

STRUKTUR MODAL, PRODUKTIVITAS, DAN PROFITABILITAS SERTA CAPAIAN NILAI PERUSAHAAN

Oleh:

Muhamad Umar Mai

Email: umar.mai@polban.ac.id

Jurusan Akuntansi, Prodi Keuangan Perbankan, Politeknik Negeri Bandung

ABSTRACT

The purpose of this study is to investigate and analyze: First, the effect of capital structure decisions towards the level of productivity of firm. Second, the effect of capital structure decisions and the level of productivity towards the company's profitability. Third, the effect of capital structure decisions and profitability towards achievements of the value of firm. This study conducted at the manufacturing companies went public in the Indonesia Stock Exchange, with the observation period from 2010 to 2012.

The results showed that the use of debt in the capital structure of firm is proxied total debt to total asset ratio (leverage) when controlled properly in the sense of caution or care, it will have a positive impact to the profitability proxy return on equity and value of the firm. is proxied price to book value. However, manufacturing firms are profitable in the period 2010 to 2012 in the Indonesia Stock Exchange has a strong tendency to reduce the portion of debt in their capital structure.

Keywords: leverage, total asset turnover, return on investment, price to book value.

PENDAHULUAN

Latar Belakang Penelitian

Teori keagenan (Jensen, 1986) menjelaskan bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi melebihi ukuran optimal (*over investment*). Ekspansi tersebut cenderung dilakukan manajer pada proyek-proyek investasi dengan *net present value* negatif. Crutchley dan Hansen (1989) menjelaskan bahwa perbedaan keputusan investasi antara investor (pemilik perusahaan) dan manajer (pengelola perusahaan) adalah bahwa investor lebih memilih proyek investasi dengan risiko tinggi dan laba yang tinggi (*high risk high return*). Sebaliknya manajer lebih memilih proyek investasi yang berisiko rendah untuk melindungi posisi

pekerjaan mereka. Kondisi *over investment* tersebut dilakukan manajer dengan menggunakan dana internal dalam bentuk *free cash flow*. Manajer mempunyai kecenderungan untuk menahan laba yang diperoleh perusahaan untuk mendanai proyek-proyek investasinya, karena dana internal (*retained earnings*) tersebut tidak berisiko.

Teori keagenan menjelaskan, *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme pengendalian, diantaranya adalah dengan meningkatkan pendanaan melalui utang. Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan utang perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat

memenuhi kewajiban atas penggunaan utang tersebut. Meningkatkan *cash dividend* akan mengakibatkan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1989). Sejalan dengan penjelasan tersebut, Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) mengemukakan bahwa dengan *cash dividend* maka akan mendorong manajer untuk lebih sering masuk ke pasar modal mencari pendanaan eksternal dan berada di bawah pengawasan yang cermat dari para kreditur.

Agency theory menyarankan struktur modal perusahaan hendaknya mengandung porsi utang yang memadai, karena utang merupakan mekanisme pengendalian terhadap kecenderungan manajer untuk berperilaku oportunistik. Teori struktur modal *modern* yang mengungkapkan akan pentingnya utang, Modigliani dan Miller (1963) dalam makalahnya "*corporate income taxes and the cost of capital: a correction*", membuktikan bahwa karena bunga atas utang dikurangkan dalam perhitungan pajak, maka nilai perusahaan (*value of the firm*) akan meningkat sejalan dengan makin besarnya jumlah utang dalam struktur modal perusahaan.

Bertentangan dengan ungkapkan *agency theory* (Jensen, 1986) dan *corporate income taxes and the cost of capital: a correction* (Modigliani dan Miller, 1963) tentang pentingnya utang dalam struktur modal perusahaan, adalah apa yang dijelaskan *pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984). *Pecking order theory* menjelaskan bahwa adanya asimetri informasi, investor akan menginter-prestasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai

investasinya dengan utang dan menerbitkan ekuitas baru (Baskin, 1989). Dengan demikian *pecking order theory* berargumen bahwa sumber pembiayaan terbaik dalam rangka pertumbuhan perusahaan adalah didasarkan pada urutan preferensi pendanaan yang memiliki risiko yang terkecil, yaitu laba ditahan (*retained earnings*), utang (*debt*), dan penerbitan ekuitas baru.

Trade off theory merupakan teori struktur modal yang menjelaskan bagaimana perusahaan mencapai tingkat optimal dalam struktur modalnya. Struktur modal optimal dicapai perusahaan dengan cara menyeimbangkan antara manfaat penghematan pajak dan biaya kebangkrutan penggunaan utang. Myers dan Majluf (1984) menjelaskan tujuan *trade off theory* adalah menyeimbangkan antara ekuitas dan modal utang. Sepanjang manfaat penggunaan utang masih besar, utang dapat ditambah, tetapi bila pengorbanan atas penggunaan utang itu sudah lebih besar maka utang tidak diperkenankan lagi untuk ditambah. Panno (2003) menemukan bukti perusahaan pada pasar keuangan yang berkembang baik, cenderung untuk melakukan penyesuaian mengarah pada struktur modal optimal. Sedangkan, perusahaan yang menghadapi pasar keuangan yang kurang efisien lebih memprioritaskan penerbitan ekuitas daripada mengejar rasio *leverage* optimal.

