

ANALISA PENGARUH KEBIJAKAN PEMBIAYAAN TERHADAP KEMAKMURAN PEMEGANG SAHAM

Elvis Sumanti*

elvis_sumanti@gmail.com

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Klabat

This research aims to evaluate the significance of Indonesian manufacturing companies' financial policies toward stockholders wealth maximization. The object of this study is Indonesian manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange during 2008-2012. This research uses simple regression analysis statistic method. Companies' financial policies are proxied by DAR (debt to asset ratio) and DER (debt to equity ratio); stockholders wealth maximization proxied by stock price and dividend. This research finds that both DAR and DER positively significantly affect the stockholders wealth. Likewise, DAR has positive significant toward the stock return.

Keywords : debt to asset ratio, debt to equity ratio, stock price; stock return.

PENDAHULUAN

Setiap perusahaan selalu diperhadapkan pada dua keputusan utama yang berhubungan dengan keuangan yaitu keputusan investasi dan pendanaan. Keputusan pendanaan mencakup pertimbangan-pertimbangan dalam memilih instrumen-instrumen untuk mendanai kebutuhan perusahaan. Instrumen-instrumen finansial yang biasanya digunakan untuk keputusan pendanaan perusahaan adalah utang jangka panjang maupun ekuitas. Penggunaan instrumen finansial tersebut akan mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Struktur modal perusahaan, dapat diproksikan dengan *debt to asset ratio* dan *debt to equity ratio*, menunjukkan instrumen finansial yang digunakan oleh perusahaan dalam membiayai kebutuhan-kebutuhan pendanaannya (Peirson, Brown, Easton & Pinder (2006)). Besaran rasio ini memberikan gambaran terhadap resiko dan tingkat pengembalian yang akan dihadapi oleh pemilik atau pemegang saham. Besarnya *debt to asset ratio* ataupun *debt to equity ratio* akan mempengaruhi tingkat

resiko finansial yang dihadapi oleh perusahaan. Tingkat resiko dan pengembalian yang dihadapi perusahaan akan mempunyai dampak terhadap nilai perusahaan (dicerminkan oleh harga saham) sehingga akan mempengaruhi kemakmuran para pemegang saham perusahaan.

Penelitian Meythi, Martusa dan Debbianita (2012) terhadap perusahaan-perusahaan manufaktur untuk periode 2008-2011 menyimpulkan bahwa struktur modal tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan harga saham. Selanjutnya, Safrida (2008) mendapati bahwa struktur modal dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama 2004-2006 memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai dari perusahaan tersebut. Sebaliknya, Kusumajaya (2011) menyimpulkan bahwa struktur modal dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian 2006-2009 mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan oleh harga saham.

Penelitian ini dibuat untuk menguji pengaruh struktur modal dengan

menggunakan objek penelitian yang sama dengan penelitian-penelitian dari Meyti, et al (2012), Kusumajaya (2011) dan Efrida (2008) namun menggunakan metode linear regresi sederhana dengan periode observasi 2008-2012.

Perumusan Masalah. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisa pengaruh keputusan pembiayaan perusahaan terhadap kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Penelitian ini lebih khusus akan menjawab pertanyaan “Apakah keputusan pembiayaan perusahaan mempengaruhi kemakmuran pemegang saham?”. Lebih khusus, ada tiga pertanyaan yang akan dijawab yaitu: (1) Apakah *debt to asset ratio* mempengaruhi harga saham? (2) Apakah *debt to equity ratio* mempengaruhi harga saham? (3) Apakah *debt to asset ratio* mempengaruhi pengembalian saham?

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN KERANGKA KONSEPTUAL

Keputusan Pembiayaan dan Struktur Modal. Keputusan pembiayaan dibuat ketika perusahaan membutuhkan dana untuk kebutuhan operasi maupun investasi. Investasi yang dibuat dengan dana yang diperoleh akan menghasilkan struktur aktiva perusahaan. Sebaliknya, keputusan pembiayaan yang dibuat oleh perusahaan dengan menggunakan instrumen-instrumen keuangan seperti utang jangka panjang (*debt*), ekuitas ataupun modal yang ditahan akan menentukan struktur modal perusahaan. Struktur modal yang diadopsi oleh perusahaan akan menentukan bagaimana aliran arus kas bersih yang dihasilkan oleh aktiva-aktiva perusahaan akan dibagikan kepada tiap-tiap kelas dari investor (Peirson, et al 2006).

