

Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Tingkat Pertumbuhan terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di Indonesia dengan Struktur Modal sebagai Variabel *Moderating*

Andrew Santoso

Fakultas Bisnis dan Ekonomi, Universitas Kristen Petra

Jln. Siwalankerto 121-131, Surabaya 60236

Email: andrewsantoso@live.com

ABSTRAK

Pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan dan struktur modal terhadap nilai perusahaan masih memiliki hasil yang tidak konsisten. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan dan struktur modal terhadap nilai perusahaan. Penelitian dilakukan pada 77 perusahaan manufaktur di Indonesia pada tahun 2003-2013 dengan metode *Structural Equation Modelling* (SEM). Hasil penelitian ini adalah profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal sedangkan ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan berpengaruh positif signifikan pada struktur modal. Profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan tingkat pertumbuhan dan struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: Struktur Modal, Nilai Perusahaan, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan

ABSTRACT

The influence of profitability, firm size, growth rate and capital structure on the firm value still have no consistent effect. This study aimed to determine the effect of profitability, firm size, growth rate and capital structure on the firm value. In this study, an observation will be conducted on 77 Indonesia based manufacturing companies from 2003-2013 using the Structural Equation Modelling (SEM). The result shows that profitability has significant negative effect to the capital structure while on the other hand, firm size and growth rate have positive and significant effect on it. Secondly, profitability and firm size have significantly positive effect on the firm value while growth rate and capital structure has negative effect on it.

Keyword : Capital Structure, Firm Value, Profitability, Firm Size, Growth Rate

1. INTRODUCTION

Pada jaman sekarang ini, perusahaan dituntut untuk efisien dalam menjalankan bisnisnya. Perusahaan membutuhkan dana untuk beroperasi dan mendapatkan profit. Perusahaan yang mengelola modal dengan baik akan meningkatkan kinerja perusahaan sehingga nilai perusahaan meningkat. Nilai perusahaan ditentukan oleh menentukan proporsi struktur modal untuk investasi tersebut dan hasilnya (Keown et al., 2005). Dalam menentukan struktur modal, terdapat dua sumber modal yaitu, modal internal perusahaan (laba ditahan dan ekuitas) dan modal eksternal perusahaan (hutang). Dengan mengoptimalkan struktur modal, perusahaan dapat meminimalisasi biaya modal sehingga kinerja perusahaan dapat lebih baik.

Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dikemukakan pertama kali oleh Modigliani dan Miller (1958) yang mengatakan struktur modal tidak berpengaruh pada nilai perusahaan dalam kondisi pasar sempurna. Pada tahun 1963, teori tersebut diperbaharui dengan memperhitungkan pajak dan *tax shield* sehingga perusahaan yang nilainya tinggi mempunyai hutang semakin tinggi pula. Teori berikutnya adalah teori *trade-off* oleh Kraus dan Litzenberger pada tahun 1973 yang menyatakan bahwa perusahaan akan berhutang sampai titik tertentu manfaat akibat *tax shield* sama dengan biaya *financial distress*, yang dinamakan struktur modal yang optimal. Dalam teori *Pecking Order*, perusahaan memilih sumber dana yang risikonya paling rendah yaitu laba ditahan kemudian ke sumber dana yang risikonya lebih tinggi seperti hutang atau penerbitan ekuitas. (Myers, 1984). Teori lainnya adalah teori *signaling*. Penggunaan hutang merupakan sinyal ke investor bahwa perusahaan mempunyai prospek cerah. Investor meyakini sinyal tersebut sehingga harga saham akan naik. (Hutchinson, 1995)

Apabila perusahaan salah menentukan struktur modal yang digunakan oleh perusahaan maka perusahaan tersebut dapat mengalami kesulitan mendapatkan dana yang berujung kebangkrutan. Faktor-faktor lain yang mempengaruhi struktur modal adalah jenis industri, profitabilitas, struktur aktiva, bunga pajak, tangibilitas, tingkat pertumbuhan dan ukuran perusahaan. Terdapat beberapa faktor yang juga mempengaruhi nilai perusahaan antara lain profitabilitas, ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menciptakan keuntungan. Pada *trade-off* model, perusahaan yang profitabilitasnya tinggi cenderung untuk mempunyai beban pajak yang tinggi dan resiko kebangkrutan yang kecil sehingga perusahaan akan memilih untuk berhutang (Mai, 2006), sedangkan Myers (1984) dalam *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan yang profitabilitasnya tinggi lebih memilih sumber dana internal.