Perumusan Masalah

Teori-teori dasar yang menjelaskan tentang bagaimana sebaiknya struktur modal perusahaan itu ditentukan, menunjukkan perbedaan pandangan dan

bahkan saling bertentangan. Apabila penjelasan *agency theory* itu benar, tentunya setiap tambahan utang maka akan meningkatkan tingkat produktivitas dan profitabilitas perusahaan. Sebaliknya, apabila setiap tambahan produktivitas dan profitabilitas akan mendorong perusahaan mengurangi porsi utang dalam struktur modalnya, terbukti bahwa *pecking order theory* yang diikuti para manajer perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis hubungan kausalitas antara keputusan struktur modal, produktivitas (efektifitas dan efisiensi), dan profitabilitas. Selanjutnya, bagaimana capaian nilai perusahaan (*firm value*) di pasar modal, sebagai bentuk apresiasi para investor atas keputusan struktur modal dan profitabilitas yang dicapai perusahaan. Dengan demikian, penelitian ini adalah untuk menjawab beberapa pertanyaan penelitian (*research questions*), sebagai berikut: **1)** Apakah keputusan struktur modal berpengaruh terhadap produktivitas? **2)** Apakah struktur modal dan produktivitas berpengaruh terhadap profitabilitas? **3)** Apakah struktur modal dan profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

LANDASAN TEORI DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Landasan Teori

Keputusan struktur modal merupakan salah satu fungsi pengelolaan keuangan perusahaan. Keputusan investasi yang menguntungkan, akan memberikan *return* yang lebih tinggi apabila didanai dengan struktur modal yang terbaik. Namun, struktur modal terbaik bagi perusahaan, dijelaskan teori-teori struktur modal dengan pandangan yang berbeda

bahkan saling bertentangan. Berikut adalah beberapa pandangan teori dasar tentang bagaimana sebaiknya struktur modal itu ditentukan oleh suatu perusahaan.

Teori struktur modal modern dimulai pada tahun 1958, ketika Modigliani dan Miller (MM) mempublikasikan artikel keuangan yang paling berpengaruh yaitu "*the cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*". MM membuktikan bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Modigliani dan Miller (1958) berpendapat dalam keadaan pasar modal sempurna penggunaan utang tidak relevan dengan nilai perusahaan. Tahun 1963, kembali MM menerbitkan makalahnya yaitu "*corporate income taxes and the cost of capital: a correction*" yang melemahkan asumsi tidak ada pajak perseroan. MM membuktikan karena bunga atas utang dikurangkan dalam perhitungan pajak, maka nilai perusahaan meningkat sejalan dengan makin besarnya jumlah utang dan nilainya akan mencapai titik maksimum bila seluruhnya dibiayai dengan utang.

Teori struktur modal MM (1958) mendapatkan kritikan dan perluasan oleh Donaldson (1961) dengan membuat penelitian tentang urutan pendanaan bagi perusahaan. Studi Donaldson (1961) yang memberikan hasil bahwa urutannya dimulai dari laba ditahan, mencairkan atau menjual surat berharga yang dimiliki; menerbitkan surat utang dan paling akhir penerbitan saham baru. Penelitian ini dikemukakan juga oleh Myers (1984) sehingga menjadi sebuah teori urutan pendanaan (*pecking order theory*). Teori Donaldson (1961) juga mendapat kritik dan perluasan dari

Stiglitz (1969), Haugen dan Papas (1971) dan Rubenstein (1973) dan menjadi sebuah teori *trade-off* struktur modal. Teori *trade-off* menyatakan bahwa perusahaan dapat meningkatkan utang sampai nilai tertentu dimana biaya *financial distress* sama besarnya dengan tabungan pajak atau *tax saving* (Manurung, 2012).

Penelitian tentang struktur modal pada perusahaan manufaktur di luar negeri telah banyak dilakukan: Graham dan Harvey (2001); Bie dan Haan (2007); Leary and Roberts (2005); dan Nishioka dan Baba (2004). Penelitian struktur modal di Indonesia telah dilakukan Kusumawati (2004); Nanok (2008); Manurung (2011) untuk determinan struktur modal. Penelitian Derminto dan Manurung (2008)

