

## Peran *Financial Constraint* dalam Memoderasi Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Murni Sari<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup>Politeknik Baubau, Baubau, Indonesia  
*murnisari584@gmail.com*<sup>1\*)</sup>

### ARTICLE INFO

#### Article history:

Received 24 Juni 2022

Received in Revised 12  
November 2022

Accepted 15 November  
2022

Keyword's : Capital  
structure, firm value,  
financial constraints

### ABSTRACT

This study aims to improve the relationship between capital structure and firm value using financial constraints on cash holdings as a moderating variable for mining companies and metal manufacturing companies 2016-2020. Sampling using purposive sampling technique obtained a sample of 26 companies. The data analysis method used multiple linear regression analysis with SPSS version 23.0 for windows application. Based on the results of the study partially capital structure has a significant positive effect on firm value. The control variable company size has a positive effect on firm value, operating cash flow has no significant effect on firm value, and intangible assets have no significant effect on firm value. financial constraints on cash holdings cannot moderate the relationship between capital structure and firm value. independent variables together can explain the dependent variable. Based on the research results, firm value can be increased by increasing debt or increasing the capital structure ratio. Improved capital structure must pay attention to the balance between benefits and costs arising from debt.

Penelitian ini bertujuan memperbaiki hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan menggunakan *financial constraints* pada kepemilikan kas sebagai variable moderasi perusahaan pertambangan dan perusahaan manufaktur logam 2016-2020. Penarikan sampel menggunakan teknik Purposive Sampling diperoleh sampel 26 perusahaan. Metode analisis data menggunakan analisis regresi linier berganda dengan aplikasi SPSS versi 23.0 for windows. Berdasarkan hasil penelitian secara parsial struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, *operating cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, dan aset tak berwujud tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. *financial constraints* atas kepemilikan kas tidak dapat memoderasi hubungan antara struktur modal terhadap nilai perusahaan. variabel independen secara bersama-sama dapat menjelaskan variabel dependen. Berdasarkan hasil penelitian, nilai perusahaan dapat ditingkatkan dengan menambah hutang atau meningkatkan rasio struktu modal. Peningkatan struktur modal harus memperhatikan keseimbangan antara manfaat dan biaya yang timbul dari hutang.

AKUISISI : Jurnal Akuntansi

Website : <http://www.fe.ummetro.ac.id/ejournal/index.php/JA>



This is an open access article distributed under the terms of the [Creative Commons Attribution 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

\* Corresponding author. Telp.: +6282395254325

E-mail address: [murnisari584@gmail.com](mailto:murnisari584@gmail.com)

Peer review under responsibility of *Akuisisi : Accounting Journal*. [2477-2984](https://doi.org/10.24217).

<http://dx.doi.org/10.24217>

## PENDAHULUAN

Struktur modal merupakan bagian utama dari keputusan keuangan perusahaan. Keputusan keuangan diyakini mempengaruhi nilai perusahaan (Paramasivan dan Subramanian, 2012). Nilai perusahaan menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan yang tercermin dari *price to book value*. Investor mempertimbangkan nilai pasar saat memutuskan membeli lebih banyak saham. Struktur modal berkenaan dengan bagaimana modal dialokasikan dalam aktivitas investasi riil perusahaan dengan cara menentukan struktur modal antara modal utang dan modal sendiri (Harmono, 2016). Biasanya berkaitan dengan proposal proyek investasi perusahaan dan tugas manajemen keuangan menentukan struktur modal optimal dalam menunjang kegiatan investasi perusahaan. Struktur modal atau leverage menunjukkan hubungan antara kewajiban dan ekuitas. Kewajiban membatasi manajemen sementara modal meningkatkan fleksibilitas dan pengambilan keputusan.

Harris (1991) menjelaskan teori *agency cost* terhadap *leverage* dan memperkirakan bahwa leverage berikatan positif dengan nilai perusahaan. Peningkatan leverage mengubah struktur modal dengan mengubah satu faktor eksogen akan disertai dengan peningkatan harga saham. Harris (1991) juga menjelaskan teori informasi asimetrik dan menyimpulkan bahwa bahwa investor yang mengambil level *debt* yang lebih tinggi merupakan tanda kualitas yang lebih tinggi. Leverage meningkat dengan meningkatkan informasi asimetrik. Disisi lain bahwa leverage berkorelasi positif terhadap kemungkinan kebangkrutan .

