

PENGARUH STRUKTUR MODAL, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, CAPITAL EXPENDITURE DAN INSENTIF MANAJER TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

Jun Andrian, SE
12010110400137

Abstract

Permasalahan dalam penelitian didasarkan pada kenyataan bahwa ada fluktuasi perbedaan yang tajam pada profitabilitas di Bursa Efek Indonesia sehingga memunculkan adanya fenomena gap, dimana diketahui ada inkonsistensi pengaruh variabel struktur modal, pertumbuhan, capital expenditure, dan insentif manajer terhadap profitabilitas dan dampaknya pada nilai perusahaan.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sesuai publikasi Indonesian capital market directory (ICMD).

Pemilihan sampel perusahaan manufaktur karena perusahaan manufaktur merupakan perusahaan terbanyak di Bursa Efek Indonesia. Jumlah populasi sebanyak 151 perusahaan manufaktur. Data yang digunakan dalam penelitian adalah data time series dan cross section (pooling data), dan berdasarkan kriteria teknik sampling tersebut di atas, maka jumlah sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 26 perusahaan. Teknik analisis menggunakan regresi berganda dan sobel test.

Adanya keterbatasan data dalam penelitian ini lebih ditekankan pada generalisasi hasil penelitian hanya pada perusahaan manufaktur dan hasil penelitian nilai adjusted R square pada perusahaan manufaktur yang rendah, dimana pada perusahaan manufaktur mempunyai nilai adjusted R square 39,9% sehingga generalisasi hanya pada obyek yang diteliti. Disarankan untuk penelitian yang akan datang agar memperluas obyek penelitian yaitu seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI, tidak hanya pada satu industri saja.

Selain itu juga perlu menambah variabel mikro ekonomi (suku bunga, inflasi, jumlah saham beredar) (Benston et al., 2003) yang mempengaruhi profitabilitas agar hasil penelitian ini menjadi lebih sempurna sehingga nilai adjusted R square menjadi lebih besar.

PENDAHULUAN

Perkembangan perekonomian Indonesia dalam kurun waktu 10 tahun terakhir ini telah menunjukkan pertumbuhan yang signifikan. Sejak mengalami krisis ekonomi tahun 1998 Indonesia bangkit menjadi salah satu negara yang berkembang dengan cepat. Sejak tahun 2002 Indonesia mampu mempertahankan tingkat pertumbuhannya di atas 4% pertahun (www.worldbank.org). Khusus untuk tahun 2012 Bank Indonesia mencatat bahwa pertumbuhan ekonomi Indonesia sebesar 6,3%. Apabila pertumbuhan ini dapat dipertahankan hingga akhir tahun maka akan menjadi pertumbuhan terbesar kedua didunia setelah China.

Salah satu cermin pertumbuhan ekonomi suatu negara adalah pertumbuhan pasar modalnya. Pertumbuhan ekonomi Indonesia juga tercermin lewat kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang naik cukup signifikan sejak tahun 2002. Dalam kurun waktu 10 tahun terakhir IHSG mengalami lonjakan sebesar 874.90% . Pada penutupan akhir tahun 2002 yaitu perdagangan terakhir tanggal 27 Desember IHSG ditutup pada posisi 424.95, sedangkan per 30 Desember 2011 IHSG ditutup pada posisi 3,821.99. Namun pada tahun 2008 IHSG mengalami penurunan YoY yaitu sebesar 50.64%, ini merupakan imbas dari krisis perekonomian yang menerpa Amerika Serikat dan sebagian besar Negara maju.

Pertumbuhan yang signifikan pasar modal Indonesia ini di pengaruhi oleh perkembangan profitabilitas yang listing pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Perusahaan-perusahaan yang terdaftar dan sahamnya diperdagangkan di BEI ini menunjukkan performa yang baik sehingga meningkatkan nilai perusahaan mereka di mata para Investor. Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual, semakin tinggi nilai perusahaan

semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan (Husnan dan Pudjiastuti (2002).

Nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham. Untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional. Para profesional diposisikan sebagai manajer ataupun komisaris. Baert dan Vennet (2009) menjelaskan bahwa *enterprise value* (EV) atau dikenal juga sebagai *firm value* (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Sedangkan Phalippou (2004) menyebutkan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli andai perusahaan tersebut di jual. Hermuningsih, dkk (2010) menyimpulkan bahwa PBV dapat digunakan sebagai alat ukur dalam menentukan nilai perusahaan.