Aliran arus kas bersih yang dihasilkan oleh aktiva-aktiva perusahaan merupakan sumber utama dari nilai sebuah perusahaan. Apabila suatu perusahaan dibiayai sepenuhnya dengan ekuitas dan diasumsikan tidak ada pajak, maka semua keuntungan perusahaan akan mengalir kepada pemilik. Selanjutnya, jika perusahaan melakukan

pinjaman, maka pemberi pinjaman akan mempunyai hak pertama atas keuntungan sebelum itu dibagikan kepada para pemilik.

Analisa Modigliani dan Miller. Dasar pemikiran mengenai pengaruh struktur modal terhadap nilai dari perusahaan pertama kali dikembangkan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958. Pembahasan mengenai pengaruh struktur modal didasarkan pada beberapa asumsi yang membatasi seperti, pertama, sekuritas yang dikeluarkan oleh perusahaan diperdagangkan pada pasar modal yang sempurna. Kedua, tidak ada pajak, selanjutnya investor perorangan maupun perusahaan dapat meminjam pada suku bunga yang sama. Selain itu, diasumsikan tidak ada biaya sehubungan dengan kebangkrutan perusahaan dan perusahaan telah mempunyai kebijakan investasi tetap yang tidak akan terpengaruh oleh keputusan pembiayaan perusahaan lainnya.

Dengan asumsi-asumsi tersebut, Modigliani dan Miller (1958) dalam Peirson, et al (2006) memberikan tiga proposisi yaitu, proposisi pertama menyatakan bahwa nilai dari satu perusahaan tidaklah bergantung kepada struktur modal dari perusahaan tersebut. Bagaimanapun arus kas bersih dari operasi perusahaan dibagikan kepada pemilik maupun pemberi pinjaman, nilai totalnya tidaklah berubah. Dengan demikian, nilai aktiva perusahaan akan tetap sama dengan tidak mengalami perubahan.

Proposisi kedua menyatakan bahwa dalam satu pasar modal yang sempurna, arus kas bersih yang diharapkan dari operasi perusahaan hanyalah bergantung pada profitabilitas dari aktiva perusahaan dan bukan dari struktur modalnya. Selanjutnya, proposisi yang terakhir menyatakan bahwa tingkat suku bunga yang sesuai untuk suatu kebutuhan investasi bergantung pada seberapa beresiko investasi yang akan dibuat dan tidak dipengaruhi pada bagaimana investasi tersebut akan dibiayai. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa pada pasar modal yang sempurna proses pemaksimalan kesejahteraan pemegang saham hanyalah dipengaruhi oleh investasi yang akan dibuat oleh dana yang didapatkan

tidak peduli bentuk pendanaan yang digunakan.

Akan tetapi, pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dapat dianalisa lebih lanjut dengan mempertimbangkan faktor-faktor yang digunakan sebagai asumsi oleh Modigliani dan Miller (1958) dalam mengembangkan teori mereka yaitu pajak, biaya keagenan, serta biaya kebangkrutan.

Pengaruh Pajak terhadap Struktur Modal. Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan karena adanya pajak akan berbeda tergantung pada sistem perpajakan yang berlaku dan dikenakan kepada perusahaan maupun investor atau pemilik perusahaan (Peirson, et al, 2006). Parrino, Kidwell dan Bates (2012) menggambarkan pengaruh pajak terhadap struktur modal adalah pada kemampuan utang sebagai instrumen pendanaan dalam mengurangi pajak kepada pemerintah. Ketika ada pajak, maka arus kas bersih yang dihasilkan dari operasi perusahaan akan dibagikan kepada pemilik, pemberi pinjaman dan pemerintah. Adanya utang dalam struktur modal akan menyebabkan berkurangnya aliran arus kas yang akan diberikan kepada pemerintah karena biaya bunga menjadi pengurang terhadap pajak yang dibayarkan. Dengan demikian, utang memberikan dampak positif terhadap pemilik perusahaan.

Biaya keagenan dan biaya kebangkrutan. Dilusi kepemilikan, pembayaran dividen, substitusi aktiva maupun kurangnya investasi merupakan hal-hal yang muncul karena konflik kepentingan antar investor perusahaan. Biaya-biaya yang akan muncul untuk menengahi masalah keagenan ini akan ditanggung oleh pemilik perusahaan sebagai akibat dari konflik langsung dengan pemberi pinjaman. Besaran biaya yang muncul ini akan semakin besar seiring dengan naiknya tingkat pinjaman dibandingkan dengan ekuitas dari perusahaan.