Faktor lainnya adalah ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan adalah gambaran dalam menentukan kemudahan memperoleh dana di pasar modal. Sesuai dengan *trade-off model*, perusahaan yang besar akan mempunyai rasio hutang yang tinggi dikarenakan mempunyai akses yang mudah ke pasar, bisa berhutang dengan baik dan mempunyai biaya kebangkrutan yang rendah, sedangkan perusahaan kecil lebih bergantung pada hutang karena biaya penerbitan ekuitas yang tinggi. Faktor pertumbuhan perusahaan juga mempengaruhi struktur modal dan nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan adalah tingkat perkembangan perusahaan dalam sektor ekonomi (Barclay & Smith, 2006). Mai (2006) mengatakan perusahaan dengan pertumbuhan tinggi meningkatkan aset tetap dengan menggunakan laba ditahan dan hutang sehingga struktur modal tetap optimal. Di lain pihak, perusahaan yang pertumbuhannya tinggi mempunyai hutang yang rendah karena perusahaan tersebut biasanya telah mempunyai *non-debt tax shield*.

Pada penelitian Roden dan Lewellen (1995) terhadap 48 perusahaan Amerika Serikat, ditemukan hubungan yang positif signifikan antara profitabilitas dengan struktur modal, sedangkan penelitian Cassar dan Holmes (2003) di perusahaan kecil dan menengah Australia ditemukan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Kwok dan Reeb (2000) dalam penelitiannya menemukan hubungan yang negatif antara ukuran perusahaan dengan struktur modal. Pada tahun 2002, Pandey melakukan penelitian pada 208 perusahaan Malaysia. Hasil penelitian tersebut adalah pada nilai perusahaan kecil dan besar, perusahaan akan mempunyai rasio hutang yang tinggi, sedangkan pada nilai perusahaan menengah, perusahaan akan mengurangi hutang. Hasil lainnya adalah ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal sementara tingkat pertumbuhan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal.

Chen dan Chen (2011) melakukan penelitian terhadap 647 perusahaan Taiwan dan mendapatkan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, ukuran perusahaan

mempunyai hubungan positif signifikan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, tingkat pertumbuhan tidak berpengaruh pada struktur modal dan nilai perusahaan, serta struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian Cuong dan Canh (2012) terhadap 92 perusahaan di Vietnam dengan mengatakan bahwa ukuran perusahaan tidak memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan. Di Indonesia, penelitian dilakukan oleh Hermuningsih (2013) pada 150 perusahaan yang tercatat di BEI. Dari hasil penelitian tersebut, didapatkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, sedangkan hubungan antara tingkat pertumbuhan dengan struktur modal adalah positif signifikan; profitabilitas, tingkat pertumbuhan dan struktur modal memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian-penelitian tersebut menimbulkan *gaps*. *Gaps* yang mendasari adalah keberadaan pengaruh dan sifat profitabilitas, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, dan struktur modal terhadap nilai perusahaan. Tujuan Penelitian ini adalah mengetahui pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan serta pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

2. LITERATURE REVIEW

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan mencerminkan penilaian pasar terhadap keputusan investasi, pendanaan dan manajemen aset dan seringkali diapresiasi berdasarkan nilai buku dan nilai pasar saham. (Keown et al., 2005). Harga saham yang rendah akan membuat citra nilai perusahaan terlihat buruk di mata investor, sedangkan harga saham yang terlalu tinggi akan membuat investor tidak tertarik untuk membeli. Untuk memaksimalkan nilai perusahaan, perusahaan harus memperhatikan sumber dana perusahaan seperti hutang, ekuitas maupun saham preferen (Jensen, 1976).

Price to Book Value (PBV) merupakan rasio antara nilai pasar dengan nilai buku per lembar saham. Nilai buku adalah nilai ekuitas pemilik sedangkan nilai pasar adalah nilai kinerja perusahaan menurut pandangan masyarakat umum yang dipengaruhi oleh perbuatan perusahaan, situasi pasar, kompetisi, perubahan ekonomi dan politik, dan hal-hal lainnya (Ibrahim, 2009). Indikator nilai perusahaan lainnya adalah rasio Tobin's Q atau biasa disebut rasio Q yang digunakan oleh Kallapur & Trombley (1999). Rasio Q adalah indikator kekuatan dan nilai perusahaan terhadap pasar. Perusahaan yang mempunyai rasio Q besar mempunyai keunggulan bersaing yang kuat.