Dalam usaha memaksimalkan nilai perusahaan manajemen dituntut oleh shareholder untuk mengelola asset perusahaan secara maksimal dalam rangka meningkatkan kekayaan perusahaan. Kekayaan perusahaan yang maksimal secara langsung akan meningkatkan nilai perusahaan dimata investor. Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) (Salvatore, 2005). Menurut Husnan (2000) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut di jual. Nilai perusahaan dapat tercermin lewat harga saham perusahaan tersebut di pasar modal.

Nilai perusahaan dipengaruhi oleh rasio profitabilitas (*profitability ratio*) terdiri atas dua

jenis yaitu rasio yang menunjukkan profitabilitas dalam kaitannya dengan penjualan (profitabilitas penjualan) dan rasio yang menunjukkan profitabilitas dalam kaitannya dengan investasi (profitabilitas investasi). Profitabilitas penjualan dirumuskan berdasarkan margin laba kotor dan margin laba bersih (Mocviociov, *et al* 2010). Tesis ini menggunakan variabel dependen ROA – Return on Asset, oleh karena itu dasar teori yang dipergunakan adalah teori rentabilitas atau profitabilitas. Pada dasarnya konsep teori rentabilitas ingin mengungkap pengaruh kebijakan-kebijakan penjualan dan investasi terhadap laba (Weston dan Copeland, 1999). Dengan dasar itu maka lahirlah Du Pont System yang menjelaskan hubungan penjualan, aktiva, dan laba bersih terhadap tingkat rentabilitas atas investasi yang dilakukan (ROA).

ROA yang semakin besar menunjukkan profitabilitas semakin baik, karena tingkat kembalian (*return*) semakin besar. *Return on asset* (ROA) merupakan perkalian antara faktor *net profit margin* dengan perputaran aktiva. *Net profit margin* menunjukkan kemampuan memperoleh laba dari setiap penjualan yang diciptakan oleh perusahaan, sedangkan perputaran aktiva menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan penjualan dari aktiva yang dimilikinya. Apabila salah satu dari faktor tersebut meningkat (atau keduanya), maka ROA juga akan meningkat (Suad Husnan, 1998).

ROA menunjukkan hubungan laba perusahaan dengan seluruh sumber daya yang ada. Di mana laba perusahaan yang digunakan adalah laba bersih, artinya sudah memperhitungkan biaya bunga dan pajak perusahaan. ROA digunakan oleh bankers, investor dan analis bisnis untuk menilai bagaimana pemanfaatan sumber daya perusahaan dan kekuatan keuangannya. Disamping itu juga didasarkan pada alasan investor atau pemodal yaitu seberapa besar laba bersih yang diperoleh perusahaan, sehingga investor dapat

mengharapkan berapa besar tingkat kembalian yang bakal diterima, sehingga ROA sangat bermanfaat bagi investor, hal ini sesuai dengan teori profitabilitas yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, semakin besar laba maka akan tercapai tujuan perusahaan yaitu kemakmuran pemegang saham.

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.

Fluktuasi profitabilitas relatif kecil, namun terjadi permasalahan pada pergerakan rasio-rasio yang mempengaruhi profitabilitas yang tidak sesuai dengan pergerakan profitabilitas itu sendiri. Fenomena yang terjadi dalam kurun waktu tahun 2009 – 2011 dalam kaitannya dengan profitabilitas dengan faktor-faktor yang mempengaruhinya adalah seperti terlihat pada Tabel 1.1

Fenomena data dari variabel struktur modal, pertumbuhan aset, capital expenditure, ROA dan nilai perusahaan menunjukkan pergerakan yang tidak konsisten yang memunculkan adanya feneomena gap dalam penelitian ini.

Permasalahan dalam penelitian ini juga didukung karena adanya *research gap* pengaruh variabel independen terhadap ROA, dimana: (1) Kusumajaya (2011) menyatakan bahwa DER mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap ROA; sedangkan King dan Santor (2007) menyatakan bahwa DER berpengaruh signifikan negatif terhadap ROA; (2) Francis et al., (2011) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif

Tabel 1.1
Fenomena Variabel Struktur Modal, Pertumbuhan Aset, Capital Expenditure, ROA Dan Nilai Perusahaan

Keterangan /Satuan)	2009	2010	2011	Rata-rata
Struktur Modal (DER) (%)	1,421	0,865	1,399	1,228
Pertumbuhan Aset (%)	0,098	0,154	0,202	1,151
Capital Expenditure (%)	0,128	0,177	0,251	0,185
ROA (%)	11,960	13,549	13,112	12,874
Nilai Perusahaan (%)	6,932	11,452	12,774	10,386

