

**PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN  
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KINERJA PERUSAHAAN  
SEBAGAI VARIABEL INTERVENING  
(Studi Empiris Pada Perusahaan LQ 45 di Bursa Efek Indonesia Periode 2011 –  
2015)**

Dedy Purwanto<sup>1</sup>  
[dedoipur91@gmail.com](mailto:dedoipur91@gmail.com)  
Acong Dewantoro Marsono<sup>2</sup>  
[admarsono@perbanas.id](mailto:admarsono@perbanas.id)

Alumni Sekolah Pascasarjana, IKPIA Perbanas Jakarta

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan kinerja perusahaan sebagai variabel intervening pada perusahaan LQ 45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Populasi penelitian ini adalah perusahaan LQ 45 yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. Metode penentuan sampel dengan metode *purposive sampling*, dengan beberapa kriteria yang telah ditentukan maka jumlah sampel adalah sebanyak 26 perusahaan. Data penelitian berupa data sekunder yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory. Menjawab masalah penelitian dan pengujian hipotesis penelitian digunakan teknik analisis *Structural Equation Modelling*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan dan terhadap nilai perusahaan, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: *Debt to Equity Ratio*, Pertumbuhan Aset, *Return on Equity* dan *Price to Book Value*.

**PENDAHULUAN**

Menjelang Masyarakat Ekonomi Asean (MEA) yang sudah di depan mata, para perusahaan diharapkan dapat mempersiapkan langkah strategis untuk menghadapi persaingan yang akan semakin ketat. Dengan adanya MEA 2015 akan dapat mendorong terciptanya pembangunan jaringan-jaringan kerja produksi dan juga akan memperkuat integrasi regional pada sektor-sektor ekonomi dan dapat juga terciptanya pergerakan bebas pelaku-pelaku usaha

dan tenaga kerja yang terdidik dan berwawasan.

Dalam pasar modal di Indonesia, perusahaan saling bersaing terutama pada perusahaan yang terdapat dalam peringkat LQ 45 di Bursa Efek Indonesia. Menurut Musdalifah (2015; 48) terdapat tiga jenis penilaian yang berhubungan dengan saham, yaitu nilai buku (*book value*), nilai pasar (*market value*) dan nilai intrinsik (*intrinsic value*). Nilai buku merupakan nilai saham menurut pembukuan emiten.

Nilai pasar merupakan pembukuan nilai saham di pasar saham dan nilai intrinsik merupakan nilai sebenarnya dari saham. Salah satu pendekatan saham menentukan nilai intrinsik saham adalah *price book value* (PBV). PBV atau rasio harga per nilai buku merupakan hubungan antara harga pasar saham dengan nilai buku per lembar saham (Ang, 2010).

Nilai perusahaan merupakan nilai pasar dari suatu ekuitas perusahaan ditambah nilai pasar utang. Penambahan jumlah ekuitas perusahaan dengan utang perusahaan dapat mencerminkan nilai perusahaan (Brigham dan Houston; 2011). Fakta empiris di Indonesia mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan seperti keputusan pendanaan, kebijakan deviden, keputusan investasi, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Soliha dan Taswan (2002), Soepriyanto (2004), Hasnawati (2005), Ningrum (2006), Sujoko dan Soebiantoro (2007), Christiawan dan Tarigan (2007), Hermuningsih (2013) dan Dewi dkk. (2014) yang menyatakan bahwa faktor-faktor tersebut dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Salah satu factor yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah struktur modal perusahaan. Penelitian yang di lakukan oleh Mandasari (2013) menyatakan struktur modal diperlukan untuk meningkatkan nilai perusahaan karena penetapan struktur modal dalam kebijakan pendanaan perusahaan menentukan kinerja perusahaan. Pemilik struktur modal yang baik pada perusahaan adalah penting. Tujuan perusahaan dalam jangka panjang

adalah mengoptimalkan nilai perusahaan dengan meminimalkan beban modal perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pemilik perusahaan (Kusumajaya, 2011).

Keputusan setiap perusahaan dalam pemilihan sumber dana merupakan hal penting sebab hal tersebut akan mempengaruhi struktur modal perusahaan, yang akhirnya akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Sumber dana perusahaan dicerminkan oleh modal dari luar dan modal sendiri yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER). Jika DER semakin tinggi, maka nilai perusahaan akan meningkat selama DER belum sampai pada titik optimalnya sesuai dengan *trade-off theory*. *Trade-off theory* juga menyatakan bahwa dengan meningkatnya nilai DER (jumlah utang yang semakin besar) dapat meningkatkan profitabilitas, hanya jika utang yang bertambah jumlahnya digunakan secara benar. Penggunaan DER sebagai proksi yang mewakili struktur modal digunakan pada sebagian besar penelitian sebelumnya yang menggunakan struktur modal sebagai variabel dalam penelitiannya.

