

## Pengaruh Profitabilitas, Growth, Opportunity, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik Di Indonesia

Sri Hermuningsih\*

*Universitas Kanjuruhan Malang, Indonesia*  
*srihermuningsih@gmail.com\**

**Abstract:** *This paper examines the influence of profitability, growth opportunity, and capital structure confirm value. We apply Structural Equation Model (SEM) on 150 listed companies on the Indonesia Stock Exchange during 2006 to 2010. The result shows that profitability, growth opportunity and capital structure positively and significantly affect the company's value. Secondly, the capital structure intervenes the effect of growth profitability on company's value, but not for profitability.*

**Key Words:** *profitability, growth opportunity, capital structure, firm value, SEM. JEL Classification ; C51, G32, L25.*

**Abstrak:** *Makalah ini membahas tentang pengaruh profitabilitas, peluang pertumbuhan, dan nilai konfirmasi struktur modal. Kami menerapkan Structural Equation Model (SEM) pada 150 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2006 sampai 2010. Hasil penelitian bahwa profitabilitas, peluang pertumbuhan dan struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kedua, struktur modal mengintervensi pengaruh pertumbuhan profitabilitas terhadap nilai perusahaan, tetapi tidak untuk profitabilitas.*

**Kata kunci:** *profitabilitas, peluang pertumbuhan, struktur modal, nilai perusahaan, SEM. Klasifikasi JEL; C51, G32, L25.*

### Pendahuluan

Tujuan utama perusahaan yang telah go public adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan (Salvatore, 2005). Nilai perusahaan adalah sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Bringham and Gapensi, 2006). Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (financing), dan manajemen asset.

Weston dan Bringham (1998), menyatakan bahwa struktur keuangan (financial leverage) merupakan cara aktiva-aktiva dibelanjaidibiayai; hal ini seluruhnya merupakan bagian kanan neraca, sedangkan struktur modal (capital structure) merupakan pembiayaan pembelanjaan permanen, yang terutama berupa hutang jangka panjang, saham preferen dan modal saham biasa, tetapi tidak semua masuk kredit jangka pendek. Jadi struktur modal dalam suatu perusahaan adalah hanya sebagian dari struktur keuangannya.

Beberapa faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, diantaranya profitabilitas, growth opportunity dan struktur modal. Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk mendapatkan laba dalam suatu periode tertentu. Husnan (2001), profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset dan modal saham tertentu. Profitabilitas menggambarkan kemampuan badan usaha untuk menghasilkan laba dengan menggunakan seluruh modal yang dimiliki. Shapiro (1991), "Profitability ratios measure managements objectiveness as indicated by return on sales, assets and owners equity".

Profitabilitas penting dalam usaha mempertahankan kelangsungan hidupnya dalam jangka panjang, karena profitabilitas menunjukkan apakah badan usaha tersebut mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang. Dengan demikian setiap badan usaha akan selalu berusaha meningkatkan profitabilitasnya, karena semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu badan maka kelangsungan hidup badan usaha tersebut akan lebih terjamin.

Profitabilitas adalah rasio dari efektifitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang dihasilkan dari penjualan dan investasi. Rasio profitabilitas terdiri atas profit margin, basic earning power, return on assets, dan return on equity. Dalam penelitian ini rasio profitabilitas diukur dengan return on equity (ROE). Return on equity (ROE) merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih untuk pengembalian ekuitas pemegang saham. ROE merupakan rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur profitabilitas dari ekuitas. Semakin besar hasil ROE maka kinerja perusahaan semakin baik. Rasio yang meningkat menunjukkan bahwa kinerja manajemen meningkat dalam mengelola sumber dana pembiayaan operasional secara efektif untuk menghasilkan laba bersih (profitabilitasmeningkat). Jadi dapat dikatakan bahwa selain memperhatikan efektifitas manajemen dalam mengelola investasi yang dimiliki perusahaan, investor juga memperhatikan kinerja manajemen yang mampu mengelola sumber dana pembiayaan secara efektif untuk menciptakan laba bersih. ROE menunjukkan keuntungan yang akan dinikmati oleh pemilik saham. Adanya pertumbuhan ROE menunjukkan prospek perusahaan yang semakin baik karena berarti adanya potensi peningkatan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Hal ini ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif dari perusahaan sehingga akan meningkatkan kepercayaan investor serta akan mempermudah manajemen perusahaan untuk menarik modal dalam bentuk saham. Apabila terdapat

kenaikkan permintaan saham suatu perusahaan, maka secara tidak langsung akan menaikkan harga saham tersebut di pasar modal.