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2009 s.d. 2011, diolah untuk penelitian ini

terhadap ROA, sedangkan King dan Santor, (2007) menunjukkan bahwa pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap ROA; (3) Anuchitworawong (2000) menunjukkan bahwa capital expenditure mempunyai hubungan negatif terhadap ROA, Namun demikian hasil yang berbeda ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Sudiyatno et al., (2012) yang menyatakan capital expenditure mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap ROA; (4) Cao et al., (2010) dan Sudiyatno et al., (2012) menunjukkan bahwa insentif manajer berpengaruh positif terhadap ROA; sedangkan Graham dan Campbell, (2002) menyatakan bahwa insentif manajer berpengaruh negatif terhadap ROA.

Research gap yang menunjukkan pengaruh variabel independen terhadap nilai perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) Uchida (2006) menyatakan bahwa DER mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan; sedangkan Chowdhury dan Chowdhury (2010) menyatakan bahwa DER berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan; (2) Francis et al., (2011) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap ROA, sedangkan Kusumajaya, (2011) menunjukkan bahwa pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan; (3) Villalonga

dan Amit (2004) menunjukkan bahwa capital expenditure tidak mempunyai hubungan positif terhadap nilai perusahaan, Namun demikian hasil yang berbeda ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Sudiyatno et al., (2012) yang menyatakan capital expenditure mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan; (4) Lilling, (2006) menunjukkan bahwa insentif manajer berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; sedangkan Graham dan Campbell, (2002) menyatakan bahwa insentif manajer berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, dan (5) Uchida, (2006) menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; sedangkan Sudiyatno et al., (2012) menyatakan bahwa ROA berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya di atas maka dalam penelitian ini digunakan variabel penelitian seperti struktur modal, pertumbuhan perusahaan, *capital expenditure*, insentif manajer, profitabilitas, dan nilai perusahaan. Perbedaan mendasar dengan penelitian sebelumnya adalah penggunaan profitabilitas sebagai variabel *intervening endogen*. Digunakan variabel profitabilitas sebagai variabel *intervening endogen* guna untuk mengetahui apakah profitabilitas dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh struktur modal, pertumbuhan perusahaan, *cap-*

tal expenditure, dan insentif manajer terhadap nilai perusahaan.

Keempat variabel yaitu struktur modal, pertumbuhan perusahaan, *capital expenditure* dan insentif manajer sebelumnya belum pernah diteliti secara bersama-sama dalam pengaruhnya terhadap nilai perusahaan dengan memasukkan variabel profitabilitas sebagai variabel *intervening*.

Profitabilitas dijadikan sebagai variabel *intervening* karena profitabilitas bukan merupakan tujuan perusahaan, tujuan perusahaan adalah kemakmuran pemegang saham, dimana bagaimana perusahaan tersebut mampu berkembang dengan memberikan suatu value bagi perusahaan dalam memberikan kemakmuran bagi pemegang saham. Perusahaan yang berkembang dimana mendatangi, memerlukan pengelolaan investasi yang tepat dalam bentuk kinerja yang baik guna mendapatkan nilai perusahaan yang menguntungkan.

Beberapa penelitian sebelumnya juga menunjukkan hasil yang berbeda (*research gap*) tentang faktor-faktor yang mempengaruhi profitabilitas dan dampaknya pada nilai perusahaan, yaitu penelitian-penelitian tentang pengaruh struktur modal (Uchida, 2006; dan Chowdhury dan Chowdhury, 2010), pertumbuhan (Francis et al., 2011; dan Kusumajaya, 2011), *capital expenditure* (Villalonga dan Amit, 2004; dan Sudiyatno et al., 2012), dan insentif manajer (Graham dan Campbell, 2002; dan Lilling, 2006) terhadap profitabilitas dan dampaknya pada nilai perusahaan memberikan hasil yang berbeda-beda. Fenomena yang terjadi atas faktor-faktor yang mempengaruhi profitabilitas dan dampaknya pada nilai perusahaan juga menunjukkan hubungan yang tidak terpola. Namun bagaimana pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan perlu dilakukan penelitian lanjutan. Penelitian ini akan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi

profitabilitas yang meliputi struktur modal, pertumbuhan, *capital expenditure*, dan insentif manajer serta bagaimana pengaruhnya terhadap nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2011.

Permasalahan dalam penelitian didasarkan pada kenyataan bahwa ada fluktuasi perbedaan yang tajam pada profitabilitas di Bursa Efek Indonesia sehingga memunculkan adanya fenomena gap seperti yang dijelaskan pada Tabel 1.1. Dari Tabel 1.1 dapat diketahui inkonsistensi pengaruh variabel struktur modal, pertumbuhan, *capital expenditure*, dan insentif manajer terhadap profitabilitas dan dampaknya pada nilai perusahaan.