Hubungan positif antara struktur modal dengan perusahaan juga diteliti oleh (Ameen & Shahzadi, 2017), (Hermuningsih, 2014) dan (Sudrajat & Ompusunggu, 2015). (Ameen & Shahzadi, 2017) menyatakan bahwa *debt to equity* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap EVA. (Sudrajat & Ompusunggu, 2015) menyimpulkan bahwa struktur modal *total long-term liabilities and equity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh (Alfi & Safarzadeh, 2016) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. (Alfi & Safarzadeh, 2016) juga meneliti pengaruh variabel bebas likuiditas dan variabel kontrol terhadap nilai perusahaan. Likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel lain diteliti oleh (Alfi & Safarzadeh, 2016) antara lain utang bank (*bankdb*), arus kas operasi (*cash*), aset tak berwujud (*intangible*), ukuran perusahaan (*firm*), dan cash working capital (*liq*).

Beberapa kajian empiris yang dilakukan sejalan dengan temuan (Alfi & Safarzadeh, 2016) antara lain (Hoque et al., 2014), (Aggarwal & Padhan, 2017), (Natsir & Yusbardini, 2020), (Vo & Ellis, 2017), (Obradovich, 2013) dan (Ha & Tai, 2017) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. (Vo & Ellis, 2017) mengukur struktur modal dengan

perhitungan total liability divided by total Asset seperti yang dilakukan oleh (Alfi & Safarzadeh, 2016).

**Tabel 1. Daftar Temuan Penelitian Terdahulu**

No	Peneliti	CS thd. MV	LIQ thd. MV	BD thd. MV	OCF thd. MV	IA thd. MV	FS thd MV	CWC thd MV
1	Shoreh Alfi dan Mohammad Hossein Safarzadeh (2016)	-*	+*	-	-*	+*	+*	-*
2	Milton Harris dan Artur Raviv (1991)	+						
3	Ammara Asif dan Dr. Bilal Aziz (2016)	+	+*					
4	Jahirul Hoque. dkk (2014)	-						
5	Hermunngsih (2014)	+*	+*					
6	Divya Aggarwal dan Purna Chandra Padhan (2017)	-*	+*					
7	Ardi Parminto. dkk (2016)	-*						
8	Xuan Vinh Vo dan Craig Ellis (2016)	-*						
9	Gregorius Paulus Tahu dan Dominicus Djoko Budi Susilo (2017)	-	+					
10	Awais Javeed. dkk (2017)	-						

Berdasarkan hasil penelitian pada tabel 1 diketahui bahwa terdapat kontradiksi riset terdapat pada hubungan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Alfi (2016) selanjutnya menyarankan untuk menguji *financial constraints* atas kepemilikan kas (*cash holding*) untuk mengontrol kendala keuangan dalam menyiapkan kas untuk investasi dan menggunakan kesempatan investasi untuk meningkatkan pertumbuhan dan nilai perusahaan. Alfi (2016) menyarankan untuk menguji *financial constraint* sebagai variabel moderasi pada hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

Tujuan penelitian ini adalah untuk memperbaiki hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan dengan menggunakan *financial constraints* pada kepemilikan kas sebagai variabel moderasi.

### **Pengaruh Struktur Modal (lev) Terhadap Nilai Perusahaan (MV)**

Perusahaan dibiayai dapat dilihat dari rasio hutang (*debt ratio*). Rasio ini mengukur persentase dana yang diberikan oleh sumber lain selain ekuitas. *Debt ratio (lev)* atau *total liabilities*

*to total assets* mengindikasikan persentase aset perusahaan yang berasal dari total utang atau sumber dana selain dari modal sendiri (Brigham, 2007).

Struktur modal memiliki pengaruh yang berbeda terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan (Alfi & Safarzadeh, 2016) menyatakan bahwa ada hubungan yang negatif dan signifikan antara leverage keuangan (*lev*) dengan nilai perusahaan yang diukur sebagai *market value* (MV) sesuai dengan perhitungan harga saham pada akhir tahun dikalikan dengan jumlah saham yang beredar. Alfi menyarankan untuk menurunkan rasio struktur modal dan sebaliknya meningkatkan aliran kas operasi, *intangible assets*, dan ukuran perusahaan. Hasil penelitian didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh (Aggarwal & Padhan, 2017), (Zuhirsyan & Nurlinda, 2018), (Vo & Ellis, 2017) dan (Ha & Tai, 2017).