Growth opportunity adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan (Mai, 2006). Perusahaan-perusahaan yang mempunyai prediksi akan mengalami pertumbuhan tinggi di masa mendatang akan lebih memilih menggunakan saham untuk mendanai operasional perusahaan. Dengan demikian perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang rendah akan lebih banyak menggunakan utang jangka panjang. Growth opportunity bagi setiap perusahaan berbeda-beda, hal ini menyebabkan perbedaan keputusan pembelanjaan yang diambil oleh manajer keuangan. Perusahaan dengan growth opportunity tinggi cenderung membelanjai pengeluaran investasi dengan modal sendiri untuk menghindari masalah underinvestment yaitu tidak dilaksanakannya semua proyek investasi yang bernilai positif oleh pihak manajer perusahaan (Chen, 2004). Selain itu, kebijakan hutang dan struktur kepemilikan modal juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan dengan adanya pajak, biaya keagenan, dan biaya kesulitan keuangan sebagai imbalan dari manfaat penggunaan hutang. Menurut trade-off model, struktur modal yang optimal merupakan keseimbangan antara penghematan pajak atas penggunaan hutang dengan biaya kesulitan akibat penggunaan hutang, sebab biaya dan manfaat akan saling meniadakan satu sama lain. Tingkat hutang optimal tercapai ketika pengaruh interest tax-shield mencapai jumlah yang maksimal terhadap ekspektasi cost of financial distress. Pada tingkat hutang yang optimal diharapkan nilai perusahaan akan mencapai nilai optimal, dan sebaliknya apabila terjadi tingkat perubahan hutang sampai melewati tingkat optimal atau biaya kebangkrutan dan biaya kesulitan keuangan financial distress cost lebih besar dari pada efek interest tax-shield, hutang akan mempunyai efek negative terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan teori struktur modal, apabila posisi struktur modal berada diatas target struktur modal optimalnya, maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Penentuan target struktur modal optimal adalah salah satu dari tugas utama manajemen perusahaan. Struktur modal adalah proporsi pendanaan dengan hutang (debt financing) perusahaan, yaitu rasio leverage (pengungkit) perusahaan. Dengan demikian, hutang adalah unsur dari struktur modal perusahaan. Struktur modal merupakan kunci perbaikan produktivitas dan kinerja perusahaan.

Teori struktur modal menjelaskan bahwa kebijakan pendanaan (financial policy) perusahaan dalam menentukan struktur modal (bauran antara hutang dan ekuitas) bertujuan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan (value of the firm). Struktur modal yang optimal suatu perusahaan adalah kombinasi dari utang dan ekuitas (sumber eksternal) yang memaksimalkan harga saham perusahaan. Pada saat tertentu, manajemen perusahaan menetapkan struktur modal yang ditargetkan, yang mungkin merupakan struktur yang optimal, meskipun target tersebut dapat berubah dari waktu ke waktu. Sejumlah faktor mempengaruhi keputusan mengenai struktur modal perusahaan, seperti stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, peluang pertumbuhan, tingkat profitabilitas, pajak penghasilan, tindakan manajemen dan sebagainya. Faktor-faktor lain yang mempengaruhi struktur modal perusahaan adalah ukuran perusahaan, perusahaan yang lebih besar pada umumnya lebih mudah memperoleh pinjaman dibandingkan dengan perusahaan kecil. Oleh sebab itu dengan memperoleh pinjaman perusahaan dapat berkembang lebih baik lagi (Mai, 2006).

Menurut trade off theory manajer dapat memilih rasio utang untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Fama (1978) berpendapat bahwa nilai perusahaan akan tercermin dari harga saham. Jensen (2001) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya dengan nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi jenis semua sumber keuangan seperti hutang, waran maupun saham preferen. Fama dan French (1998) berpendapat bahwa optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan.

Teori struktur modal menjelaskan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat diartikan sebagai ekspektasi nilai investasi pemegang saham (harga pasar ekuitas) dan atau ekspektasi nilai total perusahaan (harga pasar ekuitas ditambah dengan nilai pasar hutang atau ekspektasi harga pasar aktiva (Sugihen, 2003)

Profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba relatif terhadap penjualan yang dimiliki, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2001). Perusahaan-perusahaan dengan profit tinggi cenderung menggunakan lebih banyak pinjaman untuk memperoleh manfaat pajak. Hal ini karena pengurangan laba oleh bunga

pinjaman akan lebih kecil dibandingkan apabila perusahaan menggunakan modal yang tidak dikenai bunga, namun penghasilan kena pajak akan lebih tinggi. Pada variabel profitabilitas, hasil temuan (Mai, 2006) serta Suwanto dan Ediningsih (2002) menyatakan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap struktur modal.

Secara eksplisit tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal; kedua, pengaruh Growth Opportunity terhadap struktur modal, pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan, pengaruh growth opportunity terhadap nilai perusahaan, dan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Bagian kedua dari paper ini mengulas teori dan penurunan hipotesis dan bagian ketiga mengulas metodologi dan data yang digunakan. Bagian keempat mengulas hasil dan analisis, sementara kesimpulan disajikan pada bagian kelima dan menjadi bagian penutup.