Berdasarkan *research problem* dapat dijabarkan pertanyaan penelitian adalah sebagai berikut:

1. Bagaimanakah pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
2. Bagaimanakah pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
3. Bagaimanakah pengaruh *capital expenditure* perusahaan terhadap profitabilitas-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
4. Bagaimanakah pengaruh insentif manajer terhadap profitabilitas-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
5. Bagaimanakah pengaruh struktur modal perusahaan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
6. Bagaimanakah pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
7. Bagaimanakah pengaruh *capital expenditure* perusahaan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
8. Bagaimanakah pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?

9. Bagaimanakah pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
10. Bagaimanakah profitabilitas memoderasi hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan ?
11. Bagaimanakah profitabilitas memoderasi hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan nilai perusahaan ?
12. Bagaimanakah profitabilitas memoderasi hubungan antara *capital expenditure* perusahaan dan nilai perusahaan ?
13. Bagaimanakah profitabilitas memoderasi hubungan antara insentif manajerial dan nilai perusahaan ?

II. PEMBAHASAN

2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

2.1.1. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas

Pemilik sebuah perusahaan mungkin dapat mempergunakan hutang yang berjumlah relatif besar untuk membatasi manajernya. Rasio hutang yang tinggi akan meningkatkan ancaman kebangkrutan untuk menjadi lebih berhati-hati dan tidak menghambur-hamburkan uang para pemegang saham. Kebanyakan pengambilalihan perusahaan dan pembelian melalui hutang dirancang untuk meningkatkan efisiensi dengan mengurangi arus kas bebas yang tersedia bagi para manajer (Brigham & Houston, 2004). Pembelian yang dilakukan oleh manajemen keuangan akan membentuk struktur keuangan yang dapat menunjukkan komposisi perbandingan sumber dana perusahaan dalam membiayai operasional perusahaan. Bagi setiap perusahaan, keputusan dalam pemilihan sumber dana merupakan hal penting sebab hal tersebut akan mempengaruhi struktur keuangan perusahaan, yang akhirnya akan mempengaruhi

profitabilitas.

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 profitabilitas.

Penelitian yang dilakukan oleh Denise dan Robert (2009), menemukan bahwa strategi investasi yang berdasarkan kepemilikan modal dari dalam perusahaan (modal sendiri) memiliki hubungan positif terhadap profitabilitas perusahaan, artinya jika perusahaan memperoleh hasil yang lebih besar dari dana yang dipinjam daripada yang harus dibayar sebagai bunga, maka hasil pengembalian berupa profit untuk para pemilik akan meningkat. Penelitian yang dilakukan oleh Kusumajaya (2011) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Safieddine dan Titman (1997) menemukan bahwa kinerja keuangan perusahaan yang meningkat seiring dengan rekapitalisasi peningkatan *leverage*. Hubungan struktur modal dan profitabilitas didukung oleh teori pecking order, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Kusumajaya (2011).

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 1 sebagai berikut :

H₁ = Struktur modal berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI

2.1.2. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas

Growth mempengaruhi profitabilitas, melalui aset yang dimiliki sehingga berpengaruh terhadap produktivitas dan efisiensi perusahaan

yang pada akhirnya berpengaruh pada profitabilitas. Total aset dipilih sebagai ukuran *growth* dengan mempertimbangkan nilai aset relatif stabil dibandingkan nilai *market capitalized* dan penjualan (Shudarmadji, 2007). Kusumajaya (2011) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas. Hubungan pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas didukung oleh teori signalling, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Francis et al (2011).

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 2 sebagai berikut :

H₂ = Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI

2.1.3. Pengaruh Capital Expenditure Terhadap Profitabilitas

Capital expenditure merupakan pengeluaran uang untuk pembiayaan modal jangka panjang yang hasilnya baru akan diperoleh pada beberapa tahun kemudian. Pengeluaran uang tersebut meliputi pengeluaran uang antara lain untuk pembelian aktiva tetap, biaya pengelolaan limbah, biaya promosi, dan biaya penelitian dan pengembangan. *Capital expenditure* termasuk dalam wilayah kebijakan investasi, dan di arahkan untuk pengembangan atau perluasan usaha agar perusahaan tetap eksis dalam menghadapi setiap persaingan.