Penelitian yang dilakukan oleh Prasetya dkk. (2014) mengungkapkan bahwa seluruh dana berupa total aset yang dimiliki perusahaan untuk memenuhi pendanaan perusahaan dapat mencerminkan ukuran perusahaan. Perkembangan ukuran perusahaan yang besar dan terus tumbuh bisa menggambarkan tingkat profit mendatang, kemudahan pembiayaan ini bisa mempengaruhi Nilai Perusahaan dan dianggap sebagai informasi yang

baik bagi investor. *Growth* menggambarkan seberapa jauh perusahaan menempatkan diri dalam sistem ekonomi secara keseluruhan atau dalam suatu sistem ekonomi untuk industri yang sama (Meythi dkk., 2012; dan Dewi dkk., 2014). Pertumbuhan dapat diukur dalam hal generasi pendapatan, penambahan nilai dan ekspansi dari segi volume bisnis. Hal ini juga dapat diukur dalam bentuk fitur kualitatif seperti posisi pasar, kualitas produk dan goodwill dari pelanggan (Gupta *et al.*, 2013).

Penelitian yang dilakukan oleh Hermuningsih (2013) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap harga perubahan saham, hal ini berarti bahwa informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan akan direspon secara positif oleh investor. Hasil berbeda ditemukan oleh Safrida (2008) dan Meythi dkk. (2012) yang menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa penggunaan utang sebagai sumber pendanaan perusahaan dan penurunan perubahan total aset perusahaan akan meningkatkan harga perlembar saham terhadap ekuitas perlembar saham.

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 (Brigham dan Houston, 2011: 133). ROE merupakan rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur *profitabilitas* dari ekuitas. Semakin besar hasil ROE maka kinerja perusahaan semakin baik. Penggunaan ROE sebagai proksi yang mewakili profitabilitas digunakan pada sebagian besar penelitian sebelumnya yang menggunakan profitabilitas sebagai variabel dalam penelitiannya. Rasio yang meningkat menunjukkan bahwa kinerja manajemen meningkat dalam mengelola sumber dana pembiayaan operasional secara efektif untuk menghasilkan laba bersih (Kusumajaya, 2011).

## LANDASAN TEORI

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan meningkat. Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) (Salvatore, 2005:9). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting bagi perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan hal penting yang harus dicapai oleh manajemen perusahaan (Brigham dan Houston, 2011). Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham.

Nilai dari perusahaan bergantung tidak hanya pada kemampuan

menghasilkan arus kas, tetapi juga bergantung pada karakteristik operasional dan keuangan dari perusahaan yang diambil alih. Penelitian yang dilakukan Apriada (2013) menyatakan beberapa variabel kuantitatif yang sering digunakan untuk memperkirakan nilai perusahaan sebagai berikut:

1) Nilai Buku

Nilai buku per lembar saham (BVS) digunakan untuk mengukur nilai *shareholders equity* atas setiap saham, dan besarnya nilai BVS dihitung dengan cara membagi total *shareholders equity* dengan jumlah saham yang beredar. Adapun komponen dari *shareholders equity* yaitu agio saham (*paid-up capital in excess of par value*) dan laba ditahan (*retained earning*).

2) Nilai Appraisal

Nilai appraisal suatu perusahaan dapat diperoleh dari perusahaan *appraisal independent*. Teknik yang digunakan oleh perusahaan appraisal sangat beragam, bagaimanapun nilai ini sering dihubungkan dengan biaya penempatan. Metode analisis ini sering tidak mencukupi dengan sendirinya karena nilai aset individual mempunyai hubungan yang kecil dengan kemampuan perusahaan secara keseluruhan dalam kegunaan dalam menghasilkan *earnings* dan kemudian nilai *going concern* dari suatu perusahaan. Bagaimanapun nilai appraisal dari suatu perusahaan akan bermanfaat sewaktu digunakan dalam penghubungan dengan metode penilaian yang lain. Nilai appraisal juga akan berguna dalam situasi tertentu seperti dalam perusahaan keuangan, perusahaan sumber daya alam atau bagi suatu organisasi yang beroperasi dalam

keadaan rugi. Kegunaan dari nilai appraisal akan menghasilkan beberapa keuntungan. Nilai perusahaan yang berdasarkan appraiser independent juga akan menghasilkan pengurangan *goodwill* dengan meningkatkan harga aset perusahaan yang telah dikenal. *Goodwill* dihasilkan sewaktu nilai pembelian suatu perusahaan melebihi nilai buku dari asetnya.

