-0.023259	0.9829

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size* (FS)

Firm size tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,866 > 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan menurunkan Nilai Perusahaan.

2. *Return On Asset* (ROA)

Return On Asset signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,006 < 0,05$. Dimana naiknya *Return On Asset* akan menurunkan Nilai Perusahaan.

3. *Return On Equity* (ROE)

Return On Equity signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,0004 < 0,05$. Dimana naiknya *Return On Equity* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

f) Analisis Panel PT. Indomobil Sukses Internasional, Tbk (IMAS)

Tabel 4.32
Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. IMAS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.672520	0.000393	-1709.895	0.0000
D(FS)	3.342591	0.034013	98.27350	0.0000
D(ROA)	-0.322348	8.74E-05	-3689.016	0.0000
D(ROE)	0.000813	1.60E-07	5087.955	0.0000
C	3.437376	0.154835	22.20027	0.0002

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size* (FS)

Firm size signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig 0,000 < 0,05. Dimana naiknya *firm size* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

2. *Return On Asset* (ROA)

Return On Asset signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig 0,000 < 0,05. Dimana naiknya *Return On Asset* akan menurunkan Nilai Perusahaan.

3. *Return On Equity* (ROE)

Return On Equity signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig 0,000 < 0,05. Dimana naiknya *Return On Equity* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

g) Analisis Panel PT. Indospring, Tbk (INDS)

Tabel 4.33
Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. INDS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	0.785450	0.041860	18.76380	0.0003
D(FS)	-3.958493	0.235543	-16.80583	0.0005
D(ROA)	0.397050	0.004152	95.62358	0.0000
D(ROE)	-0.276509	0.001621	-170.5461	0.0000
C	-3.510995	0.732678	-4.792007	0.0173

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size (FS)*

Firm size signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,0005 < 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan menurunkan Nilai Perusahaan.

2. *Return On Asset (ROA)*

Return On Asset signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,000 < 0,05$. Dimana naiknya *Return On Asset* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,000 < 0,05$. Dimana naiknya *Return On Equity* akan menurunkan Nilai Perusahaan.

h) Analisis Panel PT. Multi Strada Arah Sarana, Tbk (MASA)

Tabel 4.34
Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. MASA

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-1.179170	167.4339	-0.007043	0.9948
D(FS)	28.29232	3764.924	0.007515	0.9945
D(ROA)	0.683376	3.621287	0.188711	0.8624
D(ROE)	0.153616	51.92486	0.002958	0.9978
C	51.83716	20559.64	0.002521	0.9981

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size* (FS)

Firm size tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig 0,994 > 0,05. Dimana naiknya *firm size* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

2. *Return On Asset* (ROA)

Return On Asset tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig 0,862 > 0,05. Dimana naiknya *Return On Asset* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

3. *Return On Equity* (ROE)

Return On Equity tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig 0,997 > 0,05. Dimana naiknya *Return On Equity* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

i) Analisis Panel PT. Nipress, Tbk (NIPS)

Tabel 4.35
Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. NIPS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.402622	0.034185	-11.77757	0.0013
D(FS)	0.092315	0.002885	32.00117	0.0001
D(ROA)	0.042666	0.015684	2.720368	0.0725
D(ROE)	-0.049435	0.001750	-28.24408	0.0001
C	2.060090	0.754977	2.728679	0.0720

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size* (FS)

Firm size signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,0001 < 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

2. *Return On Asset* (ROA)

Return On Asset tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,072 > 0,05$. Dimana naiknya *Return On Asset* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

3. *Return On Equity* (ROE)

Return On Equity signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,0001 < 0,05$. Dimana naiknya *Return On Equity* akan menurunkan Nilai Perusahaan.

j) Analisis Panel PT. Prima Alloy Steel Universal, Tbk (PRAS)

Tabel 4.36
Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. PRAS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-2.026524	0.070880	-28.59104	0.0001
D(FS)	-0.180859	0.075498	-2.395556	0.0963
D(ROA)	0.016775	5.52E-06	3037.336	0.0000
D(ROE)	-0.006825	7.65E-06	-892.0061	0.0000
C	8.230191	1.006701	8.175407	0.0038

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size* (FS)

Firm size tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,096 > 0,05$. Dimana naiknya *firm size* akan menurunkan Nilai Perusahaan.

2. *Return On Asset* (ROA)

Return On Asset signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,000 < 0,05$. Dimana naiknya *Return On Asset* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

3. *Return On Equity* (ROE)

Return On Equity signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig $0,000 < 0,05$. Dimana naiknya *Return On Equity* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

k) Analisis Panel PT. Selamat Sempurna, Tbk (SMSM)

Tabel 4.37
Output Uji ARDL Nilai Perusahaan (PBV) pada PT. SMSM

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob. *
COINTEQ01	-0.801854	0.043646	-18.37169	0.0004
D(FS)	2.063510	50.98279	0.040475	0.9703
D(ROA)	0.654605	0.094694	6.912851	0.0062
D(ROE)	-0.265237	0.004304	-61.62119	0.0000
C	6.583145	3.357052	1.960990	0.1447

Hasil uji panel ardl menunjukkan :

1. *Firm Size* (FS)

Firm size tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig 0,970 > 0,05. Dimana naiknya *firm size* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

2. *Return On Asset* (ROA)

Return On Asset signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig 0,006 < 0,05. Dimana naiknya *Return On Asset* akan meningkatkan Nilai Perusahaan.

3. *Return On Equity* (ROE)

Return On Equity signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan pada probabilitas sig 0,000 < 0,05. Dimana naiknya *Return On Equity* akan menurunkan Nilai Perusahaan.

c. Syarat Panel ARDL

Model panel ARDL yang diterima adalah model yang memiliki lag terkointegrasi, dimana asumsi utamanya adalah nilai coefficient memiliki slope negatif dengan tingkat signifikan 5%.

Syarat model panel ARDL :

1. Kebijakan Hutang

Pada uji ARDL pada table 4.23 di ketahui bahwa nialinya negatif (-0,587) dan signifikan ($0,025 < 0,05$) maka model diterima

COINTEQ01	-0.587651	0.250231	-2.348430	0.0256
------------------	------------------	-----------------	------------------	---------------

2. Nilai Perusahaan

Pada uji ARDL pada table 4.24 di ketahui bahwa nialinya negatif (-0,537) dan signifikan ($0,0216 < 0,05$) maka model diterima

COINTEQ01	-0.537415	0.221663	-2.424472	0.0216
------------------	------------------	-----------------	------------------	---------------

B. Pembahasan

B.1. Pembahasan hasil uji Parsial (Ordinal Last Square)

1. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan

Berdasarkan analisis data dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa ukuran perusahaan terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian dari Adrianto (2013) yang menyebutkan bahwa ukuran perusahaan mampu menjelaskan pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat terjadi karena besar atau kecilnya ukuran perusahaan tidak diukur dari lama atau tidaknya perusahaan itu berdiri melainkan bagaimana perusahaan tersebut dapat bertahan hidup atau melangsungkan usahanya dengan mengelola hutangnya sebagai aset yang dapat di pergunakan untuk masa depan.