Untuk menghasilkan profitabilitas sesuai dengan yang diharapkan, *capital expenditure* harus didukung dengan manajemen aktiva yang baik, termasuk pengelolaan-pengelolaan sumberdaya yang terkait. Usaha-usaha ini baru akan bisa dilihat hasilnya setelah beberapa tahun kemudian, karena ini menyangkut investasi jangka panjang. Kebijakan dalam *capital expenditure* tidak akan terlepas dari kebijakan

pendanaan, sehingga keberhasilan dalam program ini sangat mendukung keberhasilan dalam program pemilihan pembiayaan. Kebijakan ini sejalan dengan teori investasi, yaitu dimaksudkan untuk memperluas kesempatan usaha, dan ini hanya dapat dibenarkan jika profitabilitas yang tercermin melalui profitabilitas baik. Oleh karena itu, sejalan dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dalam *capital expenditure* dimaksudkan untuk meningkatkan profitabilitas.

Menurut Amadi (2005) dalam penelitiannya yang bertajuk *Capital Expenditure And Long-run Profitability* menemukan hubungan positif yang sangat signifikan terhadap profitabilitas. Hubungan *capital expenditure* dan profitabilitas didukung oleh teori pecking order, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sudiyatno et al (2012).

Berdasarkan penjelasan penelitian-penelitian sebelumnya di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 3 sebagai berikut :

H₃ = Capital expenditure berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI

2.1.4. Pengaruh Insentif Manajer Terhadap Profitabilitas

Broussard, Bauchenroth dan Pilotte (2004), menyatakan bahwa ada hubungan antara insentif CEO (*Chief Executive Officer*), *free cash flow*, dan investasi. Pernyataan tersebut mengindikasikan adanya sensitivitas terhadap insentif manajer (*pay-performance*) dapat mengurangi kepelikan masalah agensi terhadap *free cash flow*. Seperti dikemukakan oleh Jensen (1986), konflik antara manajer dan pemilik akan tinggi pada perusahaan yang *free cash flow*-nya besar.

Pada perusahaan dengan *free cash flow* besar konflik antara manajer dan pemilik akan menjadi tinggi, karena manajer akan berusaha menggunakan uang kas tersebut untuk investasi

bukan dibagikan sebagai *cash dividend* kepada pemilik. Untuk mengurangi konflik tersebut, manajer diberi kompensasi berupa bonus saham agar manajer juga terlibat dalam kepemilikan sehingga *agency conflict* dapat dikurangi. Seperti dijelaskan dalam *agency theory*, Byrd, Parrino dan Pritsch (1998), menyatakan bahwa pengendalian terhadap *agency conflict* dapat dilakukan dengan beberapa mekanisme, antara lain: *compensation, stock ownership, the board of directors, the managerial labor market, the market for corporate control, blockholders and activist investor, serta debt and dividends*.

Bambang Sudiyatno (2011) dalam penelitiannya menemukan bahwa insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas yang tercermin melalui profitabilitas (ROA). Pemberian bonus saham kepada manajer dapat memotivasi manajer untuk bekerja lebih baik, sehingga profitabilitas meningkat. Hubungan insentif manajer dan profitabilitas didukung oleh teori *agency*, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sudiyatno et al (2012).

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 4 sebagai berikut :

H₄ = Insentif manajer berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI

2.1.5. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Pada tahun 1958 Modigliani dan Miller (MM) menunjukkan bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal, bukti tersebut dengan berdasarkan serangkaian asumsi antara lain, tidak ada biaya broker (pialang), tidak ada pajak, tidak ada kebangkrutan, para investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perseroan, semua investor mempunyai informasi

yang sama, EBIT tidak dipengaruhi oleh biaya hutang. Hasil tersebut menunjukkan kondisi-kondisi dimana struktur modal tidak relevan, MM juga memberikan petunjuk agar struktur modal menjadi relevan sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2001).

Pada tahun 1963 MM menerbitkan makalah lanjutan yang melemahkan asumsi tidak ada pajak perseroan. Peraturan perpajakan memperbolehkan pengurangan bunga sebagai beban, tetapi pembayaran deviden kepada pemegang saham tidak dapat dikurangi. Hasil penelitian mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang dalam struktur modal. Kesimpulan ini diubah oleh Miller ketika memasuki efek dari pajak perseroan. Miller berpendapat bahwa investor bersedia menerima pengembalian atas saham sebelum pajak yang relatif rendah dibandingkan dengan pengembalian atas obligasi sebelum pajak (Brigham dan Houston, 2001).