H<sub>1</sub> : Struktur modal (*lev*) berpengaruh terhadap nilai perusahaan

### **Peran Financial Constraint pada kepemilikan kas Memoderasi Pengaruh Struktur Modal (*lev*) Terhadap Nilai Perusahaan (MV)**

Manajer dapat memaksimalkan nilai pemegang saham yang akan mengatur level kas perusahaan seperti manfaat marjinal kas sama dengan biaya marjinal dari kepemilikan atas aset. Manfaat dari kepemilikan kas adalah pada saat perusahaan menghemat biaya transaksi ketika dana meningkat atau menghindari melikuidasi aset untuk melakukan pembayaran (Opler, 2007). Selanjutnya dengan memiliki kas, perusahaan memiliki kebebasan membiayai investasi ketika sumber dana lain tidak tersedia (Caldeira & Loncan, 2013).

Penelitian yang dilakukan (Alfi & Safarzadeh, 2016) menyatakan bahwa ada hubungan yang negatif dan signifikan antara leverage keuangan (DER) dengan nilai perusahaan yang diukur sebagai *market value* (MV). Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh (Zhang & Ling, 2015) dan (Caldeira & Loncan, 2013) menyimpulkan bahwa *cash holding* (CTA) yang diukur melalui perhitungan rasio total kas dan setara kas terhadap total aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

H<sub>2</sub> : *Financial constraint* pada *kepemilikan kas* dapat secara signifikan memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

## **METODE PENELITIAN**

Penelitian dilakukan untuk mengetahui pengaruh antar dua variabel atau lebih dengan cara meneliti hubungan kausal diantara variabel, Penelitian menggunakan pendekatan metode kuantitatif dengan menggunakan data sekunder untuk variabel dependen, variabel independen, variabel moderasi dan variabel kontrol. Perusahaan pertambangan dan perusahaan manufaktur logam yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menjadi populasi populasi yang dipilih dalam penelitian. Adapun jumlah pada populasi ini yaitu sebanyak 57 perusahaan pertambangan dan perusahaan manufaktur

logam. Metode *Purposive Sampling* merupakan metode yang peneliti gunakan pada penelitian tersebut dalam pengambilan sampel.

Metode pengambilan sampel pada suatu populasi di dasarkan pada pertimbangan atau kriteria-kriteria tertentu. Berikut ini kriteria-kriteria yang peneliti terapkan dalam pengambilan sampel perusahaan antara lain: tidak *delisting* selama periode penelitian tahun 2016 s.d. 2020; menerbitkan laporan keuangan secara lengkap selama periode penelitian tahun 2016 s.d. 2020 dan sesuai dengan data yang diperlukan dalam variabel penelitian; Perusahaan tidak mengalami defisiensi modal; dan membayar deviden selama tahun 2016 s.d. 2020.

Teknik pengumpulan data dilakukan dalam penelitian ini adalah dokumentasi, yaitu berupa laporan keungan perusahaan pertambangan dan perusahaan manufaktur logam yang berasal dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, website BEI [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), serta berbagai sumber yang mendukung penelitain.

Metode ini bertujuan untuk memperoleh hasil penelitian yang sesuai dengan tujuan penelitian. Analisa data adalah metode yang dapat menyelesaikan permasalahan dalam sebuah penelitian. Penelitian ini menggunakan metode analisis data berupa analisis regresi linear berganda serta bantuan dari aplikasi SPSS 26.0 for Windows untuk membantu perhitungan dalam penelitian tersebut. Uji hipotesis perlu dilakukan tetapi sebelum itu terdapat beberapa uji asumsi klasik yang harus dilakukan sebelumnya diantaranya uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi. Setelah itu dilakukan uji hipotesis yaitu uji simultan (uji F) dan uji parsial (uji t). Menjelaskan kronologis penelitian, termasuk desain penelitian, prosedur penelitian (dalam bentuk algoritma, Pseudocode atau lainnya), bagaimana untuk menguji dan akuisisi data. Deskripsi dari program penelitian harus didukung referensi, sehingga penjelasan tersebut dapat diterima secara ilmiah.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Table 2. Statistik Deskriptif

No	Variabel	Mean	Std. Deviation	N
1	Nilai perusahaan (T)	3.2141	5.29061	130
2	Operating Cash	0.053408	.0982653	130
3	Ukuran Perusahaan	27.592762	1.4546024	130
4	Intangible	.026854	.0730797	130
5	Struktur Modal	.471700	.2563011	130

Pada tabel 2 di atas dari hasil analisis descriptive statistic terdapat sebanyak 130 observasi di dalam penelitian. Tabel diatas menunjukkan bahwa variabel dependen (Y) yaitu Nilai Perusahaan mempunyai nilai pada mean yaitu sebesar 3.2141. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan pertambangan dan perusahaan manufaktur logam pada periode pengamatan adalah buruk.

Selanjutnya nilai standar deviasi yaitu sebesar 5.29061. Nilai ini lebih besar dari nilai mean yang berarti bahwa sebaran data tergolong kurang baik (kesenjangan data) karena data terlalu bervariasi.