## **Metode**

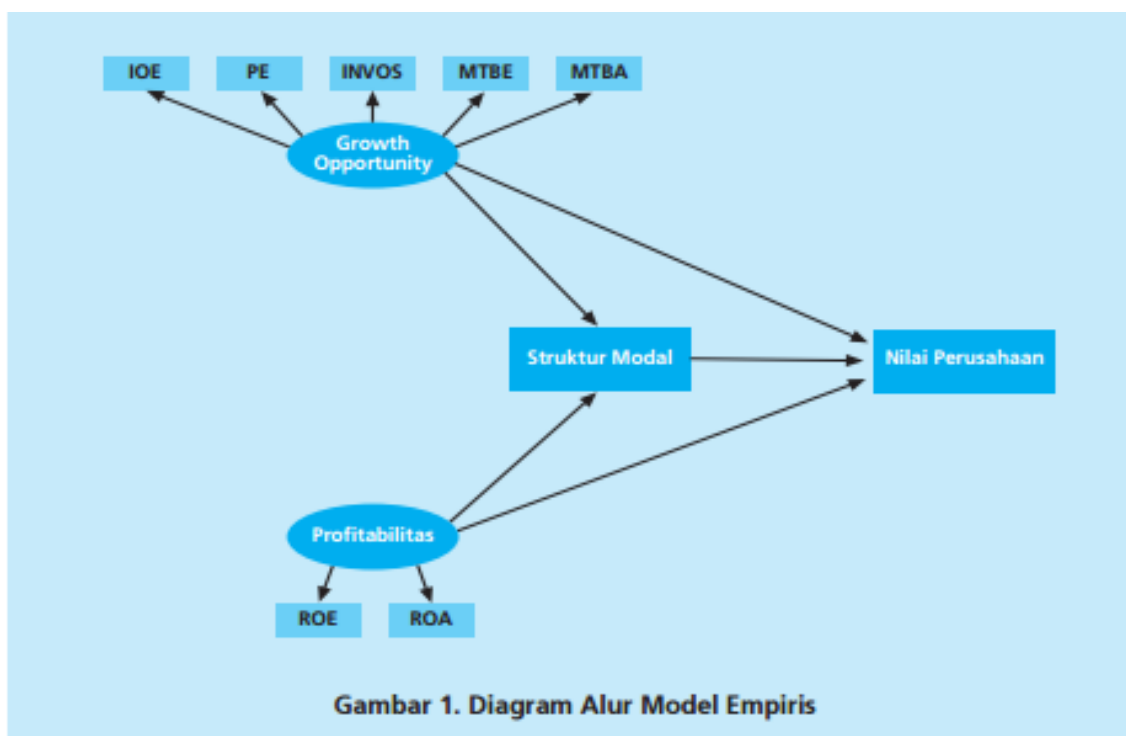
### **Teknik Estimasi**

Paper ini mengaplikasikan pendekatan Structural Equation Modeling (SEM) yang relatif baru dibandingkan dengan regresi atau analisis faktor misalnya. SEM muncul pada akhir 1960-andan saat ini masih berkembang. Teknik ini dapat diaplikasikan dalam beberapa bentuk, pertama adalah path analysis atau causal modeling yang menghipotesakan hubungan sebab akibat antar variabel. Kedua adalah confirmatory factor analysis yang menguji hipotesa tentang struktur dari factor loadings dan saling keterkaitannya. Tendensi penggunaan SEM untuk confirmatory ketimbang exploratory menyebabkan SEM lebih sering digunakan untuk melakukan validasi atas suatu model ketimbang menggunakannya untuk mencari model yang terbaik.

Aplikasi SEM yang lain adalah model regresi yang dapat dianggap sebagai pengembangan dari model regresi yang dikenal secara umum. Hal ini karena dimungkinkannya untuk menetapkan suatu restriksi dalam bobot regresi. Aplikasi yang keempat adalah pengujian atas hipotesa tentang struktur kovarian dari sejumlah variabel, dan aplikasi yang kelima adalah correlation structure models, yang menguji kebenaran bentuk matrik korelasi yang dihipotesiskan.

Secara teknis, pendekatan ini memodelkan secara eksplisit kesalahan pengukuran (measurement error), kemudian mencari estimator yang tidak bias untuk hubungan antar variabel (umumnya variabel yang tidak dapat diobservasi atau dikenal dengan latent construct variable). SEM juga dikenal dengan analysis of covariance structures. Hal ini disebabkan karena SEM menganalisa hubungan antar variabel dengan menganalisa varian dan kovarian dari variabel tersebut. Pada tahap awal pendekatan SEM mengasumsikan struktur matriks kovarian tertentu yang dibuat dalam bentuk diagram jalur (path diagram). Ketika hasil estimasi parameter telah diperoleh, maka struktur matriks kovarian dari model kemudian dibandingkan dengan matriks kovarian data asli. Jika struktur kedua matriks ini konsisten satu sama lain, maka model SEM tersebut dianggap valid.

Diagram alur yang digunakan dalam paper ini adalah sebagai berikut:



### Model Empiris

Mengacu pada diagram alur di atas, maka model empiris yang diestimasi adalah dua persamaan berikut:

$$\text{Strukt Mod} = \beta_{11} \cdot \text{Profit} + \beta_{12} \cdot \text{Growth} + \epsilon$$

$$\text{Nilai Persh} = \beta_{21} \cdot \text{Profit} + \beta_{22} \cdot \text{Growth} + \beta_{23} \cdot \text{Strukt Mod} + \epsilon$$

dimana Nilai Persh adalah nilai perusahaan; Profit adalah profitabilitas; Growth adalah peluang pertumbuhan; Strukt Mod adalah struktur modal; dan  $\epsilon$  adalah residual.