Hasil-hasil MM yang tidak relevan juga tergantung pada asumsi tidak adanya biaya kebangkrutan. Perusahaan yang bangkrut mempunyai biaya hukum dan akutansi yang tinggi, dan mereka juga sulit untuk menahan pelanggan, pemasok dan karyawan. Bahkan kebangkrutan sering memaksa suatu perusahaan melikuidasi atau menjual hartanya dengan harga dibawah harga seandainya perusahaan beroperasi. Biaya yang terkait dengan kebangkrutan, yaitu: 1) profitabilitas terjadinya, 2) biaya-biaya yang timbul bila kesulitan keuangan akan muncul. Perusahaan yang labanya lebih labil, bila semua hal lain sama, menghadapi biaya kebangkrutan yang lebih besar sehingga harus lebih sedikit hutang daripada perusahaan yang stabil (Brigham dan Houston, 2001).

Teori *trade-off* dari *leverage* adalah teori yang menjelaskan bahwa struktur modal yang optimal ditemukan dengan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan hutang

(perlakukan pajak perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan kebangkrutan yang lebih tinggi (Brigham dan Houston, 2001). Biaya dari hutang dihasilkan dari 1) peningkatan kemungkinan kebangkrutan yang disebabkan oleh kewajiban hutang yang tergantung pada risiko bisnis dan risiko keuangan, 2) biaya agen dan pengendalian tindakan perusahaan, 3) biaya yang berkaitan dengan manajer yang mempunyai informasi yang lebih banyak tentang prospek perusahaan daripada investor (Sriwardany, 2006).

Jika pendekatan Modigliani dan Miller dalam kondisi ada pajak penghasilan perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat terus karena penggunaan hutang yang semakin besar. Tetapi perlu diingat bahwa bila sekarang dari *financial distress* dan nilai sekarang adalah *agency cost* dapat mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan yang memiliki *leverage* (Sartono, 2001).

Trade-off theory menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, setiap jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, dengan asumsi titik target struktur modal optimal belum tercapai, maka berdasarkan *trade-off theory* memprediksi adanya hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan.

Solihah dan Taswan (2002) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Driffield et al (2007) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa adanya pengaruh yang signifikan untuk struktur kepemilikan terhadap leverage (DAR) dan nilai perusahaan (*Tobin'Q*) di Indonesia, Korea, Malaysia, dan tidak signifikan di Thailand. Penelitian yang dilakukan Syarif (2007) menemukan bahwa peningkatan hutang mampu

meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan penelitian dengan hasil yang berbeda dilakukan oleh Arijit (2008) menunjukkan bahwa penggunaan *leverage* ternyata berdampak negatif terhadap kesempatan peningkatan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

Ekayana (2007) dan Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang menemukan bahwa kebijakan hutang yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) dan ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap *price book value* (PBV). Sedangkan Chen (2002) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh secara positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, Chen juga membuktikan bahwa nilai perusahaan akan meningkat jika perusahaan memilih tidak ada hutang pada struktur modal pada perusahaan Belanda. Hubungan insentif manajer dan nilai perusahaan didukung oleh teori *pecking order*, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Uchida (2006)

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 5 sebagai berikut :

H₅ = Struktur modal perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI

2.1.6. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, dalam hubungannya dengan *leverage*, sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi 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. Pertumbuhan perusahaan

yang cepat maka semakin besar kebutuhan dana untuk ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai deviden tetapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. 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).

Kallapur dan Trombley (1999) Realisasi pertumbuhan perusahaan diukur dengan nilai pertumbuhan perusahaan yang meliputi pertumbuhan aktiva dan ekuitas. Aktiva perusahaan menunjukkan keputusan penggunaan dana atau keputusan investasi pada masa lalu. Aktiva didefinisikan sebagai sumber daya yang mempunyai potensi memberikan manfaat ekonomis pada perusahaan dimasa yang akan datang. Sumber daya yang mampu menghasilkan aliran kas masuk (*cash inflow*) atau mengurangi kemampuan kas keluar (*cash outflow*) bisa disebut sebagai aktiva. Sumber daya tersebut akan diakui sebagai aktiva perusahaan memperoleh hak penggunaan aktiva tersebut sebagai hasil transaksi atau pertukaran pada masa lalu dan manfaat ekonomis masa mendatang bisa diukur, dikuantifikasikan dengan tingkat ketepatan yang memadai.

Pertumbuhan adalah dampak atas arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan atau penurunan volume usaha (Helfert, 1997). 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.