Sedangkan ukuran perusahaan terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menyatakan bahwa ukuran

perusahaan pada dasarnya adalah pengelompokan perusahaan kedalam beberapa kelompok, diantaranya perusahaan besar, sedang dan kecil. Semakin besar ukuran perusahaan mencerminkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana arus kas sudah positif dan dianggap memiliki prospek dalam jangka waktu yang relatif lama. Perusahaan besar dijadikan sinyal positif oleh investor karena dianggap mampu memberikan tingkat pengembalian investasi yang lebih besar ketimbang perusahaan kecil. Semakin banyak investor berinvestasi maka semakin banyak pula dana yang digunakan untuk membiayai perusahaan yang diharapkan dapat meraih keuntungan yang banyak sehingga Kebijakan Hutang naik dan nilai perusahaan akan naik. Dengan demikian, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Suffah (2016) menyatakan bahwa bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh pada nilai perusahaan dan penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2006), Rachmawati dan Hanung (2007) menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

2. Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan

Berdasarkan analisis data dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa likuiditas terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan

peneliti Mersi Narita (2012), yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Sedangkan likuiditas terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil Penelitian ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurhayati (2013) menyatakan bahwa *current Ratio* tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Penelitian ini menyatakan bahwa likuiditas adalah masalah yang berhubungan dengan masalah kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang segera harus dipenuhi. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang baik berarti memiliki tingkat risiko yang kecil karena perusahaan tersebut mampu memenuhi kewajibannya dengan baik, banyak dana tersedia bagi perusahaan untuk membayar dividen, membiayai operasi dan investasinya. Semakin likuid suatu perusahaan akan semakin mudah dalam memperoleh pinjaman utang, karena kreditur akan merasa semakin aman karena apabila terjadi gagal bayar perusahaan tersebut mempunyai aktiva yang mudah untuk diuangkan. Jadi, ketika investor melihat tingkat likuiditas yang baik akan memberikan sinyal positif kepada perusahaan. Dengan demikian, likuiditas yang tinggi berarti saham banyak diminati investor dan itu akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan semakin likuidnya sebuah perusahaan akan menambah ketertarikan investor untuk investasi di perusahaan tersebut. Rasio likuiditas yang tinggi akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut, dimana rasio tersebut diukur dengan menggunakan *current ratio* (CR). Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai saham yang lebih besar dari pada nilai yang tercatat pada neraca

perusahaan, maka likuiditas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dimana tingginya permintaan saham akan mempengaruhi nilai perusahaan.

3. Pengaruh *Sales Growth* Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan

Berdasarkan analisis data dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa sales growth terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian dari Adrianto (2013) yang menyebutkan bahwa sales growth tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat terjadi karena pada penelitian yang dilakukan oleh Adrianto menggunakan industri Dasar dan Kimia yang pada saat itu industri tersebut tidak mengalami peningkatan penjualan yang signifikan diakibatkan karena banyaknya penundaan pembelian bahan baku, hal ini disebabkan karena Indonesia sedang mengalami krisis ekonomi yang membuat nilai dolar semakin meningkat akibatnya hampir seluruh industri di Indonesia terkena dampak dari peningkatan dolar tersebut.

Sedangkan *sales growth* terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menyatakan bahwa pertumbuhan atas penjualan merupakan indikator penting dari penerimaan pasar dari produk dan jasa perusahaan tersebut, dimana pendapatan yang dihasilkan dari penjualan akan dapat digunakan untuk mengukur tingkat pertumbuhan penjualan. Pertumbuhan penjualan yang baik merupakan indikator penerimaan pasar dari

produk dan jasa perusahaan tersebut. Semakin tinggi pertumbuhan penjualan dari periode ke periode maka akan menjamin keberlangsungan perusahaan tersebut. Suatu perusahaan tidak akan berjalan tanpa adanya sistem penjualan yang baik. Penjualan merupakan ujung tombak dari suatu perusahaan. Semakin besar penjualan maka semakin besar keuntungan. Investor pun akan tertarik menanamkan modalnya pada perusahaan yang penjualannya terus berkembang. Hal ini menjadi daya tarik investor untuk memiliki saham perusahaan. Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai saham yang lebih besar dari pada nilai yang tercatat pada neraca perusahaan, karena banyak investor beranggapan perusahaan tersebut mempunyai nilai dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hansen dan Juniarti (2014) yang meneliti 84 perusahaan pada Bursa Efek Indonesia dan menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

4. Pengaruh *Return On Asset* Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan

Berdasarkan analisis data dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *return on asset* terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini didukung dengan hasil penelitian yang dilakukan Murtiningtyas (2012) *Return on Assets* (ROA) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Yenziatie dan Destriana (2010)

semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin kecil hutang yang digunakan dalam kegiatan pendanaan.

Sedangkan *return on asset* terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menyatakan bahwa rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba, dimana di dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *return on asset* (ROA). Laba diperoleh perusahaan berasal dari penjualan dan investasi yang dilakukan perusahaan. Profitabilitas yang tinggi akan memberikan sinyal positif bagi investor bahwa perusahaan berada dalam kondisi yang menguntungkan. Hal ini menjadi daya tarik investor untuk memiliki saham perusahaan. Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai saham yang lebih besar dari pada nilai yang tercatat pada neraca perusahaan. Dengan demikian maka profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Nilai Perusahaan yang berarti peningkatan ROA akan mempengaruhi peningkatan Nilai Perusahaan secara signifikan. Hal ini mendukung penelitian Hermuningsih (2013) yang meneliti 150 perusahaan yang tercatat di bursa efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