Struktur Modal

Struktur modal menurut Keown et al. (2005) adalah proporsi sumber dana perusahaan yang mencerminkan rasio hutang dengan modal sendiri. Sumber modal perusahaan terdiri dari sumber dana internal (laba ditahan dan modal sendiri), dan sumber dana eksternal diperoleh melalui hutang. Salim & Yadav (2012) mengatakan bahwa struktur modal optimum adalah struktur modal yang dapat menyeimbangkan antara manfaat penggunaan hutang dengan bunga hutang sehingga nilai perusahaan akan maksimal. Collins et al. (2012) mengatakan bahwa struktur modal dapat diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio* (DER). DER merupakan pengukuran peran hutang dalam perusahaan dan klaim pemberi pinjaman terhadap hak kepemilikan perusahaan. Indikator struktur modal lainnya adalah *total debt to asset* (TDTA) yang digunakan oleh Pandey (2002). Indikator lainnya yang dapat mengukur struktur modal adalah *long-term debt to asset* (LTDTA) dan *short-term debt to asset* (STDTA) oleh Salim & Yadav (2012).

Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan dengan kondisi pasar sempurna. Pada tahun 1973 Kraus dan Litzgenberger menciptakan teori *Trade-Off*. Teori ini mengatakan bahwa perusahaan akan berhutang sampai mencapai struktur modal yang menyeimbangkan antara manfaat *tax shield* dengan suku bunga dan biaya *financial distress*. Teori *Pecking Order* menjelaskan perusahaan cenderung memilih

penggunaan sumber pendanaan yang memiliki resiko terendah terlebih dahulu dan mempunyai urutan dalam penggunaan sumber dana. (Myers & Maljuf, 1984). Perusahaan memilih sumber dana internal yaitu laba ditahan. Jika sumber dana internal tidak lagi mencukupi, maka sumber dana eksternal diperlukan sehingga perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dahulu ke resiko yang lebih tinggi. Teori *signaling* bercerita, jika manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, manajer akan mengirimkan sinyal yaitu menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan investasi tersebut. Investor diharapkan akan menangkap sinyal tersebut dan berusaha untuk menanamkan dana di perusahaan tersebut (Hutchinson, 1995).

Profitabilitas

Brigham dan Houston (2001) mengatakan profitabilitas atau laba perusahaan merupakan hasil usaha dari keputusan manajemen yang dicapai oleh perusahaan dalam kurun waktu tertentu. Rasio profitabilitas yang sering dipakai adalah (i) *Return On Equity* (ROE). ROE merupakan rasio pengukuran pendapatan yang tersedia atas modal yang diinvestasikan oleh pemilik perusahaan (Abor, 2005). (ii) *Return on asset* (ROA) yang merupakan ukuran keberhasilan manajemen dalam menghasilkan return berdasarkan aktiva yang digunakan dan dalam melakukan efisiensi pengelolaan (Gitman, 2006). (iii) *Net Profit Margin* (NM) yang merupakan tingkat efisien perusahaan dalam operasional (Ibrahim, 2009).

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan cerminan kapitalisasi pasar, nilai buku dan laba perusahaan. Ukuran perusahaan dapat dinyatakan dalam logaritma natural (Ln) dari total aset dan total penjualan (Chen & Chen, 2011). Semakin besar total aset, maka modal perusahaan semakin banyak sehingga dapat menunjang. Ukuran perusahaan sering menjadi indikator bagi peluang terjadinya kebangkrutan bagi suatu perusahaan, dimana perusahaan dalam ukuran besar dipandang lebih mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya. Perusahaan besar biasanya mendapatkan respon positif dari investor sehingga nilai perusahaan akan meningkat.

Tingkat Pertumbuhan

Pertumbuhan perusahaan merupakan sinyal perkembangan perusahaan di masa mendatang dalam memberikan keuntungan dan tingkat pengembalian investasi (Pandey, 2002). Pertumbuhan yang tinggi mengakibatkan perusahaan harus memiliki kewajiban dalam menghasilkan arus kas yang lebih besar di masa depan dan mempunyai *market share* yang besar sehingga perusahaan harus meningkatkan aset tetap dan membutuhkan banyak dana yang didapatkan dari laba ditahan dan penggunaan hutang. Kallapur dan Trombney (1999) mengatakan bahwa tingkat pertumbuhan dapat diukur dengan pertumbuhan aktiva maupun pertumbuhan penjualan.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Myers (2001) dalam *pecking order theory* menunjukkan bahwa perusahaan yang profitabilitasnya tinggi mempunyai laba ditahan yang tinggi sehingga lebih memilih untuk menggunakan dana internal. Profitabilitas rendah menyebabkan perusahaan berhutang karena dana internal tidak cukup untuk mendanai kegiatan perusahaan. Hasil penelitian Pandey (2002) dan Chen & Chen (2011) sesuai dengan teori *pecking order*.