Stulz (1990) menemukan bukti bahwa perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang rendah, maka rasio hutang berhubungan secara positif dengan nilai perusahaan. Sedangkan perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang tinggi, maka rasio hutang berhubungan secara negatif dengan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan sangat tergantung pada keberadaan kesempatan pertumbuhan. Penelitian yang dilakukan oleh Sriwardany (2006) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap harga perubahan saham, hal ini berarti bahwa informasi tentang adanya pertumbuhan perusahaan akan direspon positif oleh investor, sehingga akan meningkatkan harga saham. Senada dengan Sriwardany, Kusumajaya (2011) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hubungan pertumbuhan perusahaan dan nilai perusahaan didukung oleh teori signalling, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Francis et al (2011)

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 6 sebagai berikut :

$H_6 =$ Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI

2.1.7. Pengaruh *Capital Expenditure* Terhadap Nilai Perusahaan

Manajer sebagai agen yang ditunjuk oleh pemilik (*principal*) untuk menjalankan perusahaan seperti dijelaskan dalam *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976), dalam praktiknya dapat menyimpang dari keinginan pemilik. Manajer akan berusaha untuk mengembangkan perusahaan melalui kebijakan-kebijakan yang diambilnya, terutama

pada saat dia dihadapkan pada suatu pilihan investasi. Pilihan investasi sebenarnya merupakan opsional manajer dari peluang investasi, dan ini akan tergantung pada kebijakan manajer. Manajer memiliki dua pilihan, yaitu menerima atau menolak investasi, dan ini sangat tergantung pada ketersediaan pendanaan serta manajer dalam menghadapi risiko.

Pilihan untuk menerima investasi, berarti manajer harus menyiapkan dana untuk membiayai investasi tersebut. Pengeluaran dana untuk membiayai investasi ini merupakan bagian dari *capital expenditure* yang manfaatnya baru akan diperoleh setelah beberapa tahun kemudian. Terlepas dari sumber dana yang digunakan untuk membiayai *capital expenditure* ini, maka jika suatu investasi sudah dipilih berarti ada harapan dari investasi tersebut untuk menambah kekayaan pemilik. Hal ini disebabkan karena investasi yang dipilih adalah investasi yang memberikan NPV positif, dan semakin besar nilai NPV, semakin besar pula tambahan kekayaan untuk pemilik.

McConnel & Muscarella (1985), menyatakan bahwa investasi positif mempengaruhi nilai perusahaan. Artinya jika investasi ditingkatkan, maka nilai perusahaan akan meningkat. Mengingat bahwa pengeluaran biaya untuk keperluan investasi adalah bagian dari *capital expenditure*, maka berarti *capital expenditure* juga positif mempengaruhi nilai perusahaan. Hubungan *capital expenditure* dan nilai perusahaan didukung oleh teori pecking order, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sudyatno et al (2012)

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 7 sebagai berikut :

H₇ = *Capital expenditure* perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI

2.1.8. Pengaruh Insentif Manajer Terhadap Nilai Perusahaan

Beberapa pendapat telah mendukung kompensasi eksekutif sebagai salah satu instrumen untuk mengendalikan perusahaan. *Agency theory* menjelaskan bahwa untuk mengendalikan *agency conflict* dapat dilakukan dengan memberikan kompensasi kepada manajer. Kompensasi yang diberikan dapat berupa gaji, bonus, tunjangan kesehatan atau fasilitas-fasilitas lainnya untuk menunjang kegiatan manajer dalam mengelola perusahaan.

Bonus saham adalah salah satu insentif yang dapat diberikan kepada manajer sebagai bentuk kompensasi agar manajer mau bertindak sesuai dengan keinginan pemilik. Insentif manajer dalam bentuk bonus saham akan membawa konsekuensi bagi manajer, yaitu meningkatnya kepemilikan oleh manajer (*insider ownership*). Meningkatnya kepemilikan oleh manajer akan mendorong manajer bertindak lebih rasional dalam mengambil keputusan, karena manajer sebagai pemilik akan ikut menanggung konsekuensi dari keputusannya.