Selanjutnya, biaya kebangkrutan adalah biaya yang muncul akibat naiknya biaya tetap oleh karena aktivitas pendanaan (*financial leverage*). Biaya tetap yang dapat muncul adalah biaya bunga karena naiknya utang. *Financial leverage* yang meningkat akan meningkatkan resiko perusahaan yang

melakukan pinjaman. *Leverage* yang semakin besar akan meningkatkan probabilitas kebangkrutan (Gitman, 2012). Akibatnya, nilai sekarang dari biaya kebangkrutan yang diharapkan akan meningkat seiring dengan meningkatnya *debt to equity ratio* (Peirson, et al., 2006)

Struktur Modal Optimal : *trade-off theory*. Teori ini diperkenalkan oleh Scott (1976). Struktur modal yang optimal muncul sebagai karena adanya efek bertolak belakang dari keuntungan yang muncul dari pajak karena penggunaan utang sebagai sumber pembiayaan maupun meningkatnya probabilitas kebangkrutan karena adanya penggunaan instrumen keuangan ini. Apabila perusahaan mengeluarkan utang, keuntungan pajak akan bertambah dan dengan demikian menaikkan nilai perusahaan atau kemakmuran para pemegang saham. Akan tetapi, bertambahnya utang dalam struktur modal akan meningkatkan probabilitas kebangkrutan sehingga biaya modal atas utang akan bertambah.

Pecking Order Theory. Donaldson (1961) dalam Peirson (2006) mendapati bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mengikuti satu jenjang sumber-sumber pembiayaan. Sumber-sumber itu dimulai dengan sumber internal perusahaan, diikuti dengan utang dan kemudian yang terakhir adalah sekuritas yang lebih beresiko (ekuitas). Frank dan Goyal (2007) menyimpulkan dua hal yang mendasari teori ini yaitu biaya modal menjadi pertimbangan sebelum membuat keputusan pendanaan dan yang kedua adalah kesederhanaan metode ini.

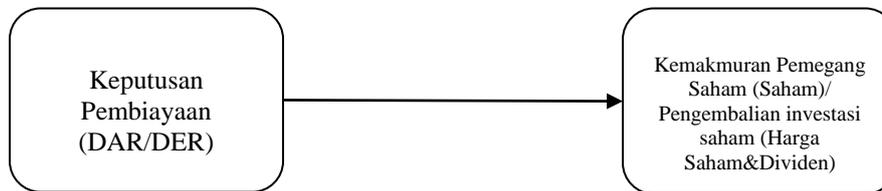
Free Cash Flow Theory. Jensen dalam Peirson (2006) berpendapat bahwa seharusnya arus kas yang tidak digunakan oleh perusahaan seharusnya diberikan kepada investor dalam bentuk dividen. Akan tetapi, adanya konflik kepentingan dapat mempengaruhi manajer dalam membagikan kas tersebut. Hal ini dapat menimbulkan konflik keagenan dengan para pemilik perusahaan. Itulah sebabnya untuk meminimalisir konflik ini, muncullah biaya keagenan.

Peirson (2006) menjelaskan bahwa salah satu cara untuk mengurangi konflik

keagenan sehubungan dengan adanya *free cash flow* ini adalah dengan mengeluarkan utang. Para pemberi pinjaman memiliki efek pengendalian terhadap manajer karena manajer harus melakukan pembayaran bunga atas pinjaman yang telah diberikan. Dengan

demikian, adanya utang dalam struktur modal perusahaan merupakan memberikan nilai kepada perusahaan istimewa jika perusahaan tersebut memiliki *free cash flow* yang besar.

Kerangka Konseptual



Gambar 1.1 Kerangka Konseptual

Dalam penelitian ini, variable bebas adalah keputusan pembiayaan perusahaan diproksikan dengan *debt to asset ratio (DAR)* dan *debt to equity ratio (DER)*. Variabel terikat adalah kemakmuran pemegang saham diproksikan dengan harga saham dan pengembalian investasi saham sebagai total perubahan harga saham dengan dividen yang diterima pada tahun tersebut. Pengaruh keputusan pembiayaan terhadap kemakmuran pemegang saham akan diukur dengan menggunakan metode statistik *simple linear regression*.