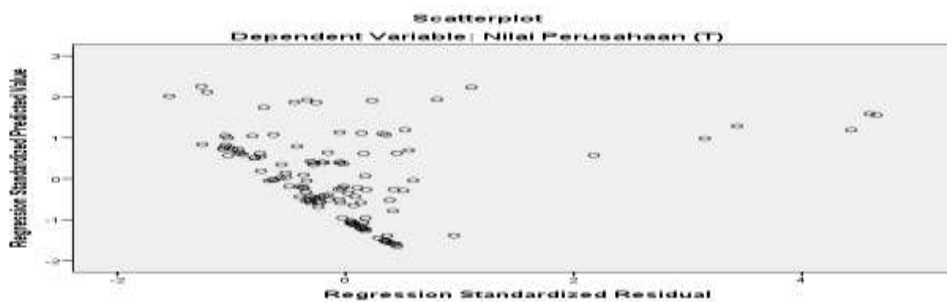
Operational cash sebagai variabel independen ( $X_1$ ) memiliki nilai mean sebesar 0.053408. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan pertambangan dan perusahaan manufaktur logam pada periode pengamatan adalah buruk. Kemudian nilai standar deviasi sebesar 0.0982653. Nilai ini lebih besar dari nilai mean yang berarti bahwa sebaran data tergolong kurang baik (kesenjangan data) karena data terlalu bervariasi.

Ukuran perusahaan sebagai variabel independen ( $X_2$ ) memiliki nilai mean sebesar 27.592762. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan pertambangan dan perusahaan manufaktur logam pada periode pengamatan adalah buruk. Selanjutnya nilai standar deviasi sebesar 1.4546024. Nilai ini lebih kecil dari nilai mean yang berarti bahwa sebaran data tergolong baik karena data tidak terlalu bervariasi.

Intangible sebagai variabel independen ( $X_3$ ) memiliki nilai mean sebesar 0.026854. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan pertambangan dan perusahaan manufaktur logam pada periode pengamatan adalah buruk. Kemudian nilai standar deviasi sebesar 0.0730797. Nilai ini lebih besar dari nilai mean yang berarti bahwa sebaran data tergolong kurang baik (kesenjangan data) karena data terlalu bervariasi.

Struktur modal sebagai variabel independen ( $X_4$ ) memiliki mean sebesar 0,471700. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan pertambangan dan perusahaan manufaktur logam pada periode pengamatan adalah buruk. Selanjutnya nilai standar deviasi sebesar 0.2563011. Nilai ini lebih besar dari nilai mean yang berarti bahwa sebaran data tergolong kurang baik (kesenjangan data) karena data terlalu bervariasi

## Uji Heterokedastisitas



Gambar 1 Pola *Scatterplot*

Heteroskedastisitas dapat dilihat dari pola *Scatterplot* pada gambar 1 yang menunjukkan penyebaran titik-titik tidak berpola dan menyebar diatas dan dibawah nol sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi heterokedastisitas.

## Uji Autokorelasi

Tabel 3. Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R	Std. Error of	Durbin-Watson
			Square	the Estimate	
1	.581 <sup>a</sup>	.338	.317	4.37280	.678

Berdasarkan hasil pengujian autokorelasi pada tabel 2, diketahui bahwa nilai Durbin-Watson (*D-W Test*) sebesar 0.678. Nilai tersebut dibandingkan dengan nilai tabel dengan menggunakan derajat kepercayaan 5%. Bila *D-W* diantara -2 dan +2 berarti tidak terjadi autokorelasi. Hasil uji autokorelasi menunjukkan nilai *D-W Test* yang diperoleh sebesar 0.678 berada diantara -2 dan +2 sehingga berarti tidak terjadi autokorelasi.

## Uji Multikolinearitas

Tabel 4. Uji Multikolinearitas

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	-52.898	7.378		-7.170	.000		
	Operating Cash	-1.268	3.979	-.024	-.319	.750	.970	1.031
	Ukuran Perusahaan	1.970	.267	.542	7.375	.000	.982	1.019
	Intangible	-9.216	5.447	-.127	-1.692	.093	.936	1.069
	Struktur Modal	4.380	1.553	.212	2.821	.006	.936	1.068

Berdasarkan hasil pengujian multikolinearitas pada tabel diatas diketahui bahwa nilai VIF dari semua variable kurang dari 10 maka dikatakan tidak terdapat multikolinearitas antar variable independen.