3) Nilai Pasar Saham

Nilai pasar saham sebagaimana dinyatakan dalam kuotasi pasar modal adalah pendekatan lain untuk memperkirakan nilai bersih dari suatu bisnis. Apabila saham didaftarkan dalam bursa sekuritas utama dan secara luas diperdagangkan, sebuah nilai pendekatan dapat dibangun berdasarkan nilai pasar. Pendekatan nilai pasar adalah salah satu yang paling sering dipergunakan dalam menilai perusahaan besar. Faktor analisis berkompetisi dengan pengaruh spekulatif murni dan berhubungan dengan sentimen masyarakat dan keputusan pribadi.

4) Nilai “Chop-Shop”

Pendekatan “Chop-Shop” untuk valuasi pertama kali diperkenalkan oleh *Dean Lebaron dan Lawrence Speidell of Batterymarch Financial Management*. Secara khusus, ia menekankan untuk mengidentifikasi perusahaan *multi industry* yang dibawah nilai akan bernilai lebih apabila dipisahkan menjadi bagian-bagian. Pendekatan ini mengkonseptualisasikan praktik penekanan untuk membeli aset di bawah harga penempatan mereka.

5) Nilai Arus Kas

Pendekatan arus kas untuk penilaian dimaksudkan agar dapat mengestimasi arus kas bersih yang

tersedia untuk perusahaan yang menawarkan sebagai hasil merger atau akuisisi. Nilai sekarang dari arus kas ini kemudian akan ditentukan dan akan menjadi jumlah maksimum yang harus dibayar oleh perusahaan yang ditargetkan. Pembayaran awal kemudian dapat dikurangi untuk menghitung nilai bersih sekarang dari merger. Terdapat tiga jenis penilaian yang berhubungan dengan saham, yaitu nilai buku (*book value*), nilai pasar (*market value*) dan nilai intrinsik (*intrinsic value*). Nilai buku merupakan nilai saham menurut pembukuan emiten. Nilai pasar merupakan pembukuan nilai saham di pasar saham dan nilai intrinsik merupakan nilai sebenarnya dari saham.

Penelitian yang dilakukan Brigham dan Houston (2011) menyatakan terdapat beberapa pendekatan analisis rasio dalam penilaian *market value*, terdiri dari pendekatan *price earning ratio* (PER), *price book value ratio* (PBVR), *market book ratio* (MBR), *dividen yield ratio*, dan *dividen payout ratio* (DPR). Berdasarkan penelitian terdahulu, dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan *price book value* (PBV).

Rasio harga saham terhadap nilai buku perusahaan atau *price book value* (PBV), menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan menciptakan nilai relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. PBV yang tinggi mencerminkan harga saham yang tinggi dibandingkan nilai buku perlembar saham. Semakin tinggi harga saham, semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham. Keberhasilan perusahaan menciptakan nilai tersebut tentunya memberikan harapan kepada pemegang

saham berupa keuntungan yang lebih besar pula (Sartono, 2010), secara sederhana menyatakan bahwa *price to book value* (PBV) merupakan rasio pasar (*market ratio*) yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya. Proksi ini juga mengacu pada penelitian Driffield *et al.* (2007), Simatupang (2011); Kusumajaya (2011); Antwi *et al.* (2012); dan Hermuningsih (2013) yang menggunakan PBV sebagai variabel dari nilai perusahaan Rasio ini dihitung dengan formula sebagai berikut (Ang, 2010):

$$PBV = \frac{Ps}{BVS}$$

Ps merupakan harga pasar saham dan BVS merupakan nilai buku per lembar saham (*book value per share*). BVS digunakan untuk mengukur nilai *shareholders equity* atas setiap saham, dan besarnya nilai BVS dihitung dengan cara membagi total *shareholders equity* dengan jumlah saham yang beredar. PBV mempunyai beberapa keunggulan sebagai berikut:

- 1) Nilai buku mempunyai ukuran intuitif yang relatif stabil yang dapat diperbandingkan dengan harga pasar. Investor yang kurang percaya dengan metode *discounted cash flow* dapat menggunakan *price book value* sebagai perbandingan.
- 2) Nilai buku memberikan standar akuntansi yang konsisten untuk semua perusahaan. PBV dapat diperbandingkan antara perusahaan-perusahaan yang sama sebagai petunjuk adanya *under atau overvaluation*.
- 3) Perusahaan-perusahaan dengan *earning* negatif, yang tidak bisa

dinilai dengan menggunakan *price earning ratio* (PER) dapat dievaluasi menggunakan *price book value ratio* (PBV).

