

PENGARUH PROFITABILITAS, *GROWTH OPPORTUNITY*, STRUKTUR MODAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA

*Sri Hermuningsih*¹

Abstract

This paper examines the influence of profitability, growth opportunity, and capital structure on firm 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 intervene the effect of growth profitability on company's value, but not for profitability.

Keywords: profitability, growth opportunity, capital structure, firm value, SEM.

JEL Classification: C51, G32, L25

¹ Lecturer at Economic Department, University of Sarjanawiyata Taman siswa Yogyakarta; hermun_feust@yahoo.co.id.

I. 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 (Brigham 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 Brigham (1998), menyatakan bahwa struktur keuangan (*financial leverage*) merupakan cara aktiva-aktiva dibelanjai/dibiayai; 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 a sa indicated b 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 (profitabilitas

meningkat). Jadi dapat dikatakan bahwa selain memperhatikan efektivitas 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 kenaikan 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.

II. TEORI

Nilai Perusahaan

Perusahaan adalah suatu organisasi yang mengkombinasikan dan mengorganisasikan berbagai sumber daya dengan tujuan untuk memproduksi barang dan atau jasa untuk dijual (Salvatore, 2005). Perusahaan ada karena akan menjadi sangat tidak efisien dan mahal bagi pengusaha untuk masuk dan membuat kontrak dengan pekerja dan para pemilik modal, tanah dan sumber daya lain untuk setiap tahap produksi dan distribusi yang terpisah. Sebaliknya, pengusaha biasanya masuk dalam kontrak yang besar dan berjangka panjang dengan tenaga kerja untuk mengerjakan berbagai tugas dengan upah tertentu dan berbagai tunjangan lain. Perusahaan ada karena untuk menghemat biaya transaksi semacam itu. Dengan menginternalisasi berbagai transaksi, perusahaan juga dapat menghemat pajak penjualan dan menghindari kontrol harga dan peraturan pemerintah yang berlaku hanya untuk transaksi antar perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang terkait erat dengan harga sahamnya (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi, dan meningkatkan kepercayaan pasar tidak hanya terhadap kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa mendatang. Harga saham yang digunakan umumnya mengacu pada harga penutupan (*closing price*), dan merupakan harga yang terjadi pada saat saham diperdagangkan di pasar (Fakhrudin dan Hadianto, 2001).

Nilai perusahaan dapat diukur dengan *price to book value* (PBV), yaitu perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per saham (Brigham dan Gapenski, 2006). Indikator lain yang terkait adalah nilai buku per saham atau *book value per share*, yakni perbandingan antara modal (*common equity*) dengan jumlah saham yang beredar (*shares outstanding*) (Fakhrudin dan Hadianto, 2001). Dalam hal ini, PBV dapat diartikan sebagai hasil perbandingan antara harga pasar saham dengan nilai buku saham. PBV yang tinggi akan meningkatkan kepercayaan pasar terhadap prospek perusahaan dan mengindikasikan kemakmuran pemegang saham yang tinggi (Soliha dan Taswan, 2002). PBV juga dapat berarti rasio yang menunjukkan apakah harga saham yang diperdagangkan *overvalued* (di atas) atau *undervalued* (di bawah) nilai buku saham tersebut (Fakhrudin dan Hadianto, 2001).

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dan efisiensi dalam menggunakan harta yang dimilikinya (Chen, 2004). Menurut Petronila dan Mukhlisin (2003) profitabilitas merupakan gambaran dan kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan. Pengukuran profitabilitas dapat menggunakan beberapa indikator seperti laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik.