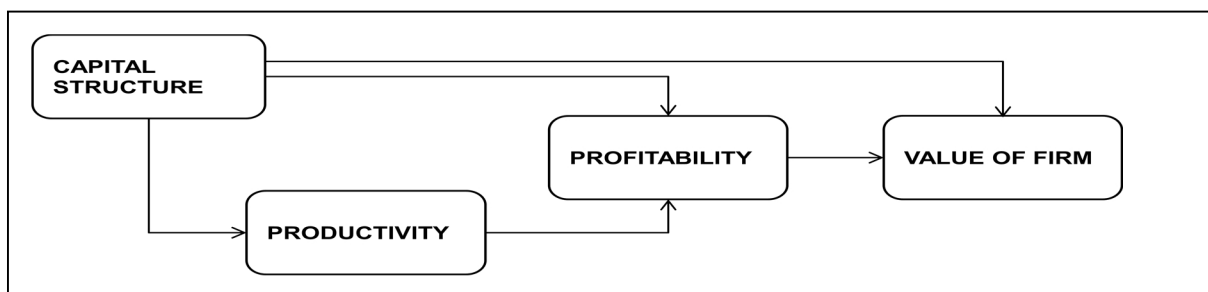
mengenai pengujian teori *trade-off* dan *pecking order*. Tobing (2008) perbedaan struktur capital perusahaan multinasional dan domestik. Setyawan dan Frensidy (2012) tentang market timing struktur modal (dalam Manurung, 2012).

Model Kerangka Pemikiran

Berdasarkan latar belakang masalah, diketahui bahwa teori-teori struktur modal memberikan pandangan yang berbeda bahkan saling bertentangan. Penelitian ini bertujuan menguji kembali teori struktur modal mana yang lebih tepat menjelaskan kebijakan struktur modal yang dijalankan oleh perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian, model kerangka pemikiran untuk penelitian ini dapat dikemukakan, sebagai berikut:

GAMBAR 1:

Model Kerangka Pemikiran



Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini

Dimana:

LEV = *Leverage*

DER = *Total Debt to Total Equity Ratio*

TATO = *Total Asset Turn Over*

ROI = *Return on Investment*

PBV = *Price to Books Value*

PERUMUSAN HIPOTESIS

Pengaruh Struktur Modal terhadap Produktivitas dan Profitabilitas

Agency theory menjelaskan penggunaan utang menjadikan manajer mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Akibatnya

manajer bekerja keras meningkatkan laba dengan cara melakukan investasi pada aset-aset produktif agar dapat memenuhi kewajibannya. Miller dan Modigliani (1963) membuktikan adanya pajak atas keuntungan perusahaan, maka *leverage* akan berdampak positif terhadap kinerja dan nilai perusahaan.

Investasi pada aset-aset produktif akan menghasilkan profit yang positif. Hasil pengujian implementasi *pecking order theory* membuktikan perusahaan *profitable* mendanai pertumbuhannya dengan *retained earnings* yang mengakibatkan berkurang-nya porsi utang dalam struktur modal perusahaan. Kondisi ini akan mengakibatkan adanya hubungan negatif antara struktur modal, produktivitas, dan profitabilitas perusahaan. Penelitian ini untuk menguji teori mana yang lebih tepat menjelaskan kebijakan struktur modal yang diterapkan perusahaan.

Pengaruh Struktur Modal dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Dua pandangan mengenai keputusan pendanaan hubungannya dengan profitabilitas dan nilai perusahaan. Pertama, pandangan tradisional yang ditunjukkan *trade off theory* dan *pecking order theory*. Pandangan tersebut menyatakan struktur modal mempengaruhi profitabilitas dan nilai perusahaan. Pandangan kedua yaitu menurut Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Masulis (1983) membuktikan terdapat kenaikan *abnormal returns* sehari sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan utang, sebaliknya ada penurunan *abnormal*

returns pada saat perusahaan mengumumkan penurunan utang. Pihak luar mengartikan peningkatan utang sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban dimasa mendatang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal ini akan direspon positif oleh pasar (Brigham dan Houston, 2006). Dengan demikian, hipotesis keenam yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1:

Struktur modal (LEV) berpengaruh positif terhadap produktivitas (TATO).

Hipotesis 2:

Struktur modal (DER) berpengaruh positif terhadap produktivitas (TATO).

Hipotesis 3:

Struktur modal (LEV) berpengaruh positif terhadap produktivitas (ROI).

Hipotesis 4:

Produktivitas (TATO) berpengaruh positif terhadap profitabilitas (ROI).

Hipotesis 5:

Struktur modal (LEV) berpengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan (ROI).

Hipotesis 6:

Profitabilitas perusahaan (ROI) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (PBV).

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012. Metode pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, kriteria perusahaan: (1) Menerbitkan laporan keuangan tahun 2010-2012; (2) Memiliki data laporan keuangan lengkap selama periode yang diamati. Diperoleh 430 sampel perusahaan. Selanjutnya,

untuk mendapatkan normalitas data secara multivariat dan *goodness of fit* dari model penelitian, maka 143 pasang data dibuang. Dengan demikian, data yang dianalisis adalah 287 sampel perusahaan.