### **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas dimana terdapat hubungan antara dua variabel atau lebih. Hubungan dalam penelitian ini merupakan hubungan kausal yaitu sebab akibat, dimana ada variabel eksogen (bebas) yaitu variabel yang mempengaruhi variabel endogen (terikat) yaitu variabel yang dipengaruhi.

Nilai perusahaan diukur dengan *price book value* (PBV) adalah rasio antara harga perlembar saham dengan nilai buku perlembar saham pada perusahaan yang terdaftar dalam peringkat LQ 45 di BEI periode 2011-2015. Rasio ini digunakan untuk menilai suatu ekuitas berdasarkan nilai bukunya. Struktur modal diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) adalah perbandingan total utang yang dimiliki perusahaan dengan total ekuitas perusahaan pada perusahaan yang terdaftar dalam peringkat LQ 45 di BEI periode 2011-2015. Pertumbuhan perusahaan diukur dengan menggunakan perubahan total aset. Pertumbuhan aset adalah selisih total aset yang dimiliki perusahaan pada periode sekarang dengan periode sebelumnya terhadap total aset periode sebelumnya pada perusahaan yang terdaftar dalam peringkat LQ 45 di BEI Tahun 2011-2015. Kinerja perusahaan diukur dengan *return on equity* (ROE) adalah rasio antara laba bersih setelah pajak terhadap penyertaan modal sendiri pada perusahaan yang terdaftar dalam peringkat LQ 45 di BEI Tahun 2011-

2015. ROE menunjukkan seberapa banyak perusahaan yang telah memperoleh dana atas dana yang diinvestasikan oleh pemegang saham.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang ada dalam daftar peringkat LQ 45 yang listing di Bursa Efek Indonesia sesuai publikasi *Indonesian capital market directory* (ICMD). Pemilihan sampel karena perusahaan yang masuk dalam daftar LQ 45 merupakan perusahaan yang memiliki kinerja bagus dalam pasar modal. Jumlah populasi perusahaan yang masuk dalam peringkat LQ 45 selama periode 2011-2015. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* jenis *judgement sampling* yaitu sampel dipilih dengan menggunakan pertimbangan tertentu disesuaikan dengan tujuan penelitian atau masalah penelitian yang dikembangkan (Ferdinand, 2006).

### **HASIL PENGUJIAN DAN PEMBAHASAN**

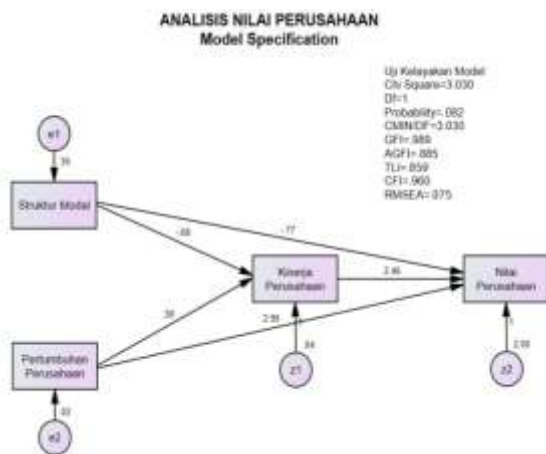
Gambaran populasi dalam penelitian kuantitatif yang akan dilakukan penelitian adalah 77 perusahaan yang masuk dalam peringkat LQ 45 di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2011-2015. Perusahaan yang akan digunakan sebagai sampel penelitian adalah perusahaan yang dipilih berdasarkan kriteria dimana perusahaan tersebut masuk dalam peringkat LQ 45 secara berturut-turut selama periode 2011-2015, menerbitkan laporan keuangan lengkap, menerbitkan laporan keuangan dalam mata uang rupiah (IDR) Periode 2011-2015 dan perusahaan yang mengeluarkan dividen. Proses seleksi yang digunakan untuk sampel adalah dengan menggunakan



metode *purposive sampling* atau metode sampel bertujuan, dimana perusahaan yang telah memenuhi kriteria di atas.