5. Pengaruh *Return On Equity* Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan

Berdasarkan analisis data dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *return on equity* terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Sedangkan *return on equity* terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menyatakan bahwa *profitability* dapat dihitung dengan ROE (*return on equity*). Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi bagi dari modal. Dengan rasio profitabilitas yang tinggi yang dimiliki sebuah perusahaan akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya diperusahaan (Mardiyanto, 2015:38). Penambahan modal asing atau modal sendiri tentunya akan mempunyai dampak bagi profitabilitas modal sendiri tersebut. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menggunakan hutang yang lebih kecil karena perusahaan mampu menyediakan dana yang cukup melalui laba ditahan, selain itu karena pembayaran bunga merupakan pengurangan pajak maka semakin tinggi tingkat pajak perusahaan. Maka dengan meningkatnya profitabilitas akan berdampak positif pada nilai perusahaan. Hasil yang berbeda dikemukakan Yuanita (2010) dalam penelitiannya bahwa *Return On Equity* (ROE) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa melalui rasio-rasio keuangan tersebut dapat dilihat seberapa berhasilnya manajemen perusahaan mengelola asset dan modal yang dimilikinya untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

6. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan

Berdasarkan analisis data dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa kepemilikan manajerial terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Konsisten dengan teori yang dikemukakan oleh Friend dan Hasbrouck (1988); Friend dan Lang (1988) dalam Masdupi (2005), menghipotesakan bahwa insiders perusahaan mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam menjamin kelangsungan hidup perusahaan karena resiko hutang non – diversifiable manajemen lebih besar dari investor public. Dengan kata lain, apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutang maka akan mengancam likuiditas perusahaan dan posisi manajemen. Insiders yang kepemilikannya lebih besar dalam perusahaan akan memiliki keinginan yang lebih besar dalam meminimalkan resiko struktur modal. Murni dan Andriana (2007) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini bertentangan dengan Wahidahwati (2002), yang menemukan pengaruh negatif yang signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Hasil ini senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Listyani (2003), Zulhawati (2004), Masdupi (2005), Moh'det al. (1998) dalam Wahidahwati (2002). Tetapi hasil penelitian Agrawal dan Mendelker (1987) dalam Wahidahwati (2002), menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial. Agrawal dan Mendelker (1987) menguji

hubungan antara saham dan opsi yang dipegang oleh manajer serta karakteristik dari keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan terutama perubahan dalam return on asset. Hasil penelitian tersebut adalah kepemilikan manajerial pada perusahaan yang varian returnnya meningkat lebih besar daripada yang varian returnnya rendah.

Sedangkan kepemilikan manajerial terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menyatakan bahwa kepemilikan manajerial didefinisikan sebagai berikut : “kepemilikan manajerial adalah pemegang saham, direksi atau pejabat perseroan yang memiliki proporsi yang signifikan dalam perseroan.” Dalam pengambilan keputusan keuangan perusahaan terdapat kejadian-kejadian yang berakibat pada kebijakan perusahaan antara lain, sulitnya melakukan investasi baru, sulit menerapkan kebijakan dividen karena laba tidak diperoleh atau kecil. Kondisi tersebut tentu tidak akan memuaskan *stakeholder* khususnya para pemegang saham (*shareholders*) sebagai pemilik perusahaan. Ini menyebabkan para pemegang saham yang juga termasuk dalam jajaran direksi perusahaan (*managerial ownership*) melepas kepemilikannya kepada publik dan akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini didukung dengan penelitian Mohd Hassan Che Haat (2008) yang menemukan bahwa insider ownership tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q. Begitu pula Sujoko dan Soebiantoro (2007) juga menyimpulkan bahwa kepemilikan manajemen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

B.2. Pembahasan hasil uji metode 2SLS (Simultan)

Analisis pengaruh simultan adalah mempertimbangkan pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas, *Sales Growth*, *Return On Asset* dan Nilai Perusahaan untuk persamaan 1 yaitu Kebijakan Hutang. Dan mempertimbangkan pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas, *Return On Equity*, Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang untuk persamaan 2 yaitu Nilai Perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut :

a. Pengaruh Simultan Persamaan 1 : Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji simultan pada tabel 4.20 dapat diketahui bahwa $R^2 = 0,5449$ yang bermakna bahwa variabel *Firm Size* (FS), *Current Ratio* (CR), *Sales Growth* (SG), *Return On Asset* (ROA) dan *Price to Book Value* (PBV) mampu menjelaskan Kebijakan Hutang (DER) sebesar 54,49% dan sisanya sebesar 45,51% kebijakan hutang dipengaruhi oleh variabel lain diluar estimasi dalam model.

Berdasarkan hasil estimasi diperoleh nilai t-hitung, terdapat 1 (satu) variabel secara signifikan yang sangat mempengaruhi variabel kebijakan hutang yaitu *Current Ratio* (CR) pada $\alpha = 5$ persen, nilai prob 0,0001 < 0,05 sehingga *Current Ratio* (CR) berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan 4 (empat) variabel lainnya dinyatakan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang (DER) yaitu *Firm Size* (FS) dimana nilai prob. 0,1724 > 0,05, *Sales Growth* (SG) dimana nilai prob. 0,5826 > 0,05, *Return On Asset* (ROA) dimana nilai prob. 0,6804 > 0,05 dan *Price to Book Value* (PBV) dimana nilai prob. 0,8557

> 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa sebagian besar variabel tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang (DER).

Hal ini sesuai dengan *Trade Off Theory* yang menganggap bahwa penggunaan utang 100 persen sulit dijumpai. Kenyataannya semakin banyak utang, maka semakin tinggi beban yang harus ditanggung. Satu hal yang penting bahwa dengan meningkatnya utang, maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan. Beban yang harus ditanggung saat menggunakan utang yang lebih besar adalah biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya.

Menurut Mamduh (2004: 309) bahwa biaya kebangkrutan dapat cukup signifikan dapat mencapai 20 persen nilai perusahaan. Biaya tersebut mencakup dua hal :

1. Biaya langsung : biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, pengacara, dan lainnya yang sejenis.
2. Biaya tidak langsung : biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan, perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal.

b. Pengaruh Simultan Persamaan 2 : Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji simultan pada tabel 4.20 dapat diketahui bahwa $R^2 = 0,3070$ yang bermakna bahwa variabel *firm size (FS)*, *current ratio (CR)*, *return on equity (ROE)*, kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang (DER) mampu menjelaskan nilai perusahaan (PBV) sebesar

30,70 % dan sisanya sebesar 69,30% nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel lain diluar estimasi dalam model.

Berdasarkan hasil estimasi diperoleh nilai t-hitung, bahwa ke-5 (lima) variable dinyatakan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (DER) yaitu *Firm Size* (FS) dimana nilai prob. $0,380 > 0,05$, *Current Ratio* (CR) dimana nilai prob. $0,621 > 0,05$, *Return On Equity* (ROE) dimana nilai prob. $0,751 > 0,05$, Kepemilikan Manajerial dimana nilai prob. $0,167 > 0,05$ dan Kebijakan Hutang (DER) dimana nilai prob. $0,865 > 0,05$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa seluruh variabel tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan (PBV).