Alat Analisis Data

Penelitian ini menggunakan *path analysis* yang disusun menjadi tiga model persamaan regresi, sebagai berikut:

Model persamaan regresi 1:

$$\text{TATO} = \alpha_1 + \beta_1 \text{LEV} + \beta_2 \text{DER} + \varepsilon_1 \quad \dots\dots\dots(1)$$

$$\text{ROI} = \alpha_2 + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{TATO} + \varepsilon_2 \quad \dots\dots\dots(2)$$

$$\text{PBV} = \alpha_3 + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \text{ROI} + \varepsilon_3 \quad \dots\dots\dots(3)$$

Dimana:

α : 1 s.d 3 = intercept; β : 1 s.d 6 = koefisien regresi;

ε : 1 s.d 3 = *error of estimate*

TABEL 1
Definisi Operasionalisasi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Konsep Variabel	Pengukuran Variabel
Nilai Perusahaan	Menunjukkan estimasi pasar keuangan tentang nilai hasil pengembalian dari setiap tambahan investasi	PBV = Price to Book Value.
Profitabilitas	Menunjukkan kemampuan laba perusahaan atas Total Investasi, juga Ekuitasnya.	ROI = Return on Investment
Produktivitas atau Rasio Aktivitas Perusahaan	Rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat efektifitas dan efisiensi pemanfaatan sumber daya perusahaan.	TATO = Total Asset Turn Over
Struktur Modal Perusahaan	Proporsi penggunaan Total Utang terhadap Total Investasi, dan terhadap Ekuitas.	LEV = Total Debt to Total Asset Ratio DER = Debt to Equity Ratio

Sumber: Berbagai literatur manajemen keuangan perusahaan

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

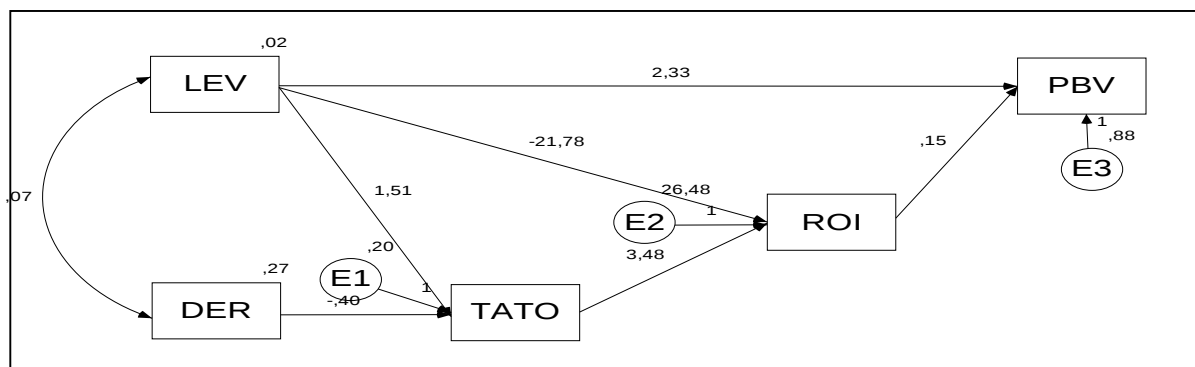
Hasil analisis menunjukkan bahwa model telah memenuhi *goodness of fit*. Namun, pengaruh DER terhadap ROI dan pengaruh DER terhadap PBV dipotong. Dengan demikian, perlu

diungkapkan kembali bahwa keputusan struktur modal diproksi variabel *Leverage* (LEV) dan *Debt to Equity Ratio* (DER); produktivitas diproksi *Total Asset Turn Over* (TATO); profitabilitas diproksi *Return On Investment* (ROI); dan nilai perusahaan diproksi *Price to Book Value* (PBV).

Diagram hasil *path analysis* disajikan pada Gambar 2, yang memuat koefisien-koefisien regresi dan korelasi

dari hubungan kausalitas antar variabel-variabel yang terlibat dalam model penelitian empiris ini, sebagai berikut:

GAMBAR 2:
Model Penelitian Empiris



Sumber: Hasil *path analysis* menggunakan program Amos 1.6

Sebelum hasil analisis data ini digunakan untuk menguji seluruh hipotesis yang telah dirumuskan pada penelitian ini, maka akan dilakukan pengujian terhadap *goodness of fit* atas model penelitian ini. Berdasarkan hasil pengujian terhadap *goodness of fit*,

diperoleh distribusi data sebesar 2,168, berarti data berdistribusi normal secara *multivariate*. Selanjutnya, Tabel 2 di bawah ini akan menyajikan ringkasan hasil evaluasi dari kriteria *goodness of fit* secara lengkap, sebagai berikut:

TABEL 2
Ringkasan Hasil Evaluasi *Goodness Of Fit*

<i>Goodness of fit Index</i>	<i>Cut-off Value</i>	Hasil Model	Keterangan
<i>Absolute Measures</i>			
χ^2 - Chi-Square	Diharapkan lebih kecil	4,596	Nilai χ^2 dengan df 3 adalah 7,815. Nilai <i>Chi-Square</i> dari Model adalah 4,596
Probability	$\geq 0,05$	0,204	Baik sekali
CMIN/DF	$\leq 2,00$	1,532	Baik sekali
RMSEA	$\leq 0,08$	0,044	Baik sekali
GFI	$\geq 0,90$	0,993	Baik sekali
<i>Incremental Fit Measures</i>			
AGFI	$\geq 0,90$	0,967	Baik sekali

<i>Goodness of fit Index</i>	<i>Cut-off Value</i>	Hasil Model	Keterangan
TLI	$\geq 0,95$	0,995	Baik sekali
CFI	$\geq 0,95$	0,998	Baik sekali
NFI	$\geq 0,90$	0,995	Baik sekali

Sumber: Hasil analisis data pada *output goodness of fit*

Ditunjukkan pada Tabel 2 diketahui bahwa hasil penilaian *goodness of fit* adalah sangat layak. Berdasarkan pada Gambar 2 dan *regression weights* pada *output* hasil analisis program Amos 16.0, dapat disusun persamaan struktural, sebagai berikut:

$$\text{TATO} = + 1,512 \text{ LEV} - 0,404 \text{ DER} + \varepsilon_1 \dots \dots \dots (1)$$

(sig. t) (0,021) (0,031)

$$\text{ROI} = - 21,785 \text{ LEV} + 3,478 \text{ TATO} + \varepsilon_2 \dots \dots \dots (2)$$

(sig. t) (0,000) (0,000)

$$\text{PBV} = + 2,332 \text{ LEV} + 0,146 \text{ ROI} + \varepsilon_3 \dots \dots \dots (3)$$

(sig. t) (0,000) (0,000)

Pengaruh *Leverage* (LEV) terhadap *Total Asset Turn Over* (TATO)

Rumusan hipotesis pertama (H₁) menyatakan struktur modal (*leverage*) berpengaruh positif terhadap produktivitas (*total asset turn over*). Semakin besar *leverage* maka akan semakin tinggi produktivitas perusahaan. Persamaan struktural (1) menunjukkan pengaruh LEV terhadap TATO mempunyai nilai koefisien regresi +1,512 dan sig-t 0,021, berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada $\alpha = 5\%$ atau *level of sinificance* = 95%. Dengan demikian, hasil pengujian data yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa hipotesis satu (H_{1a}), **dapat diterima**.

Pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *Total Asset Turn Over* (TATO)

Rumusan hipotesis kedua (H₂) menyatakan bahwa struktur modal (*debt to equity ratio*) berpengaruh positif terhadap produktivitas (*total asset turn over*) perusahaan. Semakin besar *debt to equity ratio* maka semakin tinggi produktivitas perusahaan. Persamaan struktural (1) menunjukkan pengaruh DER terhadap TATO mempunyai nilai koefisien regresi -0,404 dan nilai sig-t 0,031, berarti suatu pengaruh yang negatif dan signifikan pada $\alpha = 5\%$ atau *level of sinificance* = 95%. Dengan demikian, hasil pengujian data yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa hipotesis dua (H₂), **tidak dapat diterima**.

Pengaruh *Leverage* (LEV) terhadap *Return On Invesment* (ROI)

Hipotesis ketiga (H₃) menyatakan struktur modal (LEV) berpengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan (*return on invesment*). Berarti terdapat pengaruh negatif *leverage* terhadap ROI. Persamaan struktural 2 menunjukkan pengaruh LEV terhadap ROI mempunyai nilai koefisien regresi -21,785 dan nilai sig-t 0,000, berarti pengaruh yang negatif dan signifikan pada $\alpha = 1\%$ atau *level of sinificance* = 99%. Berarti hasil pengujian data menyimpulkan bahwa hipotesis tiga (H₃), **dapat diterima**.

Pengaruh *Total Asset Turn Over* (TATO) terhadap *Return On Invesment* (ROI)

Rumusan hipotesis keempat (H_4) menyatakan produktivitas (*total asset turn over*) berpengaruh positif terhadap profitabilitas (*return on invesment*). Berarti, semakin tinggi *total asset turn over* maka akan semakin tinggi tingkat profitabilitas. Persamaan struktural 2 menunjukkan pengaruh *Total Asset Turn Over* (TATO) terhadap *Return On Invesment* (ROI) mempunyai nilai koefisien regresi +3,478 dan nilai sig-t 0,000, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada $\alpha = 1\%$ atau *level of sinificance* = 99%. Dengan demikian, berdasarkan hasil pengujian data yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa hipotesis empat (H_4), **dapat diterima**.