Nilai perusahaan diukur dengan Tobin'Q, yang merupakan rasio nilai pasar saham perusahaan terhadap nilai buku ekuitas perusahaan. Formulasnya adalah:

$$Q = \frac{(EMV+D)}{(EMB + D)}$$

Dimana Q = nilai perusahaan ; D = nilai buku dari total hutang ; EMV = Nilai Pasar dari Ekuitas ; dan EBV = Nilai buku dari Ekuitas. EMV (Equity Market Value) diperoleh dari hasil perkalian harga saham penutupan dengan jumlah saham yang beredar. EBV (Equity Book Value) diperoleh dari selisih total asset dengan total kewajiban.

Variabel kedua adalah profitabilitas (X1), yang dapat diukur dengan dua indikator yakni Return on Equity (ROE) dan Return On Asset (ROA). Formula untuk menghitung keduanya adalah sebagai berikut:

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Modal Sendiri}} \quad ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

Variabel peluang pertumbuhan (growth opportunity), diukur dengan Investment to Sales (IOE), price earning ratio (PE), Investment to Sales (INVOS), Market to Books Total Assets (MTBA) dan Market to Books Total Equity (MTBE). Formula penghitungan untuk indikator-indikator ini adalah sebagai berikut:

$$IOE = \frac{\text{Investasi}}{\text{Laba}} \quad PE = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

$$INVOS = \frac{\text{Investasi}}{\text{Penjualan}}$$

$$= \frac{[\text{Nilai buku hutang} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga saham})]}{\text{Total Aktiva}}$$

$$= \frac{(\text{lembar saham beredar} \times \text{harga saham})}{\text{Total Ekuitas}}$$

Dalam model empiris yang diestimasi, variabel struktur modal diperlakukan sebagai intervening variable, dan dihitung dengan formula berikut:

$$\text{Struktur Modal} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

## Data

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2006-2010. Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode purposive sampling dan menghasilkan sampel 150 perusahaan. Deskripsi kuantitatif besaran variabel dari total sample disajikan pada tabel berikut.

<b>Tabel 1</b> <b>Deskripsi Statistik Variabel</b>				
Variabel	Min.	Max.	Mean	Std. Deviation
NilaiPerusahaan	0,05	60,31	10,8061	12,53519
ROE	0,00	3,96	0,4225	0,76528
ROA	0,00	4,11	0,2260	0,53279
MTBA	0,09	7,11	1,4843	1,56453
MTBE	0,01	6,90	1,6879	1,54115
INVOS	0,01	5,64	1,0681	1,20868
PE	2,00	67,10	17,8909	12,81100
IOE	0,04	37,31	7,3097	9,18070
DTA	0,01	1,91	0,4687	0,25708
DTE	0,01	2,24	0,5374	0,50906
Valid N (listwise) = 150				

## **Validasi Model**

Terdapat 3 (tiga) tahap dalam melakukan validasi atas model yang diestimasi, yakni: (i) uji validitas dan realibilitas model, (ii) uji signifikansi dan keberartian model; dan (iii) uji kesesuaian model. Yang terakhir ini dapat dilihat pada kesesuaian hasil estimasi dengan teori, signifikansi parameter, dan kebermaknaan hubungan lintas variabel, sebagaimana dipaparkan pada bab analisis.

Uji validitas dilakukan dengan *construct validity* yang mengukur sejauh mana variabel yang digunakan mampu mewakili variabel teoritis yang dimaksudkan dalam model. Terdapat 4 (empat) komponen dalam *construct validity*, pertama, *convergent validity* yang mengukur sejauh mana indikator-indikator untuk satu konstruk yang sama, dapat memiliki kesamaan variasi; kedua, *discriminant validity*, yang mengukur sejauh mana konstruk yang satu benar-benar berbeda dengan konstruk lainnya; ketiga, *nomological validity* yang mengukur apakah korelasi antar konstruk memiliki landasan teori yang masuk akal (biasanya diuji dengan matrik kovarian antar konstruk); dan keempat, *face validity* yang mengukur konsistensi antara pendefinisian konstruk oleh peneliti dengan indikator yang digunakan.

Pada sisi lain, *construct reliability (CR)* mengukur realibilitas dan konsistensi internal berdasarkan *square of the total of factor loadings* untuk suatu konstruk. Realibilitas dan validitas atas model yang digunakan, telah dilakukan pada tahap pemodelan dengan mengacu pada teori dan literatur yang ada. Dengan demikian, validasi model yang diuraikan pada bagian ini adalah validasi tahap ketiga yakni uji kesesuaian.

Pengujian atas kesesuaian model dilakukan dengan menggunakan kriteria *goodness of fit*. Uji ini mengukur kesesuaian input observasi sesungguhnya dengan prediksi dari model yang diajukan. Dalam *Structural Equation Model (SEM)* ini, *Goodness-of Fit test* secara teknis mengukur kemampuan model dalam mereplikasi struktur matrik kovarian antar variabel.