Mai (2006) dalam *trade-off model* mengatakan bahwa perusahaan yang profitabilitasnya tinggi lebih memilih hutang sebagai sumber dana untuk memperoleh manfaat penghematan pajak, dan *bankruptcy cost* yang rendah. Penelitian Kusumajaya (2011) juga menunjukkan profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

H1 : Ada pengaruh signifikan antara profitabilitas dengan struktur modal. **Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal**

Perusahaan kecil akan memilih untuk berhutang bila sumber dana internal tidak mencukupi pembiayaan. Hal tersebut diakibatkan oleh biaya penerbitan saham lebih besar dan terdapat kemungkinan untuk kehilangan kontrol dalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Hasil penelitian Juca & Fishlow (2012) juga menemukan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Teori *static order* dan penelitian Pandey (2002) dan Chen & Chen (2011) menyatakan bahwa terjadi hubungan yang positif antara ukuran perusahaan dengan struktur modal. Perusahaan kecil mempunyai biaya kebangkrutan yang tinggi sehingga harus membatasi hutang, sedangkan perusahaan besar lebih dapat berhutang karena resiko kebangkrutan yang kecil dan kemudahan dalam mendapatkan hutang.

H2 : Ada pengaruh signifikan antara ukuran perusahaan dengan struktur modal.

Pengaruh Tingkat Pertumbuhan terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi cenderung menggunakan sumber dana eksternal karena dapat menanggung beban yang tinggi (Brigham dan Houston, 2011). Sesuai dengan *trade-off theory*, Mai (2006) mengatakan bahwa perusahaan yang pertumbuhannya tinggi akan menerbitkan ekuitas tetapi juga melakukan hutang untuk menjaga struktur modal yang optimal. Hubungan yang positif juga ditemukan dalam penelitian Chen & Chen (2011) dan Hermuningsih (2013).

Barclay dan Smith (2006) mengatakan bahwa perusahaan yang pertumbuhannya tinggi mempunyai rasio hutang yang kecil karena penghematan pajak dianggap kurang bermanfaat dan biasanya perusahaan tersebut telah mempunyai *non-debt tax shield*. Selain itu, penggunaan hutang dalam meningkatkan pertumbuhan dapat mendorong perusahaan untuk menerima resiko yang lebih. Hubungan yang negatif juga ditemukan dalam penelitian Pandey (2002) dan Juca & Fishlow (2012).

H3 : Ada pengaruh signifikan antara tingkat pertumbuhan dengan struktur modal.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Myers (2001) mengatakan bahwa keuntungan yang tinggi dapat memunculkan minat investor untuk melakukan investasi di perusahaan. Perusahaan yang stabil dalam memberikan deviden dianggap memiliki tingkat pengembalian yang menjanjikan di masa depan sehingga nilai perusahaan akan naik. Hubungan yang positif juga ditemukan dalam penelitian Chen & Chen (2011) dan Kusumajaya (2011).

Titin(2012) menemukan hasil yang berbeda yaitu profitabilitas berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut diakibatkan keuntungan yang tinggi tidak mampu dimanfaatkan perusahaan menjadi investasi yang baik sehingga harga saham perusahaan justru menurun akibat hasil investasi yang sia-sia.

H4 : Ada pengaruh signifikan antara profitabilitas dengan nilai perusahaan. **Pengaruh**

Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Perusahaan yang besar mempunyai skala ekonomi yang besar, kemungkinan bangkrut lebih rendah dan telah terdiversifikasi sehingga mudah mendapatkan dana (Collins et al., 2012). Perusahaan kecil mempunyai resiko kebangkrutan tinggi yang dapat mengurangi nilai perusahaan. Hubungan yang positif antara ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan juga ditemukan pada penelitian Chen & Chen (2011).

Kodongo et al. (2014) di Kenya menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan tetapi tidak signifikan. sedangkan penelitian Cuong dan Canh (2012) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian Chen dan Chen (2011) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif tetapi tidak signifikan.

H5 : Ada pengaruh signifikan antara ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan.

Pengaruh Tingkat Pertumbuhan terhadap Nilai Perusahaan

Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi dapat melakukan investasi yang meningkatkan nilai perusahaan sehingga pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan yang positif dengan nilai perusahaan (Myers, 2001). Hubungan positif antara juga didukung oleh hasil penelitian Chen & Chen (2011) dan Hermuningsih (2013).