Pengaruh *Leverage* (LEV) terhadap *Price to Book Value* (PBV)

Rumusan hipotesis kelima (H_5) menyatakan bahwa struktur modal (*leverage*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*price to book value*). Dengan kata lain, semakin tinggi tingkat *Leverage* (LEV) maka akan semakin tinggi pula *price to book value* (PBV). Persamaan struktural 3 menunjukkan bahwa pengaruh LEV terhadap PBV mempunyai nilai koefisien regresi sebesar +2,332 dan nilai sig-t 0,000, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada $\alpha = 1\%$ atau *level of sinificance* = 99%. Dengan demikian, berdasarkan hasil pengujian data yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa hipotesis lima (H_5), **dapat diterima**.

Pengaruh *Return On Invesment* (ROI) terhadap *Price to Book Value* (PBV)

Rumusan hipotesis keenam (H_6) menyatakan bahwa perofitabilitas (*return on invesment*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*price to book value*). Dengan kata lain, semakin tinggi *Return On Invesment* (ROI) maka akan semakin tinggi pula *Price To Book Value* (PBV). Persamaan struktural 3 menunjukkan bahwa pengaruh ROI terhadap PBV mempunyai nilai koefisien regresi sebesar +0,146 dan nilai sig-t 0,000, yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada $\alpha = 1\%$ atau *level of sinificance* = 99%. Dengan demikian, hasil pengujian data yang telah dilakukan menyimpulkan bahwa hipotesis enam (H_6), **dapat diterima**.

Pengujian Mediasi TATO Pada Pengaruh LEV Terhadap ROI

Berdasarkan persamaan 1) dan 2) diketahui bahwa koefisien pengaruh langsung LEV terhadap ROI adalah -21,785. Sedangkan pengaruh LEV terhadap ROI melalui TATO mempunyai koefisien sebesar $1,52 \times 3,478 = 5,259$. Terlihat bahwa koefisien pengaruh langsung lebih besar dibandingkan dengan pengaruh tidak langsung. Dengan demikian, TATO tidak memediasi pengaruh LEV terhadap ROI.

Pengujian Mediasi ROI Pada Pengaruh LEV Terhadap PBV

Berdasarkan persamaan 2) dan 3) diketahui bahwa koefisien pengaruh langsung LEV terhadap PBV adalah 2,332. Sedangkan pengaruh LEV terhadap PBV melalui ROI mempunyai koefisien sebesar $-21,785 \times 0,146 = -3,114$. Terlihat bahwa koefisien pengaruh langsung lebih kecil dibandingkan dengan

pengaruh tidak langsung. Dengan demikian, ROI memediasi pengaruh LEV terhadap PBV.

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

Berdasarkan pada hasil analisis data yang telah dilakukan, maka beberapa temuan penting dari penelitian ini dapat dikemukakan, sebagai berikut:

1. Adanya hubungan kausalitas (pengaruh) negatif antara profitabilitas (*return on invesment*) dan nilai perusahaan (*price to book value*). Temuan ini mengungkapkan adanya kecenderungan kuat dari perusahaan-perusahaan *profitable* untuk mengurangi porsi utang (*debt*) dalam struktur modalnya. Kondisi ini menunjukkan bahwa kebijakan perusahaan dalam menentukan struktur modalnya lebih mengikuti penjelasan *pecking order theory* (Myers, 1984). *Pecking order theory* menjelaskan bahwa pembentukan struktur modal perusahaan didasarkan pada urutan preferensi sumber dana yang memiliki risiko terkecil, yaitu laba ditahan, utang dan penerbitan ekuitas (Myers, 1984). Teori ini lebih memilih sumber pendanaan internal. Temuan penelitian ini mendukung hasil beberapa penelitian sebelumnya, diantaranya Titman dan Wessels (1988); Baskin (1989); Voulgaris *et al* (2002); Pao dan Chih (2005); Tong dan Green (2005); Chen dan Strange (2005) yang membuktikan bahwa perusahaan yang mampu menghasilkan laba, lebih memilih penggunaan dana internal, sehingga rasio utang berhubungan terbalik dengan laba.
2. Adanya pengaruh yang positif dan signifikan dari tingkat produktivitas (*total asset turn over*) terhadap

profitabilitas (*return on invesment*). Temuan ini menunjukkan bahwa tingkat produktivitas atas penggunaan *total asset* yang mengarah pada efisiensi biaya operasional adalah sebagai kunci utama diperolehnya keuntungan perusahaan. Sejalan dengan tersebut, temuan penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat profitabilitas yang dicapai perusahaan berpengaruh positif dan sangat signifikan terhadap nilai perusahaan (*price to book value*). Kondisi ini menunjukkan bahwa para investor dan calon investor di pasar modal memberikan apresiasi secara positif terhadap perusahaan-perusahaan yang *pofitable*.