Cakupan dan Pembatasan Masalah

Objek penelitian ini hanya dibatasi pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008-2012. Keputusan pembiayaan perusahaan hanya akan diproksikan dengan menggunakan *debt to asset ratio* dan *debt to equity ratio*. Harga saham akan menggunakan harga penutupan pada tanggal 31 Desember setiap tahun observasi. Selanjutnya, pengembalian investasi saham dihitung dengan menggunakan perubahan harga

saham setiap tahun ditambah dengan jumlah dividen yang dibayarkan.

Hipotesa. Hipotesa yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: H_{01} : *Debt to asset ratio* tidak mempengaruhi harga saham; H_{02} : *Debt to equity ratio* tidak mempengaruhi harga saham; H_{03} : *Debt to asset ratio* tidak mempengaruhi pengembalian investasi saham.

METODOLOGY

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada kurun waktu 2008-2012. Dari perusahaan-perusahaan tersebut, hanya 7 perusahaan yang memenuhi kriteria untuk menjadi objek penelitian yaitu: (1) mempublikasikan laporan keuangan selama periode penelitian, (2) menjadi anggota Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian atau tidak pernah mengalami *delisting*, dan (3) melakukan pembayaran dividen selama periode penelitian.

Rumus yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta X + \varepsilon$$

$$\alpha = \frac{(\sum Y)(\sum X^2) - (\sum X)(\sum XxY)}{n \sum X^2 - (\sum X)^2}$$

$$\beta = \frac{n(\sum XxY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum Y)}$$

Keterangan :

n = jumlah observasi

α = konstanta regresi

β = intercept

Untuk menjawab hipotesa H₀₁ ada dua variabel yang digunakan yaitu harga

saham sebagai variabel terikat dan *debt to asset ratio* sebagai variabel bebas dengan rumus statistik sebagai berikut:

$$SP = \alpha + \beta DAR + \varepsilon \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan :

SP = harga saham

DAR = *debt to asset ratio*

ε = standard error

Untuk menjawab hipotesa H₀₂, dua variabel yang digunakan yaitu harga saham sebagai variabel terikat dan *debt to equity*

ratio sebagai variabel bebas dengan rumus statistik sebagai berikut:

$$SP = \alpha + \beta DER + \varepsilon \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan :

SP = harga saham

DER = *debt to equity ratio*

ε = standard error

Untuk menjawab hipotesa H₀₃, dua variabel yang digunakan yaitu harga saham sebagai variabel terikat dan *debt to asset*

ratio sebagai variabel bebas. Untuk menguji hipotesa ini maka persamaan berikut telah dikembangkan

$$SR = \alpha + \beta DAR + \varepsilon \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan :

SR = pengembalian investasi saham

DAR = *debt to asset ratio*

ε = standard er

Pengaruh dari variabel bebas terhadap variabel terikat akan diuji dengan menggunakan model regresi linear sederhana. Teknik statistik ini dapat

menghasilkan suatu garis yang paling baik untuk mencocokkan data-data yang ada sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan (Salvatore, 2004).

HASIL

Pengaruh DAR terhadap Harga Saham

Hasil penghitungan statistik untuk menguji H_{01} ditunjukkan oleh tabel 1.1

Tabel 1.1 Pengaruh DAR terhadap Harga Saham

Dependent Variable: STOCKPRICE

Method: Least Squares

Date: 06/05/13 Time: 11:24

Sample: 1 35

Included observations: 35

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-74958.83	47794.10	-1.568370	0.1263
DAR	356794.2	112162.1	3.181059	0.0032
R-squared	0.234679	Mean dependent var	61732.08	
Adjusted R-squared	0.211487	S.D. dependent var	139406.8	
S.E. of regression	123790.8	Akaike info criterion	26.34602	
Sum squared resid	5.06E+11	Schwarz criterion	26.43490	
Log likelihood	-459.0553	Hannan-Quinn criter.	26.37670	
F-statistic	10.11913	Durbin-Watson stat	0.914276	
Prob(F-statistic)	0.003188			

Hasil uji statistik menunjukkan bahwa p -value (prob.) < 0.05 . Itu berarti nilai koefisien β tidak sama dengan 0.. Dengan demikian maka H_{01} tidak diterima atau DAR mempunyai pengaruh terhadap harga saham. Itu berarti keputusan

pembiayaan perusahaan yang diprosikan dengan DAR secara positif mempengaruhi kemakmuran pemegang saham dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008-2012.

Pengaruh DER terhadap harga saham

Hasil uji statistik untuk menguji H_{02} ditunjukkan pada tabel 1.2.