Pertumbuhan perusahaan dapat menyebabkan hasil yang bervariasi sehingga dapat meningkatkan resiko yang menurunkan nilai perusahaan. Teori tersebut didukung oleh penelitian Safrida (2008). Cuong & Canh (2011) dan Kodongo et al. (2014) menemukan bahwa tingkat pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H6 : Ada pengaruh signifikan antara tingkat pertumbuhan dengan nilai perusahaan.

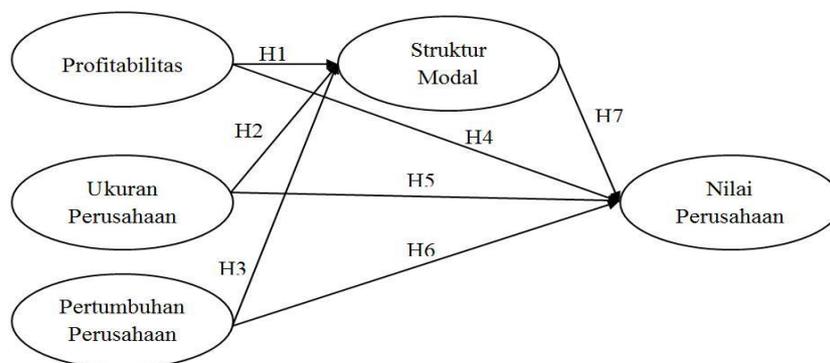
Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Mai (2006) dalam *trade off theory* menyimpulkan peningkatan rasio hutang sampai titik optimum akan meningkatkan nilai perusahaan. Teori *signaling* mengatakan perusahaan melakukan hutang ketika prospek perusahaan di masa depan cerah sehingga investor berpersepsi bahwa hutang adalah sinyal naiknya nilai perusahaan (Hutchinson, 1995). Penelitian Pandey (2002) dan Cuong & Canh (2011) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan yang risikonya kecil seperti laba ditahan. Bila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan akan menggunakan dana eksternal. Safrida (2008) dan Chen & Chen (2011) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

H7 : Ada pengaruh signifikan antara struktur modal dengan nilai perusahaan. **Model**

Penelitian



Gambar 1. Model Penelitian

3. METHODOLOGY

Penelitian menggunakan metode penelitian kuantitatif. Data didapatkan melalui situs resmi BEI yaitu www.idx.co.id dan situs perusahaan. Proses analisa data sekunder menggunakan PLS (*Partial Least Square*) dengan *structural equation modelling* (SEM).

Populasi penelitian adalah perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penentuan sampel menggunakan *judgmental sampling* dengan kriteria (i) perusahaan manufaktur di BEI. (ii) menerbitkan laporan keuangan tahun 2003-2013. (iii) saham perusahaan tidak tersuspensi > 1 tahun. (iv) laporan keuangan mempunyai nilai laba dan ekuitas yang positif. Dari kriteria tersebut, dihasilkan sampel 77 perusahaan.

Rumus pengukuran indikator variabel profitabilitas adalah sebagai berikut :

$$ROA = \frac{\text{Laba Usaha}}{\text{Total Aset}} \quad ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}} \quad NM = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan}}$$

Rumus pengukuran indikator variabel ukuran perusahaan adalah sebagai berikut :

$$ASSET = \text{Ln}(\text{Total Aset}) \quad SALES = \text{Ln}(\text{Penjualan})$$

Rumus pengukuran indikator variabel tingkat pertumbuhan adalah :

$$GA = \frac{\text{Total aset tahun ini} - \text{total aset tahun sebelumnya}}{\text{total aset tahun sebelumnya}}$$

Rumus pengukuran indikator variabel struktur modal adalah :

$$TDTA = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total aset}} \quad LTDTA = \frac{\text{Hutang jangka panjang}}{\text{Total aset}}$$

Rumus pengukuran indikator variabel nilai perusahaan adalah :