3. Adanya pengaruh positif struktur modal (*leverage*) terhadap produktivitas (*total asset turn over*). Temuan ini mendukung *theory agency* (Jensen, 1986) yang mengungkapkan bahwa penggunaan utang akan menjadikan manajer berkewajiban mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Akibatnya manajer bekerja keras meningkatkan laba dengan cara melakukan investasi pada aset-aset produktif sehingga dapat memenuhi kewajiban atas penggunaan utang tersebut. Sejalan dengan itu, temuan penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat *leverage* perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*price to book value*). Kondisi ini menunjukkan bahwa para investor dan calon investor di pasar modal memberikan apresiasi secara positif terhadap tambahan penggunaan utang (*debt*) dalam struktur modal perusahaan.

4. Adanya pengaruh negatif struktur modal (*debt to equity ratio*) terhadap produktivitas (*total asset turn over*) perusahaan. Temuan ini sulit untuk dijelaskan, karena bertentangan dengan temuan lainnya terutama hasil analisis yang menghubungkan *leverage* sebagai proksi struktur modal dalam penelitian ini. Pengaruh *debt to equity ratio* terhadap *return on invesment* dan *price to book value* dihilangkan (dipotong) dalam model penelitian ini, karena selain tidak signifikan juga mengakibatkan tidak dapat dicapainya *goodness of fit* model penelitian. Selanjutnya, ketika dianalisis secara individual pengaruh *debt to equity ratio* terhadap *total asset turn over*, menunjukkan pengaruh yang positif tetapi tidak signifikan. Dengan demikian, pembahasan terhadap hasil analisis ini bisa diabaikan.
5. Identifikasi dan pengujian terhadap prediksi adanya potensi peran mediasi, diperoleh sebagai berikut: *Total Asset Turn Over* (TATO) tidak memediasi pengaruh LEV (*Leverage*) terhadap *Return On Invesment* (ROI). Sedangkan, ROI memediasi pengaruh LEV terhadap PBV. Dengan demikian, penggunaan utang direspon positif investor selama utang tersebut dapat menghasilkan *return* yang tinggi.
1. Penggunaan utang (*debt*) dalam struktur modal telah mampu mendorong pihak manajemen untuk meningkatkan produktivitas dan efisiensi atas penggunaan *asset* perusahaan. Produktivitas dan efisiensi atas penggunaan *asset* tersebut merupakan faktor penting dalam meningkatkan kemampuan (*profitability*) perusahaan. Selanjutnya kemampuan (*profitability*) tersebut merupakan variabel yang sangat penting dalam menentukan tujuan pengelolaan keuangan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan (*value of the firm*).
2. Namun demikian, setelah perusahaan itu mencapai tingkat profitabilitas tertentu, pihak manajemen mempunyai kecenderungan kuat untuk menurunkan porsi utang itu dalam struktur modal perusahaan. Kondisi ini dapat dipahami karena pada proyek-proyek investasi yang *profitable* telah melekat suatu tingkat risiko yang tinggi, sehingga manajemen tidak bersedia lagi untuk menambah risiko lain yang melekat atas penggunaan utang dalam struktur modalnya. Meskipun hal itu mempunyai peluang untuk dapat meningkatkan *return on equity* atau *earnings per share*.
3. *Total Asset Turn Over* (TATO) tidak memediasi pengaruh LEV (*Leverage*) terhadap *Return On Invesment* (ROI). Sedangkan, ROI memediasi pengaruh LEV terhadap PBV. Dengan demikian, penggunaan utang direspon positif investor selama utang tersebut dapat menghasilkan *return* yang tinggi.

KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN AGENDA PENELITIAN SELANJUTNYA

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasannya, maka secara ringkas hasil penelitian ini dapat disimpulkan, sebagai berikut:

Implikasi dan Agenda Penelitian Berikutnya

Berdasarkan kesimpulan di atas, maka implikasi dan agenda penelitian selanjutnya atas hasil penelitian ini dapat dikemukakan sebagai berikut:

1. Penggunaan utang (*leverage*) dalam struktur modal perusahaan apabila dikendalikan dengan hati-hati dan cermat, maka akan berdampak positif terhadap peningkatan kinerja keuangan dan nilai perusahaan.
2. Perusahaan-perusahaan yang *profitable* cenderung mengurangi porsi utang (*leverage*) dalam struktur modalnya. Dengan demikian menarik untuk diteliti kembali tentang penggunaan utang ini, diantaranya:
 - a. kapan perusahaan itu mulai menggunakan utang dalam struktur modalnya;
 - b. pada tahap mana perusahaan mulai menghentikan atau mengurangi porsi utang dalam struktur modalnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Baba, Naohiko dan Sinichi Nishioka. 2004. "Dynamic Capital Structure: How Far Has the Reduction of Excess Leverage Progressed in Japan?" Bank of Japan Working Papers Series
- Baskin, J., (1989), "Dividend Policy and the Volatility of Common Stock", *Journal of Portfolio Management*, 15(3): 19-25.
- Brigham, Eugene F. dan Houston Joel F. (2006), "*Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jilid 1*". Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Edisi Kesepuluh, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Chen, Jian., Roger Strange (2005). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies". *Economic Change and Restructing*, Vol 38, 11-35.
- Crutchley, C.E dan R. Hansen (1989), "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, Corporate Dividends". *Financial Management*, Vol. 18; pp. 35-57.
- Donaldson, C., 1961, Corporate debt capacity. Harvard University.
- Easterbrook, F. H. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends". *American Economic Review*, Vol. 74: pp. 650-659.
- Frank, Murray Z., and Vidhan K. Goyal, 2003, Capital Structure Decisions, Working paper, Faculty of Commerce, University of British Columbia, and Department of Finance, Hong Kong University of Science and Technology, 1 – 55.
- Graham, J., and C. Harvey, 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60, pp. 187-243.
- Haugen, R. A. and J. L. Pappas (1971); Equilibrium in the Pricing of Capital Assets, Risk-Bearing Debt Instruments, and the Question on Optimal Capital Structure; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*; June, pp. 943 – 954.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Overs", *American Economics Review* Vol. 76, No 2, pp.323-329.