Ang (1997) mengungkapkan bahwa rasio profitabilitas dan rasio rentabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam kegiatan operasinya merupakan fokus utama dalam penilaian prestasi perusahaan. Selain merupakan indikator kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban bagi para penyandang dananya, laba perusahaan juga merupakan elemen dalam menentukan nilai perusahaan. Efektivitas dinilai dengan menghubungkan laba bersih yang didefinisikan dalam berbagai rasio terhadap aktiva, misalnya rasio profitabilitas. Analisis profitabilitas menekankan pada kemampuan perusahaan dalam mendayagunakan kekayaan yang ada untuk menghasilkan laba selang periode tertentu yang diukur melalui rasio-rasio profitabilitas, (Riyanto, 1999). Proksi lain yang digunakan adalah *Gross Profit Margin*, *Net Profit Margin*, *Return on Investment (ROI)*, *Return on Equity* dan *Earning Power*, (Brigham dan Houston, 2001). ROI misalnya menunjukkan rasio laba setelah pajak terhadap total aktiva, ROE yang sering disebut rentabilitas modal sendiri, digunakan untuk mengukur seberapa banyak keuntungan yang menjadi hak pemilik modal sendiri, dan yang terakhir, *earning power* atau rentabilitas, mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba usaha dengan aktiva yang digunakan untuk memperoleh laba tersebut. Rasio ini dihitung dengan membagi laba usaha (laba sebelum bunga dan pajak) dengan total aktiva.

Growth Opportunity

Growth opportunity adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan (Mai, 2006). Definisi lain peluang pertumbuhan adalah perubahan total aktiva yang dimiliki perusahaan (Kartini dan Arianto, 2008). Besaran ini mengukur sejauh mana laba per lembar saham suatu perusahaan dapat ditingkatkan oleh *leverage*. Perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang cepat seringkali harus meningkatkan aktiva tetapnya. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi lebih banyak membutuhkan dana di masa depan dan juga lebih banyak menahan laba. Laba ditahan dari perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan meningkat, dan perusahaan-perusahaan tersebut akan lebih banyak melakukan utang untuk mempertahankan rasio utang yang ditargetkan (Mai, 2006).

Perusahaan-perusahaan yang memprediksi akan mengalami pertumbuhan tinggi di masa mendatang cenderung lebih memilih menggunakan saham untuk mendanai operasional perusahaan. Sebaliknya, apabila perusahaan memperkirakan akan mengalami pertumbuhan yang rendah, mereka akan berupaya membagi risiko pertumbuhan rendah dengan para kreditur melalui penerbitan utang yang umumnya dalam bentuk utang jangka panjang (Mai, 2006). Salah satu alasan mendasar atas pola ini adalah biaya mengambang pada emisi saham biasa yang lebih tinggi dibanding pada surat berharga obligasi. Dengan demikian, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang dibanding dengan perusahaan dengan pertumbuhan lebih lambat.

Struktur Modal

Struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan yang mencerminkan perimbangan (absolut maupun relatif) antara keseluruhan modal eksternal (baik jangka pendek maupun jangka panjang) dengan jumlah modal sendiri (Riyanto, 1999). Per definisi, struktur modal merupakan kombinasi hutang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston, (2001) ada beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal; pertama adalah stabilitas penjualan; perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Kedua adalah struktur aktiva; perusahaan yang aktivanya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan utang. Faktor ketiga yang mempengaruhi struktur modal adalah *leverage* operasi. Dalam hal ini, perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar *leverage* keuangan karena memiliki resiko bisnis yang lebih kecil. Faktor keempat adalah tingkat pertumbuhan; perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Namun, pada saat yang sama perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginannya untuk menggunakan hutang.

Selain empat faktor diatas, penentu lain dari struktur modal adalah profitabilitas. Dalam kenyataan, seringkali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi hanya menggunakan hutang yang relatif kecil. Meskipun tidak ada pembenaran teoritis mengenai hal ini, namun penjelasan praktis atas kenyataan ini adalah bahwa perusahaan yang sangat menguntungkan memang tidak memerlukan banyak pembiayaan dengan hutang. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan mereka untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal.