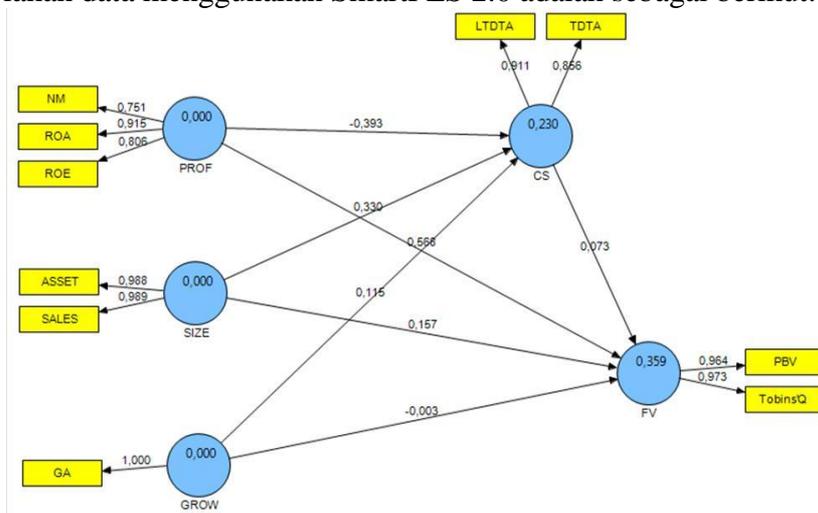
$$PBV = \frac{\text{Harga pasar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}} \quad \text{Tobin's } Q = \frac{\text{Nilai pasar ekuitas} + \text{hutang}}{\text{Nilai buku ekuitas} + \text{hutang}}$$

Analisis data melalui 3 tahap yaitu: (i) uji *goodness of fit* yaitu validitas dan reliabilitas dimana *convergent validity* >0,70, *AVE* >0,50, *composite reliability* > 0,70, *cronbach's alpha* > 0,70 dan *Q-square* > 0. (ii) *Path coefficient* untuk mengetahui koefisien jalur dan sifat hubungan antar variabel. (iii) Uji T jika T statistik > T tabel maka hubungan tersebut signifikan. Tingkat kesalahan 5% sehingga T tabel adalah 1,96.

4. RESULT AND DISCUSSION

Hasil Penelitian

Hasil pengolahan data menggunakan SmartPLS 2.0 adalah sebagai berikut:



Gambar 2. Hasil Path Coefficient SmartPLS 2.0

Tabel 1. Outer Loadings Indikator

	CS	FV	GROW	PROF	SIZE
ASSET					0,9881
GA			1		
LTDTA	0,911				
NM				0,7512	
PBV		0,964			
ROA				0,9151	
ROE				0,8056	
SALES					0,9887

Tabel 2. Hasil Uji Goodness of Fit

Variabel	AVE	Composite Reliability	R Square	Cronbachs
				Alpha
CS	0,7811	0,877	0,2297	0,723
FV	0,9378	0,9679	0,3593	0,934
GROW	1	1	0	1
PROF	0,6836	0,8655	0	0,7747

Dari Tabel 1. dan Tabel 2. diatas bahwa model memenuhi syarat uji *goodness of fit* sehingga model valid dan reliabel. Nilai *Q-square* 0,5514 juga memenuhi syarat *predictive relevance* sehingga dapat dilakukan analisis selanjutnya.

Pembahasan

Hipotesis yang pertama diterima karena profitabilitas mempunyai pengaruh yang signifikan dan negatif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia (*original sample* = -0,3927 dan t-stats = 13,2649). Perusahaan yang keuntungannya tinggi mempunyai dana internal yang besar. Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan akan memilih laba ditahan sebagai modal daripada menggunakan dana eksternal karena dana internal mempunyai resiko dan biaya yang rendah. Perusahaan yang keuntungannya rendah menggunakan hutang karena dana internal tidak mencukupi untuk mendanai aktivitas perusahaan. Hasil uji hipotesis pertama sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Pandey (2002), Abor (2005), dan Chen & Chen (2011).

Hipotesis yang kedua diterima karena ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan dan positif terhadap struktur modal (*original sample* = 0,3305 dan t-stats = 9,5649). Sesuai dengan *trade-off theory*, perusahaan besar lebih memilih menggunakan hutang sebagai modal karena resiko kebangkrutan yang rendah dan biaya hutang yang kecil. Perusahaan besar harus hati-hati dalam menerbitkan ekuitas karena dapat terjadi asimetris informasi sedangkan perusahaan kecil lebih beresiko dalam menggunakan hutang karena biaya kebangkrutan yang besar (Pandey, 2002). Pengaruh ukuran

perusahaan yang positif signifikan terhadap struktur modal sesuai dengan hasil penelitian Pandey (2002) dan Chen & Chen (2011).

Hipotesis yang ketiga diterima karena tingkat pertumbuhan mempunyai pengaruh yang signifikan dan positif terhadap struktur modal (*original sample* = 0,1146 dan *t-stats* = 2,4891). Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi membutuhkan pendanaan yang besar untuk meningkatkan aset tetap dan ekspansi. Pendanaan yang besar didapatkan melalui hutang. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi lebih stabil dalam menanggung beban hutang sehingga dapat memperoleh banyak pinjaman (Brigham dan Houston, 2001). Hasil uji hipotesis yang ketiga sesuai dengan trade-off theory dan hasil penelitian dari Chen & Chen (2011) dan Hermuningsih (2013).