Tabel 1.2 Pengaruh DER terhadap Harga Saham

Dependent Variable: STOCKPRICE

Method: Least Squares

Date: 06/05/13 Time: 11:29

Sample: 1 35

Included observations: 35

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DER	33960.24	15940.25	2.130471	0.0407
C	29501.00	27051.67	1.090542	0.2834
R-squared	0.120912	Mean dependent var	61732.08	
Adjusted R-squared	0.094273	S.D. dependent var	139406.8	
S.E. of regression	132673.0	Akaike info criterion	26.48461	
Sum squared resid	5.81E+11	Schwarz criterion	26.57348	
Log likelihood	-461.4806	Hannan-Quinn criter.	26.51529	
F-statistic	4.538907	Durbin-Watson stat	1.204452	
Prob(F-statistic)	0.040676			

Data statistik menunjukkan bahwa nilai koefisien p -value 0.0407, lebih kecil dari 0.05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *debt to equity ratio* sebagai proksi dari kebijakan pendanaan perusahaan secara signifikan mempunyai pengaruh positif terhadap kemakmuran pemegang saham yang diprosikan dengan harga saham.

Pengaruh DAR terhadap pengembalian saham

Hasil uji statistik untuk menguji H_{03} “*debt to asset ratio* tidak berpengaruh terhadap pengembalian saham”, ditunjukkan pada tabel 1.3.

Tabel 1.3 Pengaruh DAR terhadap Pengembalian Saham

Dependent Variable: STOCKRETURN

Method: Least Squares

Date: 06/05/13 Time: 11:30

Sample: 1 35

Included observations: 35

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DAR	371740.7	115492.8	3.218735	0.0029
C	-77992.43	49213.36	-1.584781	0.1226
R-squared	0.238934	Mean dependent var	64424.62	
Adjusted R-squared	0.215872	S.D. dependent var	143947.3	
S.E. of regression	127466.8	Akaike info criterion	26.40454	
Sum squared resid	5.36E+11	Schwarz criterion	26.49342	
Log likelihood	-460.0795	Hannan-Quinn criter.	26.43523	
F-statistic	10.36026	Durbin-Watson stat	0.879012	
Prob(F-statistic)	0.002887			

Secara statistik, nilai *p-value* 0.0029 lebih kecil dari 0.05. Oleh sebab itu disimpulkan bahwa keputusan pembiayaan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap pengembalian saham para pemegang saham.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Secara keseluruhan, ketiga null hipotesis yang diuji menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dari variabel independen (*debt to asset ratio* dan *debt to equity ratio*) terhadap variabel dependen (harga saham maupun harga saham ditambah dengan dividen). Dengan kata lain, kebijakan pembiayaan perusahaan, yang akan menentukan struktur modal perusahaan, mempunyai pengaruh positif terhadap kemakmuran pemegang saham. Oleh karena itu, setiap kali perusahaan menambahkan utang ke dalam struktur modalnya, itu akan menaikkan nilai perusahaan atau kemakmuran pemegang saham.

Hal ini sejalan dengan *trade-off theory* yang menyatakan tentang eksistensi struktur modal yang optimal. Teori ini merupakan pengembangan dari proposisi Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa struktur modal tidaklah mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Teori ini dilandaskan pada asumsi-asumsi diantaranya tidak adanya pajak serta tidak adanya biaya likuidasi ataupun reorganisasi perusahaan. Akan tetapi, *trade-off theory* memasukkan pajak serta biaya likuidasi yang menjadi semakin besar seiring dengan bertambahnya utang sebagai bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan.

Hasil uji statistik mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan manufakturing di Indonesia selalu mempertimbangkan efek dari penggunaan utang terhadap kemakmuran para pemilik. Dengan kata lain, perusahaan-perusahaan manufakturing yang menjadi sampel penelitian ini mengambil manfaat yang besar dari keuntungan pajak melalui penggunaan utang untuk mendanai kebutuhan-kebutuhan investasi perusahaan.

Pada saat yang bersamaan mereka juga mempertimbangkan naiknya biaya kebangkrutan sebagai akibat penambahan utang ke dalam struktur modal mereka. Dengan demikian, dalam setiap keputusan pembiayaan untuk kebutuhan investasi, struktur modal yang optimal adalah pertimbangan utama dari perusahaan-perusahaan manufakturing.