Model teoritis pada kerangka konseptual penelitian, dikatakan *fit* jika didukung oleh data empirik. Hasil pengujian *goodness of fit* model pada intinya adalah untuk mengetahui apakah model hipotetik didukung oleh data empirik. Hasil pengujian disajikan pada gambar 4.1 sebagai berikut:

**Gambar 1 Hasil Pengujian Full Model-Structural Equation Model (SEM)**



Uji terhadap kelayakan model menunjukkan bahwa model ini sesuai dengan data atau fit terhadap data yang digunakan dalam penelitian adalah seperti terlihat pada tabel berikut ini:

**Tabel 4.3**

**Evaluasi Goodness of Fit Indexes Full Model Struktural**

Goodness of Fit Indeks	Cut-off Value	Hasil Analisis	Evaluasi Model
$X^2 - Chi-Square$ (df =1)	$\leq 3.84$	3.030	Good Fit
Significance	$\geq 0.05$	0.082	Good Fit

Probability			
CMIN/DF	$\leq 5.00$	3.030	Good Fit
GFI	$\geq 0.90$	0.989	Good Fit
AGFI	$\geq 0.90$	0.885	Marginal Fit
TLI	$\geq 0.90$	0.859	Marginal Fit
CFI	$\geq 0.95$	0.960	Good Fit
RMSEA	$\leq 0.08$	0.075	Good Fit

Sumber : Data diolah (2017)

Hasil analisis pengolahan data terlihat pada tabel 4.4 bahwa evaluasi model delapan alat ukur (*Chi-Square*, *Probability*, *CMIN/DF*, *GFI*, *AGFI*, *TLI*, *CFI*, *RMSEA*) menunjukkan enam telah memenuhi nilai *cut of value* yang ditetapkan, dua dinyatakan marginal yaitu *AGFI* dan *TLI*. Berdasarkan pertimbangan tersebut nilai *AGFI* dan *TLI* menunjukkan penerimaan marginal, namun nilai tersebut tidak begitu jauh dari *cut off values*. Oleh karena itu, model tersebut di atas cocok dan layak untuk digunakan, sehingga dapat dilakukan interpretasi guna pembahasan lebih lanjut.

**2) Uji Kausalitas**

Uji kausalitas bertujuan untuk mengetahui hubungan kausalitas antara konstruk eksogen dengan konstruk endogen dalam suatu penelitian. Berdasarkan Tabel 4.5 dapat dilihat bahwa struktur modal berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang dapat dilihat dari nilai  $C.R = -2.653$  dan  $p < 0,05$ , pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan nilai  $C.R = 2.708$  dan  $p < 0,05$ , struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan

dengan nilai C.R = -3.533 dan  $p < 0,05$ , pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan nilai C.R = 2.961 dan  $p < 0,05$  serta kinerja perusahaan juga dinyatakan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan nilai C.R = 4.088 dan  $p < 0,05$ . Hasil uji kausalitas menunjukkan bahwa nilai *critical ratio* (CR) tidak sama dengan nol (semua lebih besar dari dua), dan nilai  $p < 0,05$  sehingga dapat dinyatakan bahwa terdapat hubungan nyata antara variabel struktur modal, kecukupan modal, risiko kredit dan kinerja perusahaan terhadap penerimaan opini *going concern*.

**Tabel 4.4 Estimasi Parameter Regression Weight Full Model**

Variabel Endogen		Variabel Eksogen	Estimate	S.E	C.R	P
Struktur Modal	→	Kinerja Perusahaan	-.083	.031	-2.653	.008
Pertumbuhan Perusahaan	→	Kinerja Perusahaan	.383	.142	2.708	.007
Struktur Modal	→	Nilai Perusahaan	-.773	.219	-3.533	.000
Pertumbuhan Perusahaan	→	Nilai Perusahaan	2.949	.996	2.961	.003
Kinerja Perusahaan	→	Nilai Perusahaan	2.464	.603	4.088	.000

Sumber : Data diolah (2017)

**3) Direct Effect, Indirect Effect dan Total Effect**

Berdasarkan hasil koefisien jalur diketahui persamaan structural tersebut yang mengukur pengaruh langsung dan tidak langsung antara variable struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan kinerja perusahaan terhadap nilai

perusahaan. Untuk mengetahui seberapa besar pengaruh antar variable secara langsung maupun tidak langsung telah diringkaskan dan dapat dilihat pada tabel 4.5 sebagai berikut:

Variabel		Total Effect	Indirect Effect	Direct Effect
Struktur Modal	→ Kinerja Perusahaan	-.083	.000	-.083
Pertumbuhan Perusahaan	→ Kinerja Perusahaan	.383	.000	.383
Struktur Modal	→ Nilai Perusahaan	-.977	-.204	-.773
Pertumbuhan Perusahaan	→ Nilai Perusahaan	3.893	.944	2.949
Kinerja Perusahaan	→ Nilai Perusahaan	2.464	.000	2.464

**Tabel 4.5 Nilai Koefisien Hubungan Langsung, Tidak Langsung**

Sumber : Data diolah (2017)

Berdasarkan Tabel 4.5 dapat dijelaskan bahwa pengaruh langsung variabel struktur modal terhadap kinerja perusahaan adalah -0.083. Tidak ada pengaruh tidak langsung diantara variabel tersebut, sehingga pengaruh totalnya tetap sebesar -0.083 dan pengaruh langsung pertumbuhan perusahaan terhadap kinerja perusahaan sebesar 0.383 dan pengaruh totalnya 0.383.