Hipotesis keempat diterima karena profitabilitas berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan (*original sample* = 0,5676 dan *t-stats* = 8,4069). Hasil tersebut sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chen & Chen (2011) dan Hermuningsih (2013). Profitabilitas mencerminkan kekuatan perusahaan untuk menguasai pasar dan hasil kegiatan investasi (Pandey, 2002). Keuntungan yang tinggi mencerminkan prospek perusahaan yang bagus di masa depan. Minat investor untuk menanamkan modal juga meningkat karena perusahaan keuntungannya tinggi, devidennya akan meningkat.

Harga saham perusahaan akan meningkat karena respon positif yang didapatkan dari para investor sehingga nilai perusahaan juga akan naik.

Hipotesis yang kelima diterima karena ukuran perusahaan berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan (*original sample* = 0,1567 dan *t-stats* = 4,0614). Sesuai dengan *trade-off theory*, perusahaan yang asetnya besar mempunyai nilai perusahaan yang besar karena skala ekonominya besar, biaya kebangkrutan yang rendah dan peringkat kredit yang tinggi. Perusahaan akan mempunyai kemampuan untuk meningkatkan harga saham baru dan mendapatkan hutang dengan mudah, sedangkan perusahaan kecil punya resiko kebangkrutan bila menggunakan hutang dan kemungkinan kehilangan kontrol bila menerbitkan ekuitas sehingga nilai perusahaan susah naik (Chen & Chen, 2011). Pengaruh yang positif juga ditemukan pada penelitian Chen & Chen (2011), Collins et al.(2012), dan Kodongo et al.(2014).

Hipotesis yang keenam ditolak karena tingkat pertumbuhan berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (*original sample* = -0,0034 dan *t-stats* = 0,1141). Chen & Chen (2011) mengatakan bahwa pertumbuhan yang terjadi dapat menyebabkan hasil yang bervariasi sehingga nilai perusahaan tidak terpengaruh. Penurunan aset perusahaan tidak mempengaruhi persepsi investor karena perusahaan masih mampu mempertahankan kinerja. Penurunan total aset dapat disebabkan karena perusahaan mampu membayar hutang yang telah jatuh tempo dan tetap dapat mendapatkan dana untuk melakukan kegiatan investasi. Kodongo et al. (2014) dan Cuong & Canh (2012) juga menemukan bahwa tingkat pertumbuhan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian Safrida(2008) menemukan bahwa tingkat pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Menurut Safrida(2008), Peningkatan total aktiva yang merupakan pertumbuhan perusahaan bisa saja dihasilkan dari penunggakan piutang usaha maupun persediaan perusahaan yang tidak mampu meningkatkan nilai perusahaan karena nilainya akan terdepresiasi.

Hipotesis ketujuh ditolak karena struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (*original sample* = 0,0727 dan *t-stats* = 1,9106). Perusahaan yang telah mencapai struktur modal yang optimal akan berusaha untuk mempertahankan rasio struktur modal yang optimal. Bila perusahaan akan berekspansi, perusahaan akan menggunakan sumber pendanaan hutang. Keuntungan yang dihasilkan dari ekspansi akan digunakan untuk melunasi hutang sehingga rasio struktur modal kembali optimal. Penelitian Hatfield et al. (1994), dan Savitri, E. (2012) menunjukkan tidak adanya

hubungan tersebut. Savitri (2012) mengatakan bahwa rasio hutang yang sudah mencapai titik optimal tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan karena sinyal penggunaan hutang tidak lagi direspon positif oleh para investor. Perusahaan yang menerbitkan saham juga mampu meningkatkan kapasitas hutangnya sehingga struktur modal perusahaan tetap pada titik optimal. Teori *signaling* mendukung bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Cuong & Canh, 2012). Perusahaan akan menggunakan hutang bila prospek perusahaan di masa depan bagus, kemudian sinyal tersebut ditangkap oleh investor sehingga nilai perusahaan akan naik. Dengan penggunaan hutang yang baik, perusahaan dapat memaksimalkan manfaat dari *tax shield* yang didapatkan melalui hutang dan menghindari biaya kebangkrutan.

5. CONCLUSION

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian, kesimpulan yang didapat adalah sebagai berikut :

1. Profitabilitas berpengaruh signifikan dan negatif terhadap struktur modal.
2. Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan dan positif terhadap struktur modal.
3. Tingkat pertumbuhan berpengaruh signifikan dan positif terhadap struktur modal.
4. Profitabilitas berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan.
5. Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan.
6. Pertumbuhan berpengaruh tidak signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan.
7. Struktur modal berpengaruh tidak signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan.