Secara umum, terdapat 3 (tiga) ukuran kesesuaian, pertama, *Absolute Fit Measures*, yakni seberapa baik model mampu mereplikasi data; kedua, *Incremental Fit Measures*, yakni seberapa baik suatu model dibandingkan model dasar (*baseline model*). Model dasar ini umumnya mengasumsikan bahwa semua variabel yang terobservasi tidak berkorelasi satu sama lain, dan ini berarti model tersebut hanya memiliki satu skala yang seragam (*all single item scales*). Jenis yang ketiga adalah *Parsimony Fit Measures*, yakni ukuran yang menunjukkan apakah model yang diuji sudah merupakan model yang paling sederhana tanpa kehilangan kinerjanya (*parsimony*).

Termasuk dalam tipe pertama (*absolute GOF*) adalah statistik *Chi-square* dengan hipotesa  $\chi^2 = 0$  = tidak ada perbedaan antara dua matrik kovarian dari dua model yang diuji. Statistik  $\chi^2$



ini diharapkan tidak signifikan ( $p > .05$ ) agar model yang dipilih, lebih baik dari model dasar (baseline). Besaran lainnya adalah GFI (Goodness of Fit Index) dan AGFI (Adjusted GFI), yang nilainya diharapkan lebih besar dari 90 persen.

Untuk tipe kedua (incremental GOF), beberapa besaran yang dapat digunakan adalah CFI (Comparative Fit Index), NFI (Normed Fit Index), RFI (Relative Fit Index) dan IFI (Incremental Fit Index). Besaran-besaran ini membandingkan kinerja antara dua model. Untuk CFI misalnya, jika didefinisikan  $d = \chi^2 - df$ ; dimana  $df$  adalah derajat kebebasan, maka nilai dari CFI diberikan dengan rumusan berikut:

$$CFI = [d(\text{Model Baseline}) - d(\text{Model Terpilih})] / d(\text{Model Baseline})$$

Besaran statistik-statistik di atas terletak antara nol dan satu, jika nilai perhitungan yang diperoleh  $> 1$  maka tetap dihitung sebesar 1, dan jika lebih kecil dari nol, maka tetap dianggap nol. Semakin besar nilai besaran ini, maka model dianggap semakin baik. Pedoman umum untuk statistik-statistik ini adalah lebih besar dari 0,90.

Selain ukuran baik tidaknya model, validasi juga dapat dilakukan dengan melihat seberapa buruk model tersebut. Statistik yang digunakan adalah RMSEA (Root Mean Squared Error of Approximation), yang menunjukkan seberapa besar kesalahan spesifikasi model dibandingkan kesalahan pengambilan sampel. Kriteria umum yang sering digunakan adalah RMSEA ini lebih kecil dari 0,10.

Uji kesesuaian yang ketiga yakni mengukur seberapa sederhana model (parsimony), dapat dilakukan dengan menggunakan statistik Parsimonious Goodness of Fit Index (PGFI  $> 0,90$ ) atau Tucker Lewis Index (TLI  $> 0,95$ ) atau Non-normed Fit Index (NNFI). Pada dasarnya, statistik-statistik ini mengukur penalti akibat penambahan parameter.<sup>2</sup> Secara umum, patokan yang digunakan dalam penelitian ini merujuk pada penelitian yang ada (lihat antara lain Ghazali, 2011).

### **Hasil dan Pembahasan**

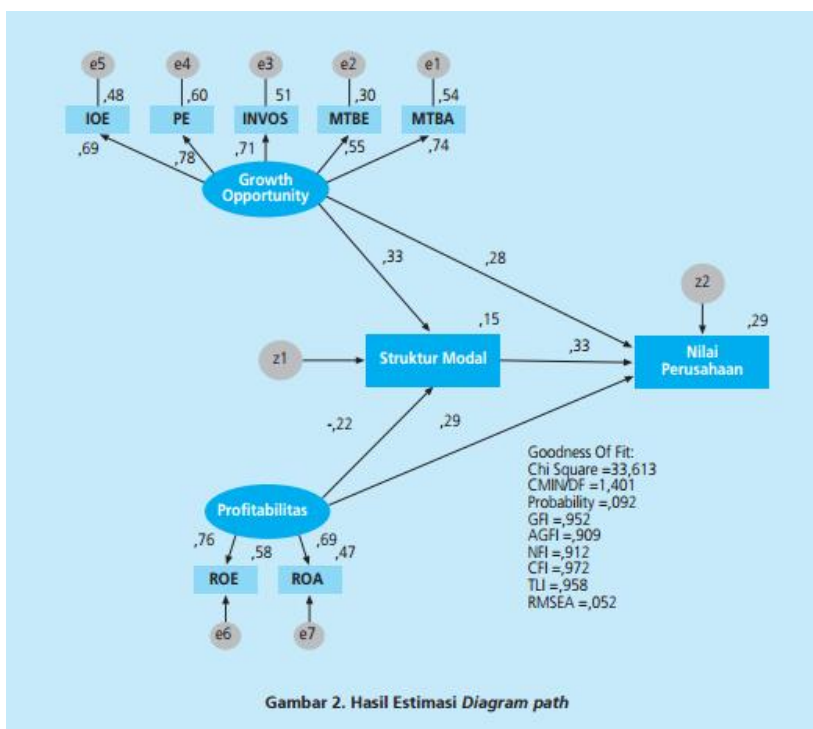
Mengacu pada kriteria validasi model, dapat ditunjukkan bahwa kinerja model yang dipilih tergolong baik. Statistik chi-square sebesar 33,613 dengan probabilitas 0,092 menunjukkan bahwa model lebih baik dari model baseline. Kriteria fit yang lain yaitu GFI, AGFI, NFI, CFI, TLI dan RMSEA perlu dilihat untuk melihat goodness of fit model.