Menurut Prayitno dalam Afzal (2012) *Price to Book Value* (PBV) menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Makin tinggi rasio ini, berarti pasar percaya akan prospek perusahaan tersebut. PBV juga menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan yang relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. PBV juga dapat berarti rasio yang menunjukkan apakah harga saham yang diperdagangkan *overvalued* (di atas) atau *undervalued* (dibawah) nilai buku saham tersebut (Fakhruddin dan Hadianto, 2001)

B.3. Pembahasan hasil Metode Analisis *Autogressive Distributed Lag (ARDL)*

1. Pengaruh Analisis *Autogressive Distributed Lag (ARDL)* Terhadap Kebijakan Hutang

Dari hasil estimasi jangka pendek dapat dilihat bahwa nilai $Cointeq01 = -0,5876$ dengan prob. 0,000, artinya terjadi kointegrasi dalam model tersebut. Nilai $Cointeq01$ yang negative menunjukkan bahwa model akan menunjukkan keseimbangan dengan kecepatan 58,76 persen pertahun.

Dan dari hasil estimasi jangka panjang menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang sebesar 23,374 %, sedangkan *current ratio & return on equity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang dalam jangka panjang sebesar 0,346% dan 1,210%..

Berdasarkan penerimaan model, maka analisis data dilakukan dengan panel per perusahaan :

a) Pengaruh *Firm Size* (Ukuran Perusahaan) Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan analisis data dan pengujian *Autogrressive Distributed Lag (ARDL)* yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *Firm Size (FS)* terbukti berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang pada PT. Indo Kordsa Tbk,. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian dari Adrianto (2013) yang menyebutkan bahwa ukuran perusahaan mampu menjelaskan pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat terjadi karena besar atau kecilnya ukuran perusahaan tidak diukur dari lama atau tidaknya

perusahaan itu berdiri melainkan bagaimana perusahaan tersebut dapat bertahan hidup atau melangsungkan usahanya dengan mengelola hutangnya sebagai aset yang dapat di pergunakan untuk masa depan.

Dan berdasarkan analisis data dan pengujian ARDL yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *Firm Size (FS)* terbukti berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan hutang pada PT. Astra International Tbk, PT. Astra Autoparts Tbk, PT. Goodyear Indonesia Tbk, PT. Gajah Tunggal Tbk, PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk, PT. Indospring Tbk, PT. Multi Strada Arah Sarana Tbk, PT. Nipress Tbk, PT. Prima Alloy Steel Universal Tbk dan PT. Selamat Sempurna, Tbk. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Cristianti (2006) yang menyatakan bahwa semakin banyak aktiva tetap sebagai bagian dari ukuran perusahaan suatu perusahaan berarti semakin banyak collateral assets untuk bisa mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang. Hal ini mungkin disebabkan karena aset perusahaan bukan merupakan faktor utama yang dijadikan pertimbangan oleh kreditur dalam memberikan hutangnya. Kreditur mungkin saja lebih mempertimbangkan faktor bunga yang diperoleh atau lebih memperhatikan kredibilitas manajer perusahaan dalam memberikan hutangnya. Mengacu pada *Pecking Order Theory (POT)* perusahaan besar lebih sukan mencari sumber pendanaan dari sumber internal, sehingga dalam penelitian ini ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

b) Pengaruh *Current Ratio* (CR) Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan analisis data dan pengujian *Autogressive Distributed Lag* (ARDL) yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *Current Ratio* (CR) terbukti berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang pada PT. Astra Autoparts Tbk, PT. Indo Kordsa Tbk, PT. Indospring Tbk, PT. Multi Strada Arah Sarana Tbk, dan PT. Prima Alloy Steel Universal Tbk,. Hasil penelitian ini konsisten dengan peneliti Mersi Narita (2012), yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Temuan ini sejalan dengan teori yang dikemukakan oleh Kasmir (2010:134), yang menyatakan bahwa semakin besar rasio lancar perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Artinya perusahaan tersebut dapat dikatakan likuid, sehingga perusahaan tersebut memiliki kemampuan membayar hutang jangka pendek dan memiliki cenderung untuk menekan jumlah hutangnya. Hasil penelitian ini konsisten dengan peneliti Mersi Narita (2012), yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Dan berdasarkan analisis data dan pengujian ARDL yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *Current Ratio* (CR) terbukti berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan hutang pada PT. Astra International Tbk, PT. Goodyear Indonesia Tbk, PT. Gajah Tunggal Tbk, PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk, PT. Nipress Tbk, dan PT. Selamat Sempurna, Tbk. Hasil penelitian ini tidak konsisten

dengan peneliti Mersi Narita (2012), yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

c) Pengaruh *Return On Equity* (ROE) Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan analisis data dan pengujian *Autogrressive Distributed Lag* (ARDL) yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *Return On Equity* (CR) terbukti berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang pada PT. Astra Autoparts Tbk, PT. Indo Kordsa Tbk, PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk, PT. Indospring Tbk, PT. Multi Strada Arah Sarana Tbk, dan PT. Selamat Sempurna Tbk,.

Dan berdasarkan analisis data dan pengujian ARDL yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *Return on Equity* (ROE) terbukti berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan hutang pada PT. Astra International Tbk, PT. Goodyear Indonesia Tbk, PT. Gajah Tunggal Tbk, PT. Nipress Tbk, dan PT. Prima Alloy Steel Universal, Tbk.

Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi bagi dari modal. Dengan rasio profitabilitas yang tinggi yang dimiliki sebuah perusahaan akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya diperusahaan (Mardiyanto, 2015:38).

2. Pengaruh Analisis *Autogressive Distributed Lag (ARDL)* Terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil estimasi jangka pendek dapat dilihat bahwa nilai $Cointeq01 = -0,5374$ dengan prob. 0,0216, artinya terjadi kointegrasi dalam model tersebut. Nilai $Cointeq01$ yang negative menunjukkan bahwa model akan menunjukkan keseimbangan dengan kecepatan 53,74% pertahun.

Dan dari hasil estimasi jangka panjang menunjukkan bahwa *firm size* dan *return on asset* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sebesar 0,528% dan 0,092%, sedangkan *return on equity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang dalam jangka panjang sebesar 0,008%.