5.2. Saran

1. Penelitian berikutnya dapat diteliti variabel lain yang juga mempengaruhi nilai perusahaan seperti likuiditas, struktur aktiva dan kesempatan investasi.
2. Penelitian dapat dilakukan pada sektor lain seperti pertanian, properti dan lain-lain
3. Pertumbuhan pada bagian piutang usaha dan persediaan dapat menurunkan nilai perusahaan karena akan terdepresiasi. Perusahaan harus berusaha untuk meningkatkan aset tetap untuk kegiatan investasi sehingga nilai perusahaan naik.
4. Perusahaan sebaiknya melihat aspek fundamental dan lingkungan bisnis sebelum berhutang. Hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan apabila prospek cerah dan terdapat kesempatan investasi dengan *return* tinggi dan resiko rendah.

REFERENCES

- Abor, J. (2005). How do we explain the capital structure of SMEs in sub-Saharan Africa?. *Journal Economic Studies*, 36(1), 83-97.
- Barclay, M.J. & Smith, C.W. (2006). On the Debt Capacity of Growth Options. *Journal of Business*, 79(1), 37-59.
- Brigham, E.F. & Houston J.F. (2001). *Manajemen Keuangan Buku 2* (8th ed.). (Wibowo). Jakarta: Erlangga.
- Cassar, G. & Holmes S. (2003). Test of Capital Structure Theory: A Binomial Approach. *Journal of Business and Economics Studies*, 9(2), 20-32.
- Chen, S.Y. & Chen, L.J. (2011). Capital Structure Determinants: An Empirical Study in Taiwan. *African Journal of Business Management*, 5(27), 10974-10983.
- Collins, O.S. et al. (2012). Corporate Capital Structure and Corporate Market Value. *International Journal of Economics and Finance*, 4(12), 193-202.
- Cuong, N.T. & Canh, N.T. (2012). The Effect of Capital Structure on Firm Value for Seafood Enterprises. *International Research Journal of Finance*, 89, 221-223.
- Gitman, L.J. (2006). *Principle of Managerial Finance* (11th ed). USA: The Addison.
- Hatfield, G.B. et al. (1994). The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm Debt Ratios on Market Value. *Journal of financial and Strategic*, 7(3).

- Hermuningsih S. (2013). Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 127-148.
- Hutchinson, R.W. (1995). The Capital Structure and Investment Decision of the Small Owner-Managed Firm. *Journal of Small Business Economics*, 76, 231-239.
- Ibrahim, M.O. (2009). The Internal Financial Determinants of Common Stock Market Price. *Journal of Economic & Administrative Sciences*, 25(1).
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of Firm: Theory of Firm Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Juca, M.N., & Fishlow, A. (2012). Capital Structure Determinant's of North American Banks and the Compensation Executive Program. *International Journal of Business and Management*, 7(17), 13-27.
- Kallapur, S. & Trombley, M.A. (1999). The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26, 505-519.
- Keown et al. (2005). Financial Management (10th ed.). New Jersey: Prentice-Hall Inc.
- Kodongo, O., Mokoteli, T.M., & Maina, L. (2014). Capital Structure, Profitability and Firm Value. *Munich Personal RePEc Archive*.
- Kraus, A. & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911 – 922.
- Kusumajaya, D.K.O. (2011). *Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*. Unpublished Graduate Thesis, Universitas Udayana, Denpasar.
- Kwok, C.C.Y. & Reeb, D.M. (2000). Internationalization and Firm Risk: An Hypothesis. *Journal of International Business Studies*, 31(4), 611-629.
- Mai, M.U. (2006). Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta. *Ekonomika*, 228- 245.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: a Correction. *American Economic Review*.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Myers, S.C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2).
- Pandey, I.M. (2002). Capital Structure, Profitability and Market Structure: Evidence from Malaysia. *Global Business and Finance Review*.
- Roden, D. & Lewellen, W. (1995). Corporate Capital Structure Decisions: Evidence from Leveraged Buyouts. *Financial Management*, 24, 76-87.
- Safrida, E. (2008). *Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Unpublished Graduate Thesis, Universitas Sumatera Utara, Medan.
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *International Congress on Interdisciplinary Business and Social Science*, 65, 156-166.
- Savitri, E. & Djumahir, U.S.A. (2012). Variabel Antesenden dari Struktur Modal: Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Unpublished Journal*.

Titin, H. (2012). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. *Unpublished Journal*.