Sikap manajemen merupakan faktor yang juga dapat berpengaruh terhadap pilihan struktur modal perusahaan. Hal ini disebabkan kurangnya bukti bahwa struktur modal tertentu akan membuat harga saham tinggi dibandingkan struktur modal lainnya, dengan demikian manajemen dapat melakukan pertimbangan sendiri terhadap struktur modal yang dipilih. Masih terkait dengan manajemen, variabel lain yang turut berpengaruh terhadap struktur modal adalah sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat. Tanpa memperhatikan analisis para manajer atas faktor-faktor penggunaan hutang yang tepat bagi perusahaan, sikap pemberi pinjaman dan perusahaan penilai peringkat sering kali mempengaruhi keputusan struktur keuangan. Dalam sebagian besar kasus, perusahaan membicarakan struktur modalnya dengan pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat serta sangat memperhatikan masukan yang diterima.

Terkait dengan pasar, maka tiga faktor penentu struktur modal yang diidentifikasi oleh Brigham dan Houston (2001) adalah kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas

keuangan. Kondisi di pasar saham dan pasar obligasi yang mengalami perubahan baik jangka pendek dan panjang, akan sangat berpengaruh struktur modal perusahaan yang optimal, sementara kondisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkan. Yang terakhir, mempertahankan fleksibilitas keuangan, jika dilihat dari sudut pandang operasional berarti mempertahankan kapasitas cadangan yang memadai, dan ini akan berpengaruh terhadap pilihan struktur modal yang dianggap optimal bagi perusahaan.

Profitabilitas dan Struktur Modal

Sebagaimana disebutkan diawal, profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2001; Mai, 2006). Perusahaan-perusahaan dengan profit yang tinggi cenderung menggunakan lebih banyak pinjaman untuk memperoleh manfaat dalam aspek 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 (Mai, 2006).

Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan (Kartini dan Arianto, 2008). Dengan kata lain, keputusan pendanaan atau struktur modal sangat berpengaruh terhadap rendah atau tingginya profitabilitas suatu perusahaan. Menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan tingkat keuntungan yang besar memiliki sumber pendanaan internal yang lebih besar dan memiliki kebutuhan untuk melakukan pembiayaan investasi melalui pendanaan eksternal yang lebih kecil (Schoubben dan Van Hulle, 2004; Adrianto dan Wibowo, 2007). Dengan demikian, teori ini memprediksikan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

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. Perusahaan yang profitabilitasnya tinggi akan lebih banyak mempunyai dana internal daripada perusahaan yang profitabilitasnya rendah. Apabila dalam komposisi struktur modal penggunaan modal sendiri lebih besar dari pada penggunaan utang, maka rasio struktur modal akan semakin kecil. Dengan demikian sesuai dengan teori di atas, maka semakin besar tingkat profitabilitas maka akan semakin kecil rasio struktur modal, sehingga profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesa pertama yang akan diuji adalah bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Growth Opportunity dan Struktur Modal

Growth opportunity adalah peluang pertumbuhan suatu perusahaan di masa depan (Mai, 2006). Peluang pertumbuhan merupakan ukuran sampai sejauh mana laba per lembar

saham suatu perusahaan dapat ditingkatkan oleh *leverage*. Perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang cepat membutuhkan dana lebih besar di masa depan sehingga harus meningkatkan aktiva tetapnya dan lebih banyak mempertahankan laba. Laba ditahan dari perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan meningkat, dan perusahaan-perusahaan tersebut akan lebih banyak melakukan utang untuk mempertahankan rasio utang yang ditargetkan (Mai, 2006). Secara empiris *growth opportunity* berpengaruh positif terhadap struktur modal, (Rakhmat Setiawan, 2006), dan dalam penelitian ini, hipotesa kedua yang akan diuji adalah *growth opportunity* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Profitabilitas dan Nilai Perusahaan