Berdasarkan penerimaan model, maka analisis data dilakukan dengan panel per perusahaan :

a) Pengaruh *Firm Size* (Ukuran Perusahaan) Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan analisis data dan pengujian *Autogressive Distributed Lag (ARDL)* yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *Firm Size (FS)* terbukti berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada PT. Astra Internasional Tbk, PT. Astra Autoparts Tbk, PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk, PT. Indospring Tbk, dan PT. Nipress Tbk. . Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Febriana (2016), dimana ukuran perusahaan terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dan berdasarkan analisis data dan pengujian ARDL yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *Firm Size (FS)* terbukti berpengaruh tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada PT. Astra International Tbk, PT. Goodyear Indonesia Tbk, PT. Gajah Tunggal Tbk, PT. Multi Strada Arah Sarana Tbk, PT. Prima Alloy Steel Universal Tbk dan PT. Selamat Sempurna, Tbk. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Febriana (2016), dimana ukuran perusahaan terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Ukuran perusahaan yang tidak berpengaruh signifikan memiliki makna bahwa ukuran perusahaan bukan merupakan pertimbangan bagi investor dalam berinvestasi. Nilai positif memberikan makna bahwa meningkatnya ukuran perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Ukuran perusahaan dinilai dari total aset yang dimiliki perusahaan untuk kegiatan operasionalnya. Semakin besar perusahaan maka semakin besar pula dana yang dibutuhkan untuk kegiatan operasional perusahaan. Salah satu sumber dana perusahaan diperoleh dari hutang yang berasal dari pihak eksternal. Jadi dapat disimpulkan bahwa semakin besar perusahaan maka semakin besar pula hutang yang dimilikinya.

b) Pengaruh *Return On Asset (ROA)* Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan analisis data dan pengujian *Autogressive Distributed Lag (ARDL)* yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *Return On Asset (ROA)* terbukti berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada PT. Astra Internasional Tbk, PT. Astra Autoparts Tbk, PT. Indo Kordsa Tbk, PT. Gajah Tunggal Tbk, PT. Indomobil Sukses

Internasional Tbk, PT. Indospring Tbk, PT. Prima Alloy Steel Universal Tbk, dan PT. Selamat Sempurna Tbk. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Febriana (2016), dimana *return on asset* terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dan berdasarkan analisis data dan pengujian ARDL yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *Return On Asset* (ROA) terbukti berpengaruh tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada PT. Goodyear Indonesia Tbk, PT. Multi Strada Arah Sarana Tbk, dan PT. Nipress Tbk,. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Febriana (2016), dimana *return on asset* terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menyatakan bahwa rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba, dimana di dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *return on asset* (ROA).

Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas berbanding lurus dengan nilai perusahaan. Jika profitabilitas mengalami peningkatan maka nilai perusahaan juga akan mengalami peningkatan, begitu pula sebaliknya. Jadi hipotesis ketiga yang diajukan peneliti diterima. Hal ini sesuai dengan teori bahwa profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi bagi pemegang saham. Dengan rasio profitabilitas yang tinggi yang dimiliki perusahaan akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan.

Tingginya minat investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan meningkatkan harga saham sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian ini mendukung pecking order theory karena perusahaan yang menghasilkan laba lebih besar cenderung mempunyai laba ditahan lebih besar sehingga dapat memenuhi kebutuhan dananya dari sumber internal perusahaan. Semakin besar laba ditahan, semakin besar kebutuhan dananya dipenuhi dari dalam perusahaan (dana internal) sehingga mengurangi penggunaan dana dari hutang (dana eksternal).

c) Pengaruh *Return On Equity* (ROE) Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan analisis data dan pengujian *Autogressive Distributed Lag* (ARDL) yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *Return On Equity* (ROE) terbukti berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada PT. Astra Internasional Tbk, PT. Astra Autoparts Tbk, PT. Indo Kordsa Tbk, PT. Gajah Tunggal Tbk, PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk, PT. Indospring Tbk, PT. Nipress Tbk, PT. Prima Alloy Steel Universal Tbk, dan PT. Selamat Sempurna Tbk,. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Suffah (2016), dimana *return on equity* terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

Dan berdasarkan analisis data dan pengujian ARDL yang telah dilakukan dalam penelitian ini, dapat diketahui bahwa *Return on Equity* (ROE) terbukti berpengaruh tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada PT. Goodyear Indonesia Tbk, dan PT. Multi Strada Arah Sarana, Tbk. Hasil yang berbeda dikemukakan Yuanita (2010) dalam

penelitiannya bahwa *Return On Equity* (ROE) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dan penelitian Suffah (2016), dimana *return on equity* terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menyatakan bahwa *profitability* dapat dihitung dengan ROE (*return on equity*). Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi bagi dari modal. Dengan rasio profitabilitas yang tinggi yang dimiliki sebuah perusahaan akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya diperusahaan (Mardiyanto, 2015:38). Dapat disimpulkan bahwa melalui rasio-rasio keuangan tersebut dapat dilihat seberapa berhasilnya manajemen perusahaan mengelola asset dan modal yang dimilikinya untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan, maka kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Kesimpulan Metode OLS (Ordinal Last Square)

1. Ukuran perusahaan dan likuiditas secara parsial berpengaruh signifikan sedangkan *sales growth*, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara parsial berpengaruh tidak signifikan dan secara serempak atau secara bersama – sama berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. *Sales growth* secara parsial berpengaruh signifikan sedangkan ukuran perusahaan, likuiditas, *return on asset*, *return on equity* dan kepemilikan manajerial secara parsial berpengaruh tidak signifikan dan secara serempak atau secara bersama – sama tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *automotive and components* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2. Kesimpulan Analisis Simultan dengan metode 2SLS (*Two Stage Last Square*)

a. Analisis Simultan Persamaan 1 (Kebijakan Hutang/DER)

$$1) \text{ LOG(DER)} = 4,147 + 0,572*\text{LOG(FS)} - 0,005*(\text{CR}) - 0,008*(\text{SG}) - 0,007*(\text{ROA}) + 0,002*(\text{PBV})$$

2) Nilai $R^2 = 0,544910$ yang bermakna bahwa variabel *firm size*, *current ratio*, *sales growth*, *return on asset* dan *price to book value* mampu menjelaskan Kebijakan Hutang (DER) sebesar 54,49% dan sisanya sebesar 45,51% kebijakan hutang dipengaruhi oleh variabel lain diluar estimasi dalam model.

3) Berdasarkan hasil regresi diketahui bahwa koefisien regresi *current ratio* negatif 0.0053 dan signifikan $0,0001 < 0,05$, yang mengandung arti bahwa setiap peningkatan *current ratio* sebesar 1 persen maka kebijakan hutang akan mengalami penurunan sebesar 0,0053 persen.