Nilai CMIN/DF sebesar 1,401 menunjukkan model fit sesuai dengan nilai yang direkomendasikan yaitu kurang dari 2. Nilai GFI = 0,952, AGFI = 0,909, NFI = 0,912, CFI = 0,972, dan TLI = 0,958 juga mendukung terpenuhinya kriteria umum model yang baik dan cukup parsimony. Kriteria validasi model yang terakhir adalah RMSEA = 0,052 (< 0,10) menunjukkan bahwa model relatif telah terspesifikasi dengan baik.

Secara keseluruhan, model empiris yang diestimasi telah memenuhi batasan yang direkomendasikan. Dengan demikian model empiris ini sudah sesuai dengan data dan dapat dilanjutkan ke pengujian hipotesis (Lihat Tabel 2). Analisis pengaruh langsung (direct effect) untuk mengevaluasi pengaruh langsung setiap konstruk terwakili oleh semua garis koefisien dengan anak panah satu ujung. Hasil estimasi atas struktur keterkaitan lintas variabel disajikan pada Gambar 2, dan Tabel 3.

Berdasarkan pada nilai-nilai koefisien diatas yang memenuhi persyaratan kecocokan sebuah model, maka dapat disimpulkan bahwa secara umum, model yang diperoleh memiliki tingkat kecocokan yang baik, sehingga dapat dilakukan uji kesesuaian model selanjutnya.

<b>Tabel 2</b> <b>Hasil Indeks Goodness of Fit</b>			
<b>Goodness of Fit Index</b>	<b>Benchmark</b>	<b>Hasil</b>	<b>Keterangan</b>
Chi Square	Diharapkan tidak signifikan	33,613	Baik
CMIN/df	≤ 2,00	1,401	Baik
Significance	≥ 0,05	0,092	Baik
GFI	≥ 0,90	0,952	Baik
AGFI	≥ 0,90	0,909	Baik
NFI	≥ 0,90	0,912	Baik
CFI	≥ 0,95	0,972	Baik
TLI	≥ 0,95	0,958	Baik
RMSEA	≤ 0,08	0,052	Baik



**Tabel 3**  
**Hasil Pengujian Hipotesis**

Hipotesis	Variabel Independen	Variabel dependen	Estimate	Koefisien Jalur Direct Effect			Keterangan
				Standardize	p-value	CR	
H1	Profitabilitas	Struktur Modal	-0,299	-0,217	0,036	-2,100	Signifikan
H2	Growth Opportunity	Struktur Modal	0,026	0,327	0,000	3,636	Signifikan
H3	Profitabilitas	Nilai Perusahaan	9,889	0,285	0,003	2,945	Signifikan
H4	Growth Opportunity	Nilai Perusahaan	0,552	0,276	0,002	3,140	Signifikan
H5	Struktur Modal	Nilai Perusahaan	8,325	0,331	0,000	4,138	Signifikan

### Pengaruh Langsung

Mengacu pada diagram alur yang dibentuk, terdapat 3 (tiga) variabel yang berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan yaitu profitabilitas, growth opportunity, dan struktur modal. Yang disebut terakhir ini berpotensi sebagai variabel perantara bagi dua variabel lainnya.

Hasil estimasi model menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh langsung yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ( $t$ -hitung = 2,945 dan  $p = 0,001$ ). Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang bagus sehingga memicu

permintaan saham oleh investor. Respon positif dari investor tersebut akan meningkatkan harga saham dan selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Growth opportunity juga memiliki pengaruh langsung positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian model menunjukkan besaran C.R atau t-hitung = 3,140 dengan nilai  $p = 0,002$ . Hasil ini konsisten dengan pendapat yang dikemukakan Fama (1978). Efek langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi itu sendiri melalui pemilihan proyek atau kebijakan lainnya seperti penciptaan produk baru, penggantian mesin yang lebih efisien, pengembangan research & development dan merger dengan perusahaan lain.