Profitabilitas diukur dengan indikator *return on equity* (ROE). Pertumbuhan ROE menunjukkan prospek perusahaan yang semakin baik, yang akan ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif dari perusahaan yang selanjutnya mempermudah manajemen perusahaan untuk menarik modal dalam bentuk saham. Apabila terdapat kenaikan permintaan saham suatu perusahaan, maka secara tidak langsung akan menaikkan harga saham tersebut di pasar modal. Sari (2005) membuktikan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan adalah kepemilikan manajerial, rasio *leverage*, interaksi *leverage* dengan investasi dan interaksi profitabilitas dengan investasi. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesa ketiga yang akan diuji adalah profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Growth opportunity dan Nilai Perusahaan

Terkait dengan *leverage*, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaan untuk menghindari biaya keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan. Sebaliknya, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya karena penggunaan hutang mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara teratur.

Potensi pertumbuhan ini dapat diukur dari besarnya biaya penelitian dan pengembangan. Semakin besar R&D *cost*-nya maka berarti ada prospek perusahaan untuk tumbuh (Sartono, 2001). Mengacu pada uraian ini, hipotesa keempat yang akan diuji adalah *growth opportunity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

Struktur modal yang menunjukkan perbandingan antara modal eksternal jangka panjang dengan modal sendiri, merupakan aspek yang penting bagi setiap perusahaan karena mempunyai efek langsung terhadap posisi finansial perusahaan. Perusahaan yang memiliki

aktiva berwujud cukup besar, cenderung menggunakan hutang dalam proporsi yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan aktiva tak berwujud besar meskipun yang terakhir ini memiliki kesempatan tumbuh lebih baik. Ini mudah dipahami karena perusahaan yang hanya memiliki *good will* namun tidak didukung oleh aktiva berwujud yang cukup, sulit diprediksi prospek kerjanya.

Solihah dan Taswan (2002) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Modigliani dan Miller (1963), bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Jika pendekatan Modigliani Miller dalam kondisi ada pajak penghasilan perusahaan benar, maka nilai perusahaan akan meningkat terus karena penggunaan hutang yang semakin besar. Ini mengindikasikan bahwa struktur modal yang optimal dapat dicapai dengan menyeimbangkan keuntungan perlindungan pajak dengan beban biaya sebagai akibat penggunaan hutang yang semakin besar.

Disini terdapat *trade off* antara biaya dan manfaat atas penggunaan hutang. Semakin besar proporsi hutang maka semakin besar perlindungan pajak yang diperoleh, tetapi biaya kebangkrutan yang mungkin timbul juga semakin besar. Hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan arus kas bebas secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia (Jensen, 1986).

Struktur model terkait dengan harga saham. Aturan struktur finansial konservatif menghendaki agar perusahaan tidak mempunyai hutang yang lebih besar daripada jumlah modal sendiri, dalam keadaan bagaimanapun. Pada sisi lain, konsep *cost of capital* menyatakan bahwa perusahaan akan berusaha untuk memperoleh struktur modal yang dapat meminimumkan biaya penggunaan modal rata-rata. Minimisasi biaya modal rata-rata ini tidak mengharuskan komposisi jumlah modal eksternal yang lebih sedikit dari jumlah modal sendiri.

Ketika manajer memiliki keyakinan kuat atas prospek perusahaan kedepan dan ingin agar harga saham meningkat, maka manajer dapat menggunakan hutang lebih banyak sebagai sinyal yang lebih dapat dipercaya oleh calon investor. Dalam tataran empiris, kebijakan hutang (diukur dengan *debt to equity ratio*, DER) dan ukuran perusahaan (diukur dengan total aset) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *price book value* (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Sampai disini, kita dapat memformulasikan **hipotesa kelima** yang akan diuji dalam paper ini, bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