4) 4 (empat) variabel dinyatakan tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang yaitu *firm size (FS)*, *sales growth (SG)*, *return on asset (ROA)* dan *price to book value (PBV)*. Dengan nilai prob. > dari nilai alpha 5 persen. Dimana nilai prob FS $0,17 > 0,05$ dari nilai alpha, nilai prob SG $0,58 > 0,05$ dari nilai alpha, nilai prob ROA $0,68 > 0,05$ dari nilai alpha dan nilai prob PBV $0,85 > 0,05$ dari nilai alpha.

b. Analisis Simultan Persamaan 2 (Nilai Perusahaan/PBV)

$$1) \text{ LOG(PBV)} = C(7,130) - C(2,662)*\text{LOG(FS)} - C(0,005)*(\text{CR}) + C(0,025)*(\text{ROE}) - C(0,024)*\text{KM} - C(0,005)*(\text{DER})$$

- 2) Berdasarkan hasil estimasi diatas dapat menunjukkan bahwa $R^2 = 0,3070$ yang bermakna bahwa variabel *firm size (FS)*, *current ratio (CR)*, *return on equity (ROE)*, kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang (DER) mampu menjelaskan nilai perusahaan (PBV) sebesar 30,70 % dan sisanya sebesar 69,30% nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel lain diluar estimasi dalam model.
- 3) Berdasarkan hasil estimasi diperoleh nilai t-hitung, bahwa ke-5 (lima) variable dinyatakan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV) yaitu *Firm Size (FS)* dimana nilai prob. $0,380 > 0,05$, *Current Ratio (CR)* dimana nilai prob. $0,621 > 0,05$, *Return On Equity (ROE)* dimana nilai prob. $0,751 > 0,05$, Kepemilikan Manajerial dimana nilai prob. $0,167 > 0,05$ dan Kebijakan Hutang (DER) dimana nilai prob. $0,865 > 0,05$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa seluruh variabel tidak signifikan mempengaruhi Nilai Perusahaan (PBV).

Pada penelitian ini, untuk menguji normalitas data digunakan uji *Jarque-Bera*, criteria yang digunakan adalah jika nilai probabilitas *Jarque-Bera (JB) test* > alpha (0,05), maka data dikatakan distribusi normal. Berdasarkan hasil normality test dapat diketahui bahwa nilai Jarque-Bera untuk persamaan kebijakan hutang yaitu 0,3223 dan nilai perusahaan yaitu 3,610 > dari alpha (0,05). Begitu juga dengan nilai probabilitas kebijakan hutang sebesar 0,8511 dan nilai probabilitas nilai perusahaan sebesar 0,1644 > dari alpha (0,05) jadi dapat disimpulkan bahwa asumsi normalitas telah terpenuhi.

Berdasarkan hasil *system Residual Portmanteau Tests for Autocorrelations* diketahui bahwa nilai Prob $< 0,05$, sedangkan nilai Q-stat dan nilai Adj Q-stat $> 0,05$ sehingga dapat disimpulkan dalam penelitian ini memiliki efek autokorelasi/masalah autokorelasi.

Dari seluruh persamaan variabel exogenous dinyatakan bahwa hasil nilai R^2 seluruhnya tidak ada yang melebihi nilai R^2 dari kebijakan hutang. Hal ini dapat dinyatakan bahwa dikatakan tidak terjadi multikolinearitas dalam persamaan kebijakan hutang dan dari seluruh persamaan variabel exogenous dinyatakan bahwa hasil nilai R^2 seluruhnya melebihi nilai R^2 dari nilai perusahaan. Hal ini dapat dinyatakan bahwa dikatakan terjadi multikolinearitas dalam persamaan nilai perusahaan.

Dapat disimpulkan dari estimasi OLS (Ordinary Least Square) dan 2SLS (Two Stage Least Square) variabel bebas (*firm size, current ratio, sales growth, return on asset, return on equity* dan kepemilikan manajerial) mempengaruhi variabel terikat (kebijakan hutang dan nilai perusahaan) secara terpisah maupun bersama – sama.

3. Kesimpulan Regresi Panel

a. Regresi Panel Kebijakan Hutang/DER

- 1) Hasil panel *ARDL* diketahui bahwa *firm size* signifikan berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang terdapat pada perusahaan Indo Kordsa Tbk (BRAM).
- 2) Hasil panel *ARDL* diketahui bahwa *firm size* tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang terdapat pada perusahaan

Astra International Tbk, Astra Autoparts Tbk, Goodyear Indonesia Tbk, Gajah Tunggal Tbk, Indomobil Sukses Internasional Tbk, Indospring Tbk, Multi Strada Arah Sarana Tbk, Nipress Tbk, Prima Alloy Steel Universal Tbk dan Selamat Sempurna, Tbk

- 3) Hasil panel ARDL di ketahui bahwa *current ratio (cr)* signifikan berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang terdapat pada perusahaan Astra Autoparts Tbk, Indo Kordsa Tbk, Indospring Tbk, Multi Strada Arah Sarana Tbk, dan Prima Alloy Steel Universal Tbk,
- 4) Hasil panel ARDL diketahui bahwa *current ratio (cr)* tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang terdapat pada perusahaan Astra International Tbk, Goodyear Indonesia Tbk, Gajah Tunggal Tbk, Indomobil Sukses Internasional Tbk, Nipress Tbk, dan Selamat Sempurna, Tbk
- 5) Hasil panel ARDL di ketahui bahwa *return on equity (roe)* signifikan berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang terdapat pada perusahaan Astra Autoparts Tbk, Indo Kordsa Tbk, Indomobil Sukses Internasional Tbk, Indospring Tbk, Multi Strada Arah Sarana Tbk, dan Selamat Sempurna Tbk,.
- 6) Hasil panel ARDL diketahui bahwa *return on equity (roe)* tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang terdapat pada perusahaan Astra International Tbk, Goodyear Indonesia Tbk, Gajah Tunggal Tbk, Nipress Tbk, dan Prima Alloy Steel Universal, Tbk.