Pengaruh langsung struktur modal terhadap variabel nilai perusahaan adalah -0.773. Pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui kinerja perusahaan diperoleh dari  $(\beta_1 \times \beta_7)$  yaitu  $-0.204$ . Sehingga pengaruh total struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah  $(-0.773 + -0.204) = -0.977$ .

Pengaruh langsung pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan adalah 2.949, pengaruh tidak langsung pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui kinerja perusahaan



diperoleh dari  $(\beta_2 \times \beta_7)$  yaitu 0.944. Sehingga pengaruh total pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan adalah  $(2.949 + 0.944) = 3.893$ . Pengaruh langsung kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan adalah 2.464. Tidak adanya pengaruh tidak langsung di antara variabel tersebut, sehingga pengaruh totalnya tetap sebesar 2.464.

## Pembahasan

### 1) Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan.

Bagi setiap perusahaan, keputusan dalam pemilihan sumber dana merupakan hal penting sebab hal tersebut akan mempengaruhi struktur keuangan perusahaan, yang akhirnya akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Sumber dana perusahaan dicerminkan oleh modal asing dan modal sendiri yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER). Jika DER semakin tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk mendapatkan profitabilitas akan semakin rendah, sehingga DER mempunyai hubungan negatif dengan kinerja perusahaan (Riyanto, 2007:67).

Struktur modal merupakan kombinasi utang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Kombinasi yang tepat antara utang dan ekuitas diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Struktur modal dalam penelitian ini diukur dengan *debt to equity ratio*, dimana DER merupakan perbandingan total utang jangka panjang dengan total modal. Hasil penelitian ini berarti bahwa peningkatan dan penurunan pengambilan utang jangka panjang dalam struktur modal perusahaan berpengaruh terbalik terhadap nilai laba

bersih. Peningkatan utang akan mempengaruhi besar kecilnya laba bagi perusahaan, yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi semua kewajibannya.

Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Kouser (2012). Hasil temuan ini menunjukkan bahwa apabila terjadi penurunan kinerja keuangan maka manajer keuangan akan melakukan kebijakan struktur modal, yaitu dengan menaikkan utang. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan Myers (1984) yang menemukan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung diakibatkan karena mengambil utang lebih sedikit. Tetapi tidak dengan penelitian yang dilakukan oleh Kusumasari dkk. (2010) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan.

### 2) Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kinerja Perusahaan

Pertumbuhan aset pada penelitian ini diukur dengan menggunakan proporsi peningkatan dan penurunan total aset perusahaan. Hasil pengujian yang memiliki arah positif berarti bahwa peningkatan pertumbuhan perusahaan yang diukur melalui pertumbuhan aset akan meningkatkan profitabilitas secara signifikan. Penelitian ini sesuai dengan penelitian Haruman (2008) yang menunjukkan investasi yang tinggi merupakan sinyal pertumbuhan di masa yang akan datang. Sinyal tersebut dianggap investor sebagai *good news* yang nantinya akan mempengaruhi persepsi investor

terhadap kinerja keuangan perusahaan yang akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan.

### 3) Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan teori *trade-off*, apabila posisi struktur modal berada di atas target struktur modal optimalnya, maka setiap penambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan. Penentuan target struktur modal optimal adalah salah satu dari tugas utama manajemen perusahaan. Struktur modal adalah proporsi pendanaan dengan utang (*debt financing*) perusahaan, yaitu rasio *leverage* (pengungkit) perusahaan. Dengan demikian, utang 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 utang dan ekuitas) bertujuan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*).

Hasil penelitian ini menemukan bahwa adanya pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, temuan ini sesuai dengan penelitian Sriwardany (2006), yang menyatakan bahwa struktur modal mempunyai pengaruh negatif terhadap harga perubahan saham, yang memberi arti bahwa kebijakan struktur modal perusahaan yang lebih banyak menggunakan utang maka akan terjadi penurunan harga saham. Hasil temuan ini berbeda dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa (dengan asumsi titik target struktur modal yang belum optimal) peningkatan rasio utang pada

struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal yang sama penelitian yang dilakukan oleh Hasnawati (2005), yang menyatakan secara parsial keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### 4) Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Pertumbuhan adalah dampak atas arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan atau penurunan volume usaha. Pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal perusahaan, karena pertumbuhan yang baik memberi tanda bagi perkembangan perusahaan. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan investor pun akan mengharapkan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi yang dilakukan menunjukkan perkembangan yang baik. Hasil temuan ini membuktikan bahwa pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan berpengaruh positif dan signifikan.