III. METODOLOGI

Teknik Estimasi

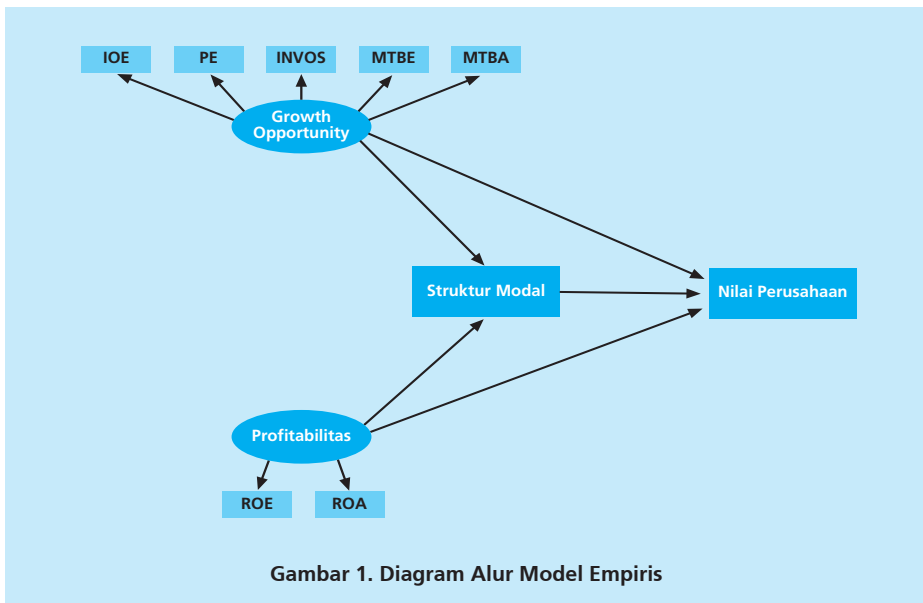
Paper ini mengaplikasikan pendekatan *Structural Equation Modeling* (SEM) yang relatif baru dibandingkan dengan regresi atau analisis faktor misalnya. SEM muncul pada akhir 1960-an

dan 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:

$$\text{Strukt Mod} = \beta_{11} \cdot \text{Profit} + \beta_{12} \cdot \text{Growth} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Nilai Persh} = \beta_{21} \cdot \text{Profit} + \beta_{22} \cdot \text{Growth} + \beta_{23} \text{Strukt Mod} + \varepsilon \quad (2)$$

dimana *Nilai Persh* adalah nilai perusahaan; *Profit* adalah profitabilitas; *Growth* adalah peluang pertumbuhan; *Strukt Mod* adalah struktur modal; dan ε adalah residual.

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

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

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 (X_1), 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 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.

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 nol = tidak ada perbedaan antara dua matrik kovarian dari dua model yang diuji. Statistik χ^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 diatas terletak diantara 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* ($PGFI \geq 0,90$) atau *Tucker Lewis Index* ($TLI \geq 0,95$) atau *Non-normed Fit Index* (NNFI). Pada dasarnya, statistik-statistik ini mengukur penalti akibat penambahan parameter.² Secara umum, patokan yang digunakan dalam penelitian ini merunut pada penelitian yang ada (lihat antara lain Ghozali, 2011).

IV. HASIL DAN ANALISIS

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.