## Hasil Analisis Regresi

Hasil analisis regresi linier berganda yang menguji pengaruh variabel Struktur modal (*lev*), variabel kontrol antara lain: operating cash (*cash*), aset tak berwujud (*intangibile*), ukuran perusahaan (*size*), cash working capital (*cash*) terhadap nilai perusahaan, dan variabel kas dan setara kas (*CTA*) yang memoderasi hubungan struktur modal (*lev*) dengan nilai perusahaan (*MV*) pada perusahaan pertambangan dan perusahaan manufaktur logam yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2016 sampai dengan tahun 2020.

Tabel 5 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda Secara Langsung Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.296	.959		1.351	.179
	Struktur Modal	4.067	1.789	.197	2.273	.025

Tabel 6. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda Struktur Modal dan Variabel Control Terhadap Nilai Perusahaan

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-52.898	7.378		-7.170	.000
	Operating Cash	-1.268	3.979	-.024	-.319	.750
	Ukuran Perusahaan	1.970	.267	.542	7.375	.000
	Intangible	-9.216	5.447	-.127	-1.692	.093
	Struktur Modal	4.380	1.553	.212	2.821	.006

Tabel 7. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda Dengan Moderasi

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-53.136	7.520		-7.066	.000
	Struktur Modal	4.322	2.162	.209	1.999	.048
	Ukuran Perusahaan	1.957	.269	.538	7.288	.000
	Operating Cash	-2.965	4.133	-.055	-.717	.475
	Intangible	-9.372	5.443	-.129	-1.722	.088
	Cash and Ekvivalen Kas	1.122	4.749	.030	.236	.814
	Interaksi	12.681	15.816	.096	.802	.424

Berdasarkan hasil pengujian model regresi tabel 4, tabel 5 dan tabel 6 tersebut, maka model regresi pengaruh variabel *Struktur modal* (lev), *operating cash* (cash), aset tak berwujud (intangible), ukuran perusahaan (size), terhadap nilai perusahaan, dan variabel kas dan setara kas (CTA) yang memoderasi hubungan struktur modal (lev) dengan nilai perusahaan (MV) pada perusahaan pertambangan dan perusahaan manufaktur logam yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2016 sampai dengan tahun 2020 dapat dinyatakan sebagai berikut:

a. Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

1) Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

$$MV = \alpha_1 + \beta_1 (\text{lev}) + e$$

$$MV = 1.296 + 4.067 (\text{lev}) + e$$

2) Pengaruh Struktur Modal dan Variabel Kontrol Terhadap Nilai Perusahaan

$$MV = \alpha_1 + \beta_1(\text{cash}) + \beta_2(\text{intangible}) + \beta_3(\text{size}) + \beta_4(\text{lev}) + e$$

$$MV = -52.899 - 1.268 (\text{cash}) - 9.216 (\text{intangible}) + 1.970 (\text{size}) + 4.380(\text{lev}) + e$$

b. Peran *financial constraints* pada kepemilikan kas dalam memoderasi pengaruh Struktur modal terhadap Nilai Perusahaan

$$MV = \alpha_1 + \beta_1(\text{cash}) + \beta_2(\text{intangible}) + \beta_3(\text{size}) + \beta_4(\text{lev}) + \beta_5(\text{CTA}) + \beta_2(\text{lev*CTA}) + e$$

$$MV = -53.136 - 2.965(\text{cash}) - 9.372(\text{intangible}) + 1.957(\text{size}) + 4.322 (\text{lev}) + 1.122 (\text{CTA}) + 12.681(\text{lev*CTA}) + e$$



## Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Tabel 8. Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1220.601	4	305.150	15.959	.000 <sup>b</sup>
	Residual	2390.177	125	19.121		
	Total	3610.779	129			

Berdasarkan tabel 7 di atas, nilai Sig. adalah 0,000 dan lebih kecil 0,05 ( $0,000 < 0,05$ ) sehingga dapat disimpulkan bahwa variable struktur modal (*lev*), *operating cash value* (*cash*), aset tak berwujud (*intangible*), dan ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen yaitu *Market Value* (*MV*). Uji signifikansi simultan juga dapat ditentukan berdasarkan perbandingan nilai  $F_{hitung}$  dengan  $F_{tabel}$ . Berdasarkan tabel 5.10, nilai  $F_{hitung}$  adalah 15.959 dan Nilai  $F_{tabel}$  hasil analisis adalah 2,44, sehingga  $F_{hitung} > F_{tabel}$  yaitu  $15.959 > 2.44$ . Hal tersebut menunjukkan variabel-variabel bebas berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen.

Sedangkan hasil uji signifikansi simultan atas variabel independen dan variabel moderasi disajikan pada tabel 8 berikut.