b. Regresi Panel Nilai Perusahaan/PBV

- 1) Hasil panel *ARDL* diketahui bahwa *firm size* signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang terdapat pada perusahaan Astra Internasional Tbk, Astra Autoparts Tbk, Indomobil Sukses Internasional Tbk, Indospring Tbk, dan Nipress Tbk..
- 2) Hasil panel *ARDL* diketahui bahwa *firm size* tidak signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang terdapat pada perusahaan Astra International Tbk, Goodyear Indonesia Tbk, Gajah Tunggal Tbk, Multi Strada Arah Sarana Tbk, Prima Alloy Steel Universal Tbk dan Selamat Sempurna, Tbk.
- 3) Hasil panel *ARDL* di ketahui bahwa *return on asset (roa)* signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang terdapat pada perusahaan Astra Internasional Tbk, Astra Autoparts Tbk, Indo Kordsa Tbk, Gajah Tunggal Tbk, Indomobil Sukses Internasional Tbk, Indospring Tbk, Prima Alloy Steel Universal Tbk, dan Selamat Sempurna Tbk.
- 4) Hasil panel *ARDL* diketahui bahwa *return on asset (roa)* tidak signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang terdapat pada perusahaan Goodyear Indonesia Tbk, Multi Strada Arah Sarana Tbk, dan Nipress Tbk.
- 5) Hasil panel *ARDL* di ketahui bahwa *return on equity (roe)* signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang terdapat pada perusahaan Astra Internasional Tbk, Astra Autoparts Tbk, Indo Kordsa Tbk, Gajah Tunggal Tbk, Indomobil Sukses Internasional Tbk, Indospring

Tbk, Nipress Tbk, Prima Alloy Steel Universal Tbk, dan Selamat Sempurna Tbk.

- 6) Hasil panel ARDL diketahui bahwa *return on equity (roe)* tidak signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang terdapat pada perusahaan Goodyear Indonesia Tbk, dan Multi Strada Arah Sarana, Tbk.

B. Saran

Berdasarkan hasil dalam penelitian ini, penulis memberikan saran kepada peneliti selanjutnya adalah sebagai berikut:

1. Bagi perusahaan sebelum melakukan kebijakan harus mengkaji terlebih dahulu faktor-faktor yang mempengaruhi naik turunnya nilai perusahaan dimata investor sehingga apabila nilai perusahaan dimata investor baik maka akan membuat investor ingin melakukan investasinya karena investor beranggapan nilai perusahaan yang baik akan memberikan *return* yang baik dimasa yang akan datang
2. Perusahaan dengan ukuran besar meskipun lebih mudah memperoleh hutang dalam jumlah besar hendaknya tetap menjaga kestabilan hutangnya dan hendaknya benar – benar lebih hati-hati dalam menentukan kebijakan hutang karena hal tersebut bias menentukan kebangkrutan dari perusahaan itu sendiri.
3. Hendaknya perusahaan tetap menjaga tingkat profitabilitas karena rasio ini merupakan ukuran kinerja perusahaan. Tanpa adanya laba, tidak mungkin perusahaan memperoleh dana pinjaman.

4. Bagi investor dan calon investor yang ingin menginvestasikan sahamnya diharapkan lebih cermat dan teliti dengan melihat terlebih dahulu kondisi perusahaan yang akan dipilih baik dari faktor internal maupun eksternal perusahaan. Dan lebih cermat dalam melihat kondisi kebijakan hutang yang baik, para investor dapat melihat dari proporsi kepemilikan manajerialnya, karena apabila jumlah proporsi kepemilikan manajerial yang rendah maka akan membuat kebijakan hutang semakin tinggi.
5. Dari hasil uji analisis simultan bahwa nilai R^2 yang sebesar 54,49% menunjukkan bahwa ada 45,51% variabel lain diluar variabel yang digunakan dalam model yang menjelaskan Kebijakan Hutang. Dan dari hasil uji analisis simultan bahwa nilai R^2 yang sebesar 30,70% menunjukkan bahwa ada 69,30% variabel lain diluar variabel yang digunakan dalam model yang menjelaskan Nilai Perusahaan. Diharapkan penelitian yang akan datang menggunakan variabel-variabel bebas lainnya diluar persamaan regresi dalam penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Artini dan Puspaningsih (2010). *Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan pada Industri Manufaktur yang terdaftar di BEI Periode 2006-2009*. Jurnal Ekonomi dan Manajemen Universitas Negeri Semarang.
- Andhika Ivona Murtiningtyas.2012 “Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang” *Accounting Analysis Journal AAJ* 1 (2) (2012)
- Azizah, Nur, Rahayu, Sri, dan Clarenisia, Jeany, 2013. “*Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham (Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2010)*”, *Jurnal Fakultas Ekonomi, Universitas Budi Luhur Jakarta*.
- Brealey, Richard A., Myers dan Marcus, 2015, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*, Edisi Kelima, Jilid 2, Alih Bahasa Bob Sabran, Erlangga, Jakarta.
- Brigham, Eugene F. dan Gapenski, Louis C. (2014). *Financial Management: Theory and Practice*. Ninth edition. Florida: Harcourt College Publisher.
- Destriana, Nicken dan Yeniatie. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.12, No. 1. pp. 1- 16.
- Dharmesta, Basu Swastha dan T. Hani Handoko. (2013). *Manajemen Pemasaran “Analisa perilaku konsumen “*. Edisi Pertama Cetakan Ketiga. Yogyakarta: BPFE
- Diyah Pujiati dan Erman Widanar. 2009. “Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening.” *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Akuntansi Ventura*. Vol. 12. No.1, h. 71-86
- Endraswati, Hikmah. 2010. “Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Moderating pada Perusahaan di BEI”
- Enders, Walter. 1995. *Applied Econometric Time Series*. Jhon Wiley & Sons, Inc: Canada

- Eisenberg, T., Sundgren, S., Wells, M., 1998, “*Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, 1998, pp. 35-54
- Fakhrudin dan Sopian Hadianto. 2001. *Perangkat dan Model Analisis Investasi di Pasar Modal*. Buku satu. Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Febriana, Elia. (2016). Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Saham Manajerial dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Pada 2011-2013). University of Brawijaya, East Java, Indonesia. *Jurnal Ekonomi Bisnis Tahun 21, Nomor 2, Oktober 2016* .
- Gil, Amarjit dan Obradovich, John. 2012. *The Impact Of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firm. International Research Journal of Finance and Economics, Issue 91 (2012), 46-56.*
- Gujarati, Damodar N. 2006. *Ekonometrika Dasar*. Jakarta : Penerbit Erlangga
- Hansen V. dan Juniarti, 2014. Pengaruh *Family Control, Size, Sales Growth*, dan *Leverage* Terhadap *Profitabilitas* dan Nilai Perusahaan Pada Sektor Perdagangan, Jasa, Dan Investasi. *Business Accounting Review*, Vol. 2, No. studentjournal.petra.ac.id/index.php/akuntansi-bisnis/article/view/1370 diakses 7 Maret 2015 Hal. 121-130.
- Hermuningsih, Sri. 2013. Pengaruh *Profitabilitas, Growth Opportunity*, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. Yogyakarta: University of Sarjanawiyata Taman siswa Yogyakarta
- Husnan, Suad. 2013. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Securitas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Hidayat, R. (2018). Kemampuan Panel Auto Regressiv Distributed Lag Dalam Memprediksi Fluktuasi Saham Property And Real Estate Indonesia. *JEpa*, 3(2), 133-149.
- Hidayat, R. Rusiadi, dan M. Isa Indrawan. (2014) *Teknik Proyeksi Bisnis*. USU Press.
- Hidayat, R., & Subiantoro, N. Rusiadi. (2013) *Metode Penelitian*. USU Press.
- Jensen, M.C dan W.H Meckling, 2013. *Theory of the Firm : Manajerial Behavior Agency Cost and ownership Structure. Journal of Financial Economics. Vol.3, October, pp 305-360.*
- Karnadi, S. H. (2013). *Manajemen Pembelanjaan*. Jilid 1. Jakarta: Yayasan Promotion Humana.
- Kasmir. (2011). *Analisis Laporan Keuangan*. Cetakan Keempat. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- Keown, J. Arthur, John D. Martin, J. William Petty, David F. Scott, JR.” 2014.