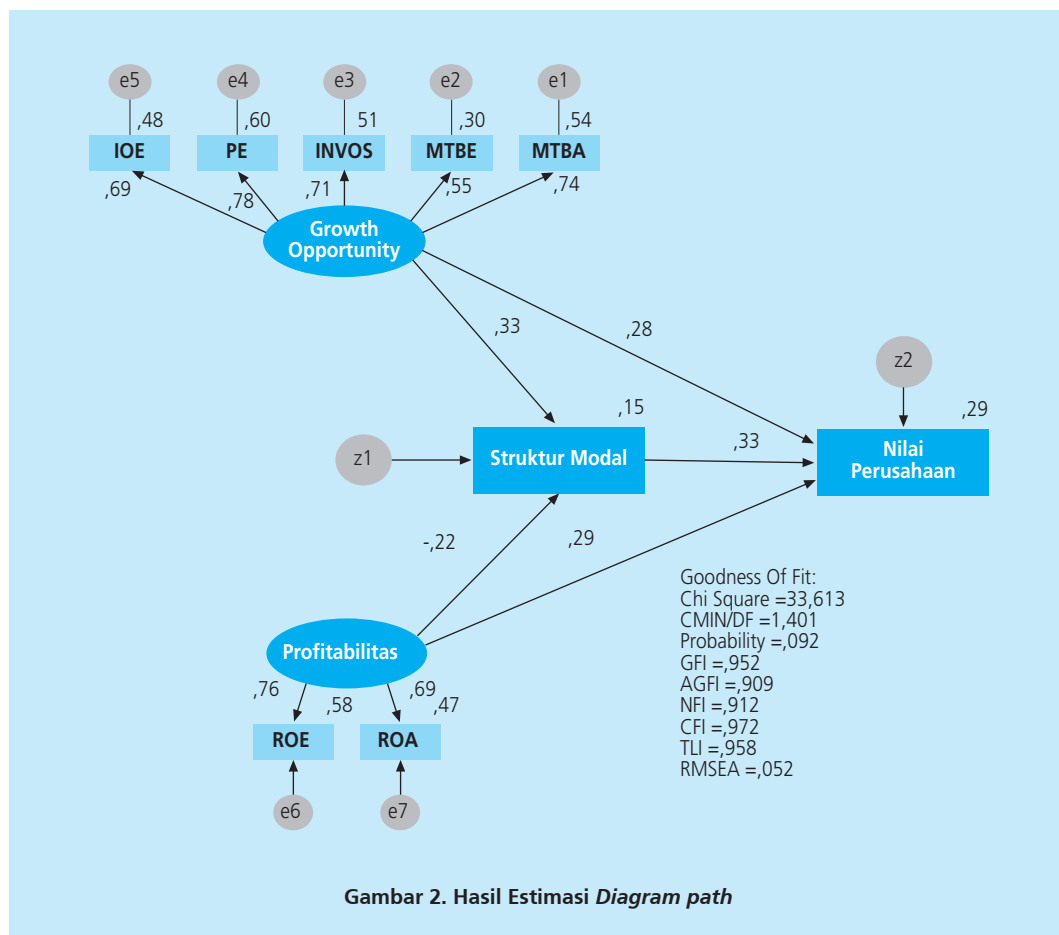
Secara keseluruhan, model empiris yang diestimasi telah memenuhi batasan yang direkomendasikan. Dengan demikian model empiris ini sudah sesuai dengan data dan dapat dilanjutkan ke pengujian hipotesis (Lihat Tabel 2). Analisis pengaruh langsung (*direct effect*) untuk mengevaluasi pengaruh langsung setiap 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.

² Dalam model ekonometrik umum, ini analog dengan AIC yang merupakan ukuran *marginal cost of information*.

Tabel 2
Hasil Indeks Goodness of Fit

<i>Goodness of Fit Index</i>	<i>Benchmark</i>	Hasil	Keterangan
Ch 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



Gambar 2. Hasil Estimasi Diagram path

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	<i>Growth Opportunity</i>	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	<i>Growth Opportunity</i>	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:

$$\text{Nilai Persh} = (\beta_{21} + \beta_{23}\beta_{11}) \text{ Profit} + (\beta_{22} + \beta_{23}\beta_{12}) \text{ Growth} \quad (2)$$

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.

V. 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.

DAFTAR PUSTAKA

- 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, 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 Pasar Modal*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- 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, 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, 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 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.
- 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 between 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).
- 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, 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 dan U. Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, FaktorIntern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9. No. 1. Maret: 41-48.
- 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.
- Shapiro, Alan C. 1991. *Modern Corporate Finance*. Macmillan Publishing Company, Maxwell Macmilan International, Editor L New York.
- Weston, J.Fred dan Brigham, EF. 1998. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*; Edisi Kesembilan, Jilid 2.