Tabel 9. Uji Signifikansi Simultan Hasil Moderasi (Uji F)

	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1265.978	6	210.996	11.068	.000 <sup>p</sup>
	Residual	2344.800	123	19.063		
	Total	3610.779	129			

Berdasarkan tabel 8 di atas, nilai sig.  $0,000 < 0,05$  sehingga dapat disimpulkan bahwa variable struktur modal (*lev*), *operating cash value* (*cash*), aset tak berwujud (*intangible*), ukuran perusahaan (*size*), *cash holding* (*CTA*) dan interaksi (*lev\*CTA*) berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen yaitu *Market Value* (*MV*). Uji signifikansi simultan juga dapat ditentukan berdasarkan perbandingan nilai  $F_{hitung}$  dengan  $F_{tabel}$ . Berdasarkan tabel 5.9, nilai  $F_{hitung}$  adalah 11.068 dan Nilai  $F_{tabel}$  hasil analisis adalah 2,44, sehingga  $F_{hitung} > F_{tabel}$  yaitu  $11.068 > 2.44$ . Hal tersebut menunjukkan variabel-variabel bebas berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen

## Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t).

Hipotesis pertama ( $H_1$ ) penelitian ini adalah variabel struktur modal (*lev*) berpengaruh terhadap nilai perusahaan atau *Market Value* (*MV*). Pengujian hipotesis dilakukan dengan membandingkan nilai sig. variabel dan nilai  $t_{hitung}$  dengan  $t_{tabel}$ . Hipotesis diterima jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$  atau nilai sig.  $< 0,05$ .

- a. Uji signifikansi regresi linear berganda secara langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan tabel 3 diketahui bahwa nilai sig. Struktur Modal adalah sebesar  $0,025 < 0,005$  sehingga hipotesis ( $H_1$ ) Struktur Modal (lev) berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap *Nilai Perusahaan (MV)* diterima.

- b. Uji signifikansi regresi linear berganda struktur modal dan variabel kontrol terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan tabel 4 diketahui bahwa nilai sig. Struktur Modal adalah sebesar  $0,006 < 0,005$  sehingga hipotesis ( $H_1$ ) Struktur Modal (lev) berpengaruh signifikan terhadap *Nilai Perusahaan (MV)* diterima. Nilai  $t_{hitung}$  Struktur Modal adalah sebesar 2.821 sedangkan nilai  $t_{tabel}$  adalah sebesar 1.657. Itu berarti menunjukkan kalau  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima karena nilai  $t_{hitung} > t_{tabel}$ . Selain struktur modal, variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan variabel operating cash (cash) tidak berpengaruh signifikan pada penelitian. Pada selang tingkat kepercayaan 10% maka variabel aset tak berwujud berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis kedua penelitian ( $H_2$ ) adalah *Financial constraints* atas kepemilikan kas dapat memoderasi pengaruh Struktur modal (lev) terhadap nilai perusahaan atau *Market Value (MV)*. Pengujian hipotesis kedua ( $H_2$ ) dilakukan dengan membandingkan nilai sig. interaksi dan nilai  $t_{hitung}$  dengan  $t_{tabel}$ . Hipotesis diterima jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$ . Berdasarkan tabel 5.6 hasil analisis nilai sig. interaksi adalah  $0,424 > 0,05$ . Hal tersebut menunjukkan kalau  $H_0$  diterima dan  $H_2$  ditolak karena nilai sig.  $0,424 > 0,05$ . Dengan demikian *Financial constraints* atas kepemilikan kas tidak signifikan memoderasi pengaruh Struktur modal (lev) terhadap nilai perusahaan atau *Market Value (MV)*. Nilai Sig. struktur modal dari regresi berganda moderasi adalah 0.048 dan lebih kecil dari selang kepercayaan 0.05 sehingga signifikan dan positif dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Namun demikian, pengaruh signifikansi tidak dapat diperkuat atau diperlemah oleh variabel moderasi karena variabel signifikansi memiliki nilai sig. lebih besar dari 0.05. Kemampuan struktur modal dalam mempengaruhi oleh struktur modal karena adanya variabel kontrol ukuran perusahaan dan intangible yang mengendalikan hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan dari faktor luar.