Variabel ketiga yakni struktur modal juga memiliki pengaruh langsung yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (t-hitung = 4,138 dan nilai  $p = 0,000$ ). Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan penambahan hutang merupakan sinyal positif bagi investor dan mempengaruhi nilai perusahaan. Bagi perusahaan, adanya hutang dapat membantu untuk mengendalikan penggunaan dana kas secara bebas dan berlebihan oleh pihak manajemen. Peningkatan kontrol ini pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dari peningkatan harga saham. Hasil ini mendukung penelitian Mas'ud (2008) yang mengatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Tidak Langsung**

Sebagaimana disebutkan sebelumnya, struktur modal dipengaruhi oleh 2 (dua) variabel yakni growth opportunity dan profitabilitas. Jika keduanya berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, maka tinggal signifikansi dari struktur modal terhadap nilai perusahaan yang akan menentukan apakah struktur modal dapat berfungsi sebagai intervening variable dalam menjembatani pengaruh tidak langsung growth opportunity dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Ulasan sebelumnya telah memastikan bahwa struktur modal secara signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, maka tinggal menelusuri apakah profitabilitas dan growth opportunity signifikan mempengaruhi struktur modal atau tidak. Hasil estimasi model menunjukkan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal (t-hitung = -2,100 dan  $p=0,036$ ). Ini berarti, perusahaan dengan rate of return yang tinggi cenderung menggunakan proporsi utang yang relatif kecil, karena dengan rate of

return yang tinggi, kebutuhan dana dapat diperoleh dari laba ditahan. Dengan profitabilitas tinggi, maka dana internal perusahaan akan lebih tinggi dengan demikian komposisi struktur modal penggunaan modal sendiri lebih besar daripada penggunaan utang (rasio struktur modal semakin kecil).

Pengujian Hipotesis 2 juga menunjukkan growth opportunity berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal ( $t=3,636$  dan  $p=0,000$ ). Peluang pertumbuhan pada dasarnya mencerminkan produktifitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan maupun investor dan kreditor. Pada sisi lain, biaya penerbitan saham lebih mahal dari pada penerbitan surat hutang, dan ini menjadi alasan tambahan bagi perusahaan dengan pertumbuhan tinggi untuk lebih mengandalkan hutang dalam komposisi struktur modal perusahaan. Hasil estimasi ini sejalan dengan Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh dengan pesat cenderung mengandalkan modal eksternal.

Untuk menentukan apakah struktur modal dapat berfungsi sebagai intervening variable, maka kita lihat kembali 2 persamaan dalam model empiris yang dikonstruksi, untuk kemudian dibentuk persamaan reduksinya. Dengan memasukkan persamaan (2) ke (1), dan mengatur ulang persamaan, kita peroleh bentuk reduksi berikut:

$$\text{Nilai Persh} = (\beta_{21} + \beta_{23}\beta_{11}) \text{ Profit} + (\beta_{22} + \beta_{23}\beta_{12}) \text{ Growth}$$

Jika besaran  $(\beta_{21} + \beta_{23}\beta_{11}) > \beta_{21}$ , maka struktur modal berfungsi sebagai intervening variabel bagi profitabilitas. Dengan cara yang sama, jika  $(\beta_{22} + \beta_{23}\beta_{12}) > \beta_{22}$ , maka dapat disimpulkan bahwa struktur variabel berfungsi sebagai intervening variable bagi growth opportunity.

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa total koefisien sebesar  $0,213 < 0,285$  memberikan kesimpulan bahwa struktur modal tidak berfungsi sebagai intervening variable bagi profitabilitas perusahaan. Pada sisi lain, total koefisien untuk growth opportunity sebesar  $0,384 > 0,276$  menunjukkan bahwa variabel struktur modal berfungsi sebagai intervening variable untuk growth opportunity perusahaan.

## **Kesimpulan**

Dengan mengaplikasikan pendekatan Structural Equation Model (SEM) pada 150 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selang periode 2006-2010, paper ini memberikan beberapa temuan empiris. Pertama, variabel profitabilitas, growth opportunity dan struktur modal, berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini berarti, semakin besar profitabilitas, semakin tinggi peluang pertumbuhan, dan semakin besar proporsi hutang dalam struktur pendanaan perusahaan, maka semakin besar pula nilai perusahaan tersebut. Kedua, variabel struktur modal merupakan variabel intervening bagi growth opportunity dan tidak bagi profitabilitas. Yang terakhir ini disebabkan karena profitabilitas memiliki pengaruh yang berlawanan dengan struktur modal. Ini berarti, struktur modal akan memperbesar pengaruh positif profitabilitas perusahaan terhadap nilai perusahaan tersebut.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, pertama perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini hanya perusahaan yang masuk dalam kategori LQ45. Oleh karena itu, agar penelitian mendatang memberikan kekuatan generalisasi yang lebih luas dan lebih baik, diharapkan dapat melibatkan seluruh sektor industri. Kedua, model dalam penelitian ini hanya menggunakan variabel profitabilitas, growth opportunity dan nilai perusahaan. dengan demikian; diharapkan penelitian kedepan dapat menginternalisasi variabel-variabel lain yang relevan dalam menentukan nilai perusahaan. Ketiga, teknik estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah Structural Equation Model (SEM) yang relatif masih baru dan mendapat banyak kritikan dari para akademisi. Diharapkan penelitian kedepan dapat melakukan robustness test terhadap pilihan teknik pemodelan.