Hasil temuan ini sesuai dengan penelitian Stulz (1990) menemukan bukti bahwa perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang rendah, maka rasio utang berhubungan secara positif dengan nilai perusahaan. Sedangkan perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang tinggi, maka rasio utang berhubungan secara negatif dengan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pengaruh utang terhadap nilai perusahaan sangat tergantung pada keberadaan kesempatan

pertumbuhan. Sriwardany (2006) yang menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai positif terhadap perubahan harga saham pada perusahaan. Hasil temuan berbeda oleh Safrida (2008) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

### 5) Pengaruh Kinerja Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Kinerja perusahaan yang diukur dengan *return on equity* atau sering disebut juga *return on common equity* sering diterjemahkan sebagai *rentabilitas* saham sendiri (rentabilitas modal saham). Investor akan membeli saham saham dan akan tertarik dengan *return on equity* ke pemegang saham. Oleh karena itu semakin tinggi ROE maka semakin tinggi juga *price book value* sebagai ukuran dari nilai perusahaan.

*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 kinerja perusahaan 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. Hasil temuan ini menyatakan bahwa *return on equity* (ROE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang sekaligus sesuai hasil temuan dari Hidayanti (2010) yang membuktikan *return on equity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *price book value* perusahaan yang terdaftar dalam peringkat LQ 45.

### 6) Pengaruh Kinerja Perusahaan Memediasi Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan kinerja perusahaan sebagai variabel intervening dinyatakan dengan struktur modal yang diwakilkan oleh DER (*debt to equity ratio*) terhadap nilai perusahaan yang diwakilkan oleh PBV (*price book value*) melalui kinerja perusahaan sebagai variabel intervening yang diwakilkan oleh ROE (*return on equity*) adalah sebesar  $-0,204$ . Perbandingan pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui kinerja perusahaan dengan pengaruh langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan, didapatkan hasil  $-0,204 < -0,773$ . Sehingga bisa dinyatakan bahwa pengaruh kinerja perusahaan sebagai variabel intervening dapat memperlemah pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar dalam peringkat LQ 45 di Bursa Efek Indonesia periode Tahun 2011-2015.

**7) Pengaruh Kinerja Perusahaan  
Memediasi Pengaruh  
Pertumbuhan Perusahaan  
Terhadap Nilai Perusahaan**

Pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan kinerja perusahaan sebagai variabel intervening dinyatakan dengan pertumbuhan perusahaan yang diwakili oleh pertumbuhan aset terhadap nilai perusahaan yang diwakili oleh PBV (*price book value*) melalui kinerja perusahaan sebagai variabel intervening yang diwakili oleh ROE (*return on equity*) adalah sebesar 0,944. Perbandingan pengaruh tidak langsung pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui kinerja perusahaan dengan pengaruh langsung pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan, didapatkan hasil  $0,944 > 0,383$ . Sehingga bisa dinyatakan bahwa pengaruh kinerja perusahaan sebagai variabel intervening dapat memperkuat pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar dalam peringkat LQ 45 di Bursa Efek Indonesia periode Tahun 2011-2015.

**KESIMPULAN DAN SARAN**

**Kesimpulan**

Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan dalam penelitian ini, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut: struktur modal mempunyai pengaruh langsung negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh langsung positif signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan mempunyai pengaruh

langsung positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Kinerja perusahaan sebagai variabel intervening mampu memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Kinerja perusahaan sebagai variabel intervening mampu memediasi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan.

**Saran**

Disarankan kepada perusahaan, penentuan struktur modal dengan menggunakan hutang pada tingkat tertentu (sejauh manfaat lebih besar, tambahan hutang masih diperkenankan) sebagai sumber pendanaanya dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Sedangkan dari pertumbuhan perusahaan yang positif menunjukkan kemampuan perusahaan dalam peningkatan aset memiliki potensi yang tinggi untuk menghasilkan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang.