### **Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan analisis statistik, diperoleh koefisien antara variabel penelitian secara empirik yang dapat digambarkan dalam persamaan struktural sebagai berikut:

- a. Pengaruh Struktur Modal Secara Langsung Terhadap Nilai Perusahaan

$$MV = 1.296 + 4.067 (lev) + e$$

- b. Pengaruh Struktur Modal dan Variabel Kontrol Terhadap Nilai Perusahaan

$$MV = -52.899 - 1.268 (\text{cash}) - 9.216 (\text{intangible}) + 1.970(\text{size}) + 4.380(\text{lev}) + e$$

Nilai koefisien struktur modal hasil regresi secara langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah 1.296 dengan nilai signifikan 0.025. Hal ini berarti bahwa nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 sehingga variabel struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai koefisien struktur modal hasil regresi struktur modal dan variabel kontrol terhadap nilai perusahaan adalah 4.380 dengan nilai signifikan 0.006. Hal ini berarti bahwa nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 sehingga variabel struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian mendukung hipotesis pertama ( $H_1$ ) yang menyimpulkan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan (MV). Hasil penelitian menunjukkan koefisien struktur modal positif sehingga untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat dilakukan dengan meningkatkan variabel struktur modal dengan menjaga variabel *intangible* tetap. Ukuran perusahaan juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dengan menaikkan rasio struktur modal dan ukuran perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan variabel kontrol arus kas operasi (*cash*) tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Investor yang melakukan investasi perlu mempertimbangkan struktur modal perusahaan. Peningkatan struktur modal akan meningkatkan hutang sehingga investor perlu memperhatikan utang karena dengan meningkatkan hutang akan menimbulkan biaya sehingga perlu menyeimbangkan penggunaan hutang (*balancing theory*).

Hasil penelitian sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Hermuningsih, 2014), (Abdallah & Hussein, 2014) dan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Harris, Milton Raviv, 1991) . Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Alfi & Safarzadeh, 2016) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Untuk perusahaan-perusahaan yang memiliki keterbatasan keuangan atau tidak membayar deviden dapat menambah nilai perusahaan dengan meningkatkan struktur modal sampai dengan batas yang seimbang antara *benefit* yang diperoleh dengan biaya yang ada.

### **Pengaruh *Financial Constraint* Atas Kepemilikan Kas dalam Memoderasi Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan analisis regresi berganda, diperoleh koefisien antara variabel penelitian secara empirik yang dapat digambarkan dalam persamaan struktural sebagai berikut:

$$MV = -53.136 - 2.965(\text{cash}) - 9.372(\text{intangible}) + 1.957(\text{size}) + 4.322 (\text{lev}) + 1.122 (\text{CTA}) + 12.681(\text{lev}*\text{CTA}) + e$$

Nilai koefisien interaksi antara struktur modal dengan kepemilikan kas 12.681 dengan nilai signifikan 0.424. Hal ini berarti bahwa nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 sehingga variabel interaksi tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen. Dengan demikian hipotesis kedua ( $H_2$ ) ditolak dan disimpulkan bahwa Kas dan Setara Kas (CTA) tidak dapat memoderasi secara

signifikan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Apabila perusahaan mengalami kendala keuangan dan kesulitan memperoleh tambahan dana eksternal maka dengan adanya peningkatan kepemilikan kas diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil analisis regresi juga menunjukkan cash dan ekivalen kas (CTA) tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan.

Signifikansi variabel moderasi dalam mempengaruhi nilai perusahaan dapat juga dilihat dari nilai determinasi antara hasil regresi langsung pengaruh struktur modal dengan hasil regresi struktur modal yang dimoderasi oleh CTA. Nilai determinasi sebelum moderasi adalah 33,8% dibandingkan dengan nilai *R square hasil moderasi sebesar 35,1%* atau hanya terdapat peningkatan sebesar 1.3% atas variabel baru dalam penelitian untuk menjelaskan pengaruh variabel terhadap nilai perusahaan.

Harris (1991) menjelaskan bahwa struktur modal berikatan positif dengan nilai perusahaan. Mengubah struktur modal akan disertai dengan peningkatan harga saham. Namun disisi lain, peningkatan struktur modal bisa menimbulkan risiko kebangkrutan. Hasil penelitian menjelaskan bahwa kesulitan perusahaan dalam mendapatkan modal dapat dimoderasi dengan meningkatkan kepemilikan kas. Adanya kepemilikan kas, menyebabkan perusahaan memiliki fleksibilitas dalam melakukan investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Namun untuk perusahaan pertambangan dan perusahaan manufaktur logam yang tidak membayar deviden selama tahun 2016–2020, peningkatan atau mengurangi nilai kepemilikan kas tidak signifikan berpengaruh meningkatkan nilai perusahaan.