- Jensen, M.C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System". *Journal of Finance*, Vol. 48. (July): pp. 831-880.
- Kusumawati, D. (2004); Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Publik yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta; Disertasi Program DMB Pascasarjana Universitas Padjadjaran.
- Leary, M. and M.R. Roberts, 2004a. Financial Slack and Tests of the Pecking Order's Financing Hierarchy. Duke Working paper. <http://ssrn.com/abstract=555805>.
- Leary, M. and M.R. Roberts, 2004b. Do firms rebalance their capital structures? *Journal of Finance*, forthcoming.
- Manurung, Adler H. (2011); Determinan Struktur Pasar Kapital Perusahaan di Indonesia; Jurnal Akuntansi FE UNTAR, Vol. 15, No. 3; pp. 250 – 261.
- Manurung, Adler H. (2012b); Optimal Struktur Kapital Perusahaan Manufaktur di Indonesia, Working Paper PT Finansial Bisnis Informasi, dapat diunduh pada www.finansialbisnis.com.
- Manurung, Adler H. (2012); Determinan Struktur Kapital Bank1, dapat diunduh pada www.finansialbisnis.com.
- Masulis, Ronald W. (1983), "The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates", *The Journal of Finance*, Vol XXXVIII, No. 1, pp.107-126.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*. 47(3): 261-297.
- Modigliani, Franco, and Miller, Merton H., 1963, The Cost of Capital, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, the *American Economic Review*, 53/3, 433 – 443.
- Myers, Stewart C., dan Nicholas S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor do not Have". *Journal of Financial Economic*, Vol. 13: pp. 419-453.
- Myers, Stewart C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol39, No.3, pp.575-592.
- Nanok, Yanuar (2008); Capital Structure Determinant di Indonesia; *Akuntabilitas*, Vol. 7 No. 2; pp. 122 – 127.
- Pao, Hsiao Tien, and Yao Yu Chih (2005), "Comparison of Linear and Nonlinear Models for Panel Data Forecasting: Debt Policy in Taiwan". *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 8, No.3, pp.525-541.
- Panno, A (2003), "An Empirical Investigation on The Determinants of Capital Structure: the UK and Italian Experience", *Applied Financial Economics*, Vol 13, pp.97-112.
- Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales (1995); What do We Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data; *Journal of Finance*, Vol. 50; No. 5; pp. 1421 – 1460.
- Rozeff, M. S. (1982), "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios". *Journal*

- of Financial Research*, Vol. 5: pp. 249-259.
- Rubinstein, Mark E. (1973); A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory; *Journal of Finance*, Maret, pp. 167 – 181.
- Setiawan, I. R. and B. Frensidy (2012) Empirical Tests for Market Timing Theory of Capital Structure on the Indonesian Stock Exchange; Working Paper SSRN.
- Stiglitz, Joseph E. (1969); A Re-Examination of Modigliani-Miller Theorem; *American Economic Review*; pp. 784 – 793.
- Titman, Sheridan and Roberto Wessels (1988); The Determinants of Capital Structure Choices ; *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1; pp. 1 – 19.
- Tobing, L. R. (2008); Studi Mengenai Perbedaan Struktur Modal Perusahaan Multinasional dengan Perusahaan Domestik yang Go-Public di Pasar Modal Indonesia: Perspektif Teori Keagenan dan Teori Kontijensi dalam Mengoptimalkan Struktur Modal Perusahaan; Disertasi Program S3 Ilmu Ekonomi UNDIP.
- Tong, Guanqun., and Christopher J. Green (2005), “Pecking Order or Trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies”. *Applied Economics*, 37, pp.2179-2189.
- Voulgaris, F., D. Asteriou, and G. Agiomirgianakis (2002), ”Capital structure, asset utilization, profitability and growth in the Greek manufacturing sector”. *Applied Economics*. Vol 34, pp.1379-1388.