Hasil ini juga menunjukkan bahwa *pecking order* teori dijalankan oleh perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia. Para manajer keuangan akan cenderung untuk menggunakan utang sebagai sumber dana yang lebih murah dibandingkan dengan ekuitas dengan mempertimbangkan keuntungan-keuntungan ekonomis yang dapat diperoleh melalui penggunaan sumber dana tersebut. Pemilihan utang sebagai sumber pendanaan perusahaan dapat disebabkan oleh kondisi ekonomi yang stabil. Dampak krisis keuangan 2007 memang mempengaruhi pasar modal di Indonesia, namun tidak mempengaruhi secara fundamental keadaan perusahaan-perusahaan yang terdaftar apalagi keadaan ekonomi Indonesia secara menyeluruh. Dengan adanya kestabilan ekonomi, suku bunga tidaklah akan berfluktuasi tajam dibandingkan jika keadaan ekonomi tidak stabil.

Pertimbangan kedua yang dapat menjadi alasan perusahaan menggunakan utang ketimbang ekuitas adalah kestabilan pendapatan perusahaan. Kestabilan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan dapat memberikan jaminan kepada para pemegang saham bahwa walaupun utang bertambah tapi kemungkinan bertambahnya pengembalian kepada para pemegang saham juga akan naik. Pada saat ekonomi stabil atau cenderung membaik, menggunakan utang walaupun dapat menaikkan resiko kebangkrutan tapi juga akan menaikkan potensi pembagian keuntungan yang lebih besar bagi para pemegang saham.

Hal terakhir yang dapat menjadi pertimbangan manajemen perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia dalam memilih utang adalah ketidakinginan mereka untuk menyebabkan dilusi

kepemilikan para pemegang saham yang sudah eksis. Dilusi kepemilikan berarti juga akan mengurangi kontrol dari para pemegang saham yang ada sekarang. Itulah sebabnya perusahaan menggunakan utang ketimbang ekuitas dalam struktur modal yang hasilnya menunjukkan naiknya kemakmuran para pemegang saham.

KESIMPULAN DAN SARAN

Debt to asset ratio dan *debt to equity ratio* secara signifikan mempengaruhi harga saham dengan pengaruh positif. Demikian pula dengan pengambalian investasi saham secara signifikan positif dipengaruhi oleh *debt to asset ratio*.

Dengan demikian, investor yang sementara menginvestasikan dana mereka di perusahaan-perusahaan manufaktur ataupun berencana melakukan investasi dapat menggunakan data *debt to asset ratio* maupun *debt to equity ratio* sebagai alat ukur yang dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk investasi. Selanjutnya, para peneliti selanjutnya dapat mengembangkan penelitian ini dengan mempertimbangkan beberapa hal. Pertama, menggunakan metode yang sama tapi memperpanjang waktu penelitian, menerapkannya pada industri yang berbeda ataupun menerapkannya dengan membagi objek penelitian yang sama ke dalam kelompok-kelompok yang lebih homogen. Pertimbangan berikutnya adalah menggunakan metode statistik yang lain untuk menguji sampel yang sama dengan periode observasi yang sama.

DAFTAR PUSTAKA

Frank, M. Z., & Goyal, V.K. (December 8 2007). *Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=670543

- Gitman, L.J., & Zutter, C.J. (2012). *Principles of Managerial Finance* (13th ed.). Boston: Pearson Prentice Hall.
- Kusumajaya, D.K.O. (2011). *Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*. Unpublished Tesis, Universitas Udayana, Denpasar.
- Meythi, Martusa, R., & Debbianita. (2012). *Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan dengan Pertumbuhan Perusahaan Sebagai Variabel Moderating*. Laporan Penelitian yang Tidak Dipublikasikan. Universitas Kristen Maranatha.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, XLVII (3), 261-297
- Parrino, R., Kidwell, D.S., & Bates, T.W.(2012). *Fundamentals of Corporate Finance* (2nd ed.) Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Peirson, G., Brown, R., Easton, S., Howard, P.,& Pinder, S. (2006). *Business Finance* (9th ed). North Ryde, New South Wales: McGraw-Hill
- Safrida, E. (2008). *Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Thesis tidak dipublikasikan, Universitas Sumatera Utara, Medan.
- Salvatore, D. (2004). *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. (Edisi Kelima ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Scott, J.H. Jr. (Spring 1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics*, 7 (1). 33-54 <http://bbs.cenet.org.cn/uploadimages/20045182321272183.pdf>