## **KESIMPULAN DAN SARAN**

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dan pembahasan dalam penelitian ini, maka dapat ditarik kesimpulan yaitu: Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Secara umum apabila struktur modal dinaikkan atau ditambah, maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan meningkatkan struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan secara signifikan dan juga bermanfaat untuk meningkatkan laba bersih karena mengurangi pajak penghasilan. *Financial constraint* atas tidak mampu memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan kas akan membuat perusahaan lebih fleksibel dalam melakukan investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan kas terutama diperlukan ketika perusahaan mengalami kendala dalam mendapatkan pendanaan dari eksternal namun demikian Peningkatan kepemilikan kas tidak mampu secara signifikan memperkuat hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

Berdasarkan kesimpulan yang dipaparkan, maka dapat dikemukakan saran dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut: Penelitian ini hanya terbatas pada 26 perusahaan pertambangan dan perusahaan manufaktur logam yang berturut-turut laporan keuangannya lengkap periode 2016-2020; Nilai determinasi model penelitian ini sebesar 33.8% yang berarti bahwa variabel struktur modal dan variabel kontrol mampu menjelaskan 33,8% nilai perusahaan dan 66.2% ditentukan oleh faktor lain diluar variabel penelitian. Sehingga pada penelitian selanjutnya dapat meneliti pengaruh variabel kontrol ukuran perusahaan yang diukur melalui logaritma natural atas total aset. Penelitian dapat digunakan sebagai bahan analisis strategi perusahaan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan dengan cara meningkatkan total hutang dan memperhatikan keseimbangan antara benefit dan biaya yang timbul dari hutang.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Abdallah, B., & Hussein, S. (2014). The Effect of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Value of Shares of Industrial Companies Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies. *Delhi Business Review*, 15(2), 9–25. <https://doi.org/10.51768/dbr.v15i2.152201412>
- Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017). Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry. *Theoretical Economics Letters*, 07(04), 982–1000. <https://doi.org/10.4236/tel.2017.74067>
- Alfi, S., & Safarzadeh, M. H. (2016). Effect of capital structure and liquidity on firm value. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 14(14), 817–827.
- Ameen, A., & Shahzadi, K. (2017). Impact of Capital Structure on Firms Profitability: Evidence from Cement Sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(7), 2222–2847.
- Brigham. (2007). *Intermediate Financial Management, Ninth Edition*. Thomson.
- Caldeira, J., & Loncan, T. (2013). Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: A Study of Brazilian Listed Firms. *SSRN Electronic Journal*, 46–59. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2329346>
- Ha, N. M., & Tai, L. M. (2017). Impact of Capital Structure and Cash Holdings on Firm Value: Case of Firms Listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 24–30. <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/3070/pdf>
- Harmono. (2016). *Manajemen Keuangan. Berbasis Balanced Score Card. Pendekatan Teori, Kasus dan Riset Bisnis*. PT Bumi Aksara.
- Harris, Milton Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Hermuningsih, S. (2014). Profitability, Growth Opportunity, Capital Structure and the Firm Value. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 16(2), 115–136. <https://doi.org/10.21098/bemp.v16i2.440>
- Hoque, J., Hossain, A., & Hossain, K. (2014). Impact of Capital Structure Policy on Value of the Firm – a Study on Some Selected Corporate Manufacturing Firms Under Dhaka Stock Exchange. *Ecoforum*, 3(2), 77–84.
- Natsir, K., & Yusbardini, Y. (2020). *The Effect of Capital Structure and Firm Size on Firm Value*

- Through Profitability as Intervening Variable*. VII(12), 69–84. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200626.040>
- Obradovich, J. (2013). <Gill, A., & Obradovich, J. (2012). *The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms.pdf*>. February.
- Opler. (2007). *The Determinant and Implicatioan of Corporate Cash Holding*. National Bureau of Economic Research.
- Paramasivan dan Subramanian. (2012). *Financial Management* (T. Nadu (ed.)). New Age International (P) Limited.
- Sudrajat, A., & Parulian Ompusunggu, A. (2015). Pemanfaatan teknologi Informasi, Sosialisasi Pajak, Pengetahuan Perpajakan, dan Kepatuhan Pajak. *Jurnal Riset Akuntansi & Perpajakan (JRAP)*, 2(02), 193–202. <https://doi.org/10.35838/jrap.v2i02.110>
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22, 90–94. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.10.014>
- Zhang, S., & Ling, T. (2015). *Cash Holding and Firm Value: Evidence From the Us Market From 1999 To 2015*.
- Zuhirsyan, M., & Nurlinda, N. (2018). Pengaruh Religiusitas dan Persepsi Nasabah terhadap Keputusan Memilih Bank Syariah. *Al-Amwal : Jurnal Ekonomi Dan Perbankan Syari'ah*, 10(1). <https://doi.org/10.24235/amwal.v10i1.2812>.