Kepada peneliti, khususnya yang berminat meneliti pengaruh struktur modal dan pertumbuhan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, disarankan agar melakukan penelitian lanjutan dengan memperluas sampel perusahaan yang mencakup semua jenis perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini hanya menggunakan variabel struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan kinerja perusahaan untuk mengetahui pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Disarankan kepada peneliti selanjutnya untuk meneliti variabel keuangan lainnya yang memiliki pengaruh lebih besar terhadap nilai perusahaan

## DAFTAR PUSTAKA

- Ang, Robert (2010). *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia edisi 7*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Antwi, Samuel, et al. (2012). Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana. *International Journal of Business and Social Science*.
- Apriada, Kadek (2013). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Struktur Modal, dan Profitabilitas Pada Nilai Perusahaan*. Universitas Udayana: Tesis.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. (2011). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Edisi 11*. Jakarta: Salemba Empat, Penerjemah Ali Akbar Yulianto.
- Christiawan, Y. J. dan Tarigan, J. (2007). Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 9, No. I.
- Dewi, Putu Yunita Saputri (2014). Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan LQ45 di BEI Periode 2008-2012. Bali: Universitas Pendidikan Ganesha. *E-journal SI AK Universitas Pendidikan Ganesha*. Vol.2 No.1.
- Driffield, N., V.Mahambare, and S.Pal. (2007). *How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence From East Asia*.
- Ferdinand, Augusty (2006). Metode Penelitian Manajemen. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gupta, Dhamija. Guha, Samapti dan Khrisnawasmi (2013). *Firm growth and its determinants*. Jurnal.
- Haruman, Tendi. (2008). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. Pontianak: *Simposium Nasional Akuntansi XI*
- Hasnawati, Sri. (2005). Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan*. No. 09/Th XXXIX. September 2005: 33-41.
- Hermuningsih (2013). *Pengantar Pasar Modal Indonesia*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Hidayanti, Eka (2010). *Analisis Pengaruh DER, DPR, ROE, dan SIZE Terhadap PBV Perusahaan Manufaktur Yang listing di Bursa Efek Indonesia*. Thesis. Progam pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Kouser, Rehana, et al. (2012). Inter-relationship between profitability, growth and size: A case of non-financial companies from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce & Social Sciences* 6.2: 405-419.
- Kusumajaya, dan Oka, Dewa Kadek (2011). *Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*. Tesis. Pascasarjana Universitas Udayana.
- Kusumasari, Artini, dan Nitiyasa (2010). *Pengaruh Risiko Bisnis, Pertumbuhan Aset, Dan Struktur*

*Modal Terhadap Kinerja Keuangan di PT Telekomunikasi Selular.* Jurnal.

- Mandasari, Putri Yuliana (2013). The Influence of Corporate Social Responsibility to Firm Value with Profitability and Leverage as a Moderating Variable. *Jurnal Ekonomi*, Vol. 21, No.4, Desember 2013: 1-20
- Meythi. Riki Martusa dan Debbianita (2012). Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan dengan Pertumbuhan Perusahaan sebagai Variabel Moderating. Bandung: *Program Pendidikan Profesi Akuntansi*, Universitas Kristen Maranatha.
- Myers, S.C. (1984). Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39 (3), July, pp 575-592.
- Musdalifah, Azis (2015). *Manajemen Investasi Fundamental, Teknikal, Perilaku Investor dan Return Saham Edisi 1*. Yogyakarta: Deepublish.
- Ningrum, Nurila Samti Febriana (2006). *Analisis Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan manufaktur di BEJ*. Semarang: Program Magister Manajemen STIE STIKUBANK. Tesis.
- Prasetia, Ta'dir Eko (2014). *Struktur Modal, Ukuran Perusahaan dan Risiko Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan Otomotif yang Terdaftar di BEI*. Jurnal Emba. Vol.2 No.2 Juni. Manado: Universitas Sam Ratulangi.
- Riyanto, Bambang (2007). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE
- Safrida, Eli (2008). *Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta*. Tesis.
- Salvatore, Dominick (2005). *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sari (2005). *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Investasi Sebagai Variabel Moderating*. Thesis. (online).
- Sartono, R.A. (2010). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi 4*. Yogyakarta: BPFE.
- Simatupang, Eva Malina (2011). *Analisis Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas sebagai Variabel Interviening pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Tesis. Program Pasca Sarjana USU.
- Soepriyanto, B. Suwarti, T. (2004). *Pengaruh Sruktur Kepemilikan Manajerial dan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales, dan Total Debt/Total Assets Terhadap Nilai Perusahaan yang Telah Go Publik dan Tercatat Di BEJ*. Semarang: Telaah Manajemen Vol. 1ed. 3 STIE STIKUBANK
- Soliha, E., dan Taswan (2002). Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. September 2002.
- Sriwardany (2006). *Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Struktur*



*Modal dan Dampaknya Terhadap Perubahan Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur.* Tesis.

Stulz, R.M. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal Of Financial Economic*. Vol.26, Hal: 3-27.

Sujoko dan Subianto (2007). Pengaruh Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ektern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Emperik Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Nol 9, No.1, hal 41-48.