## DaftarRujukan

- Adrianto dan B. Wibowo. 2007. "Pengujian Teori Pecking Order pada Perusahaan-Perusahaan Non Keuangan LQ45 Periode 2001-2005", *Manajemen Usahawan Indonesia*, XXXVI (12): 43-53
- (Ang, 2007)Ang, Robert (1997), *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Jakarta, Mediasoft Indonesia.
- Brigham, Eugene F. and Joel F. Houston, 2001. *Fundamentals of Financial Management*, Ninth Edition, Horcourt College, United States of America
- Brigham, E.F. and L.C. Gapenski. 2006. *Intermediate Financial Management*. 7th edition. SeaHarbor Drive: The Dryden Press.
- Chen, C. K. (2004). Research on impacts of team leadership on team effectiveness. *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge, 266-278.
- Fakhrudin, M. dan M.S. Hadianto. 2001. *Perangkat dan Model Analisis Investasi di PasarModal*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- (Fama, 1978)Fama, Eugene F. (1978). "The Effect of a Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders." *American Economic Review*, vol 68, pp 272-28
- (Fama & French, 1998)Fama, Eugene F dan French, Kenneth R. (1998). "Taxes, Financing Decision, and Firm Value". *The Journal of Finance* Vol. LIII No 3, June, pp 819-843
- Ghozali, Imam, (2011), *Model persamaan struktural konsep dan aplikasi dengan program AMOS 19.0*. Badan Penerbit Universitas UNDIP Semarang.
- Husnan, Suad (2001). *Manajemen Keuangan Teori Dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek) Buku 2 Edisi 4 Cetakan Pertama*. Yogyakarta : BPFE.
- (Jensen, 1986)Jensen, Michael C, 1986,. *Agency Cost of Free cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *American Economic Review* 76 (2), 323-329.
- Jensen, Michael C (2001). "Value Maximization, Stakeholder Theory, And The Corporate Objective Function," *Journal of Applied Corporate Finance*, Morgan Stanley, vol. 14(3), pages 8-21.
- (Kartini & Arianto, 2008)Kartini dan Tulus Arianto. 2008. *Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur*. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 12 No. 1 : 11-21.
- Mai, Muhammad Umar., 2006, *Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta*, *Ekonomika*, Hal. 228- 245. Politeknik Negeri, Bandung.
- (Miller & Modigliani, 1963)Modigliani, F and Miller, M., 1963, *Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction*, *American Economic Review*, 53, June, pg. 433-443
- Petronila, Thio Anastasia dan Mukhlisin. 2003. "Pengaruh Profitabilitas perusahaan terhadap Ketepatan Waktu Pelaporan Keuangan dengan Opini Audit Sebagai Moderating Variabel". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Katolik Indonesia Atmajaya*. Jakarta.
- Riyanto, Bambang 1999. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi ke empat, BPFE, Yogyakarta.
- Sartono, Agus, 2001, *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*, Edisi Keempat, Cetakan Pertama, BPFE, Yogyakarta
- Schoubben, F., dan C. Van Hulle. 2004. "The Determinant of Leverage: Difference beetwen Quoted and Non Quoted Firms", *Tijdschrift voor Economie en Management*, XLIX (4): 589-62
- Sari, 2005. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Investasi Sebagai Variabel Moderating*. Thesis. (online), ([www.google.com](http://www.google.com)).
- Setiawan, Rahmat. 2006. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dalam Perspektif Pecking Order Theory: Studi Kasus pada Industri Makanan dan Minuman di BEJ". *Majalah Ekonomi Th.XVI Nomor 3 Desember* : 318-334

- (Sugihen, 2003) Sugihen, S.G. 2003. Pengaruh Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan, Serta Nilai perusahaan Industri Manufaktur Terbuka di Indonesia. Disertasi tidak dipublikasikan. Universitas Airlangga Surabaya
- (Sujoko & Ugy, 2009) Sujoko dan U. Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9. No. 1. Maret: 41-48
- (Soliha & Taswan, 2002) Soliha, E. dan Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol. 9. No. 2. September: 149-163
- Suwarno, F.X. dan S.I. Ediningsih, 2002, Pengaruh Stabilitas Penjualan Struktur Aktiva Tingkat Pertumbuhan Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Perdagangan Eceran Di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Akuntansi*, Tahun VI. No. 1. Mei. Hal. 20 - 332. Universitas Atma Jaya, Yogyakarta
- Salvatore, Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat: Jakarta. Schoubben, F., dan C. Van Hulle. 2004. "The Determinant of Leverage: Difference between Quoted and Non Quoted Firms", *Tijdschrift voor Economie en Management*, XLIX (4): 589-621.
- (McEnally & Shapiro, 1991) Shapiro, Alan C. 1991. *Modern Corporate Finance*. Macmillan Publishing Company, Maxwell Macmillan International, Editor L New York
- Weston, J.Fred dan Brigham, EF. 1998. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*; Edisi Kesembilan, Jilid 2