Manajemen Keuangan,” Edisi Kesepuluh, Penerbit PT Indeks.

- Kusumadilaga, Rimba.2010. Pengaruh Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas sebagai Variabel *Moderating*.Skripsi.2010
- Lubis, Ade Fatma, 2014. “Manajemen Keuangan, Sebagai Alat Pengambilan Keputusan”. Penerbit USU Press. Medan.
- Mardiyanto, Handono, 2015. *Intisari Manajemen Keuangan*, PT Grasindo : Jakarta PT Grasindo.
- Murtiningtyas, Andhika, I. 2012. Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal analisis Akuntansi*, No. 1. Hlm. 1-6.
- Narita, Rona Mersi 2012, Analisis Kebijakan Hutang, *Accounting Analysis Journal*.
- Narita, Rona Mersi. 2012. Analisis Kebijakan Hutang. *AAJ*. Volume 1. Nomor 2
- Novari, Putu Mikhy. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, *Leverage*, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Properti Dan *Real Estate*. *E-Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 5, No.9, 2016:5671-5694 ISSN : 2302-8912.
- Riyanto, Bambang, 2014. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh, BPFE Yogyakarta, Yogyakarta.
- Ritonga, H. M., Hasibuan, H. A., & Siahaan, A. P. U. (2017). Credit Assessment in Determining The Feasibility of Debtors Using Profile Matching. *International Journal of Business and Management Invention*, 6(1), 73079.
- Ritonga, H. M., Setiawan, N., El Fikri, M., Pramono, C., Ritonga, M., Hakim, T., ... & Nasution, M. D. T. P. (2018). Rural Tourism Marketing Strategy And Swot Analysis: A Case Study Of Bandar Pasir Mandoge Sub-District In North Sumatera. *International Journal of Civil Engineering and Technology*, 9(9).
- Ruan, Wenjuan, Gary Tian dan Shiguang Ma. 2011. *Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value : Evidence from China's Civilian- run Firms*. *Australian Business and Finance Journal* volume 5 issue 3 article 6: 73-92.
- Rusiadi et al. (2014). *Metode Penelitian Manajemen, Akuntansi, dan Ekonomi Pembangunan*. Medan : USU Press.
- Rossanty, Y., & PUTRA NASUTION, M. D. T. (2018). INFORMATION SEARCH AND INTENTIONS TO PURCHASE: THE ROLE OF COUNTRY OF ORIGIN IMAGE, PRODUCT KNOWLEDGE, AND PRODUCT INVOLVEMENT. *Journal of Theoretical & Applied Information Technology*, 96(10).

- Rossanty, Y., Hasibuan, D., Napitupulu, J., Nasution, M. D. T. P., & Rahim, R. (2018). Composite performance index as decision support method for multi case problem. *Int. J. Eng. Technol*, 7(2.29), 33-36.
- Rossanty, Y., Nasution, M. D. T. P., & Ario, F. (2018). *Consumer Behaviour In Era Millennial*. Lembaga Penelitian dan Penulisan
- Salvatore, Dominick. (2015). *Managerial Economics*. Fifth Edition. Singapore: Thomson Learning.
- Sartono, Agus. (2014). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi Empat, BPF: Yogyakarta.
- Sarumpaet. Susi. 2005. *The Relationship Between Environmental Performance And Financial Performance Amongst Indonesian Companies*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 7 No. 2
- Sissandhy, Aldila Khairina dan Sudarno.2014. Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Pengungkapan CSR sebagai Variabel Intervening. *Diponegoro Journal Of Accounting* Vol.3 No.2 hlm.1-7
- Sissandhy, Aldila Khairina dan Sudarno.2014. Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Pengungkapan CSR sebagai Variabel Intervening. *Diponegoro Journal Of Accounting* Vol.3 No.2 hlm.1-7
- Suastini, Ni Made. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia (Struktur Modal sebagai Variabel Moderasi).
- Suffah, Roviqotus. (2016). Pengaruh Profitabilitas, *Leverage*, Ukuran Perusahaan Dan Kebijakan Dividen Pada Nilai Perusahaan. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* : Volume 5, Nomor 2, Februari 2016. ISSN : 2460-0585.
- Sugiyono, 2014. *Metode Penelitian Pendidikan (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif dan R&D)*. Penerbit Alfabeta.Bandung.
- Suwito, Edy dan Arleen Herawaty. (2015). Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Tindakan Perataan Laba yang dilakukan oleh Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Solo: Simposium Nasional Akuntansi VIII*
- Pesaran, M. H., & Shin, Y. (1998). *An Autoregressive Distributed-Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis*. In *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century. The Ragnar Frisch Centennial Symposium*, ed. S. Strom, chap. 11, hal. 371-413.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. (2001). *Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships*, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 16, hal. 289-326.
- Pesaran, M. Hashem and Pesaran, Bahram, Working with Microfit 4.0, *Interactive Econometric Analysis*, Oxford University Press, 1997

Pesaranm, M. Hashem, and Shin, Yongeheal, “*An Autoregressive Distributive Lag Modeling Approach to Cointegration Analysis*”, in S. Strom, Ed, *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century. The Rognar Frisch Centennial Symposium, 1998.*

Warsono, 2013. *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Edisi Ketiga, Cetakan Pertama, Bayumedia Publishing, Jawa Timur.

Weston, J. Fred. (2013), *Manajemen Keuangan*. Alih Bahasa oleh Drs. Yohanes Lamarto, MBA., MSM. Vol.2, edisi 8, jilid 2, Binarupa, Jakarta.

<http://www.idx.co.id>

<http://www.sahamok.com>