Seperti dijelaskan sebelumnya bahwa hipotesis biaya agensi dari utang (Jensen dan Meckling, 1976), menyatakan bahwa kompensasi manajerial tergantung tidak hanya pada hubungan keagenan antara pemilik dan manajer, tetapi juga pada kebutuhan untuk mengurangi konflik antara pemilik dan kreditor berkenaan dengan kebijakan investasi. Jadi, insentif manajer dapat mengurangi masalah keagenan (Jensen dan Meckling, 1976), yaitu dengan menurunnya konflik kepentingan antara manajer dengan pemilik, dan antara manajer sebagai pemilik dengan kreditor. Manajer akan lebih memperhatikan kepentingan pemilik dimana manajer sebagai bagian dari pemilik. Oleh karena itu, maka semakin besar insentif yang diberikan kepada manajer, akan semakin rendah konflik yang terjadi antara manajer dan pemilik. Hubungan insentif manajer dan nilai

perusahaan didukung oleh teori agency, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Lilling (2006)

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 8 sebagai berikut :

H₈ = Insentif manajer berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI

2.1.9. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen seperti dijelaskan dalam teori pensignalan atau *signaling theory* (Leyland & Pyle, 1977), menyatakan bahwa manajer diasumsikan cenderung mempertahankan kebijakan dividen pada tingkat tertentu, karena dividen akan direspon oleh investor luar sebagai signal yang disampaikan oleh perusahaan. Brook, Charlton, dan Hendershoot (1998), menyatakan bahwa dividen tinggi dapat digunakan sebagai signal peningkatan aliran kas pada masa datang. Mengacu dari teori tersebut, maka profitabilitas yang di wakili oleh profitabilitas (ROA) juga dapat dipakai untuk merespon investor luar sebagai signal informasi tentang adanya aliran kas pada masa datang, karena ROA diperoleh dari laba bersih sesudah pajak yang digunakan sebagai dasar perhitungan aliran kas bersih.

Profitabilitas akan dipandang sebagai barometer keberhasilan perusahaan dalam menerapkan kebijakan yang telah diambilnya. Jadi, jika profitabilitas yang di tunjukan oleh rasio profitabilitas baik, yang ditunjukan oleh besarnya ROA, maka investor luar akan meresponnya dengan menanamkan investasinya pada perusahaan. Hal ini dapat mendorong harga pasar saham perusahaan naik, dan dengan naiknya harga pasar saham perusahaan berarti nilai perusahaan juga naik. Sesuai dengan hasil penelitian Sudyatno (2010) yang mengungkapkan bahwa profitabilitas melalui ROA

berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hubungan profitabilitas melalui profitabilitas dan nilai perusahaan didukung oleh teori signalling, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Uchida (2006)

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 9 sebagai berikut :

H₉ = Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI

2.1.10. Peranan Profitabilitas Memoderasi Hubungan Antara Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan

Menurut Horne dan Wachowicz (2001) tujuan perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Untuk meningkatkan nilai perusahaan ini, perusahaan dituntut untuk menghasilkan laba pada setiap kegiatan operasinya. Tingkat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba ini dapat tercermin dalam *Return on Asset* (ROA) perusahaan. ROA merupakan cerminan seberapa baik kinerja suatu perusahaan melalui hasil implementasi kebijakan strategis perusahaan dalam usaha meningkatkan nilai perusahaan pada tujuan utamanya.

Profitabilitas dalam penelitian ini akan di uji peranannya sebagai variabel *intervening*, hal ini dikarenakan profitabilitas bukan merupakan tujuan perusahaan, tujuan perusahaan adalah kemakmuran pemegang saham, dimana bagaimana perusahaan tersebut mampu berkembang dengan memberikan suatu value bagi perusahaan dalam memberikan kemakmuran bagi pemegang saham. Perusahaan yang berkembang dimasa mendatang, memerlukan pengelolaan investasi yang tepat dalam bentuk kinerja yang baik guna mendapatkan nilai perusahaan yang menguntungkan.

Kusumajaya (2011) dalam penelitiannya menemukan bahwa profitabilitas berperan

sebagai variabel *intervening* yang memediasi hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 10 sebagai berikut :

H₁₀ = Profitabilitas memoderasi hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan.

2.1.11. Peranan Profitabilitas Memoderasi Hubungan Antara Pertumbuhan Perusahaan Dan Nilai Perusahaan

Asset merupakan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Pemanfaatan aktiva ini secara maksimal akan berimplikasi terhadap profitabilitas. Semakin besar asset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan. Sesuai dengan temuan Kouser et al (2011) dalam penelitiannya bahwa peningkatan pertumbuhan asset berimplikasi positif terhadap peningkatan profitabilitas.

Peningkatan asset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan investor terhadap perusahaan. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan kedalam perusahaan dijamin oleh besarnya asset yang dimiliki perusahaan, Robert Ang (1997).

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 11 sebagai berikut :

H₁₁ = Profitabilitas memoderasi hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan nilai perusahaan.

2.1.12. Peranan Profitabilitas Memoderasi Hubungan Antara Capital Expenditure Perusahaan Dan Nilai Perusahaan

Capital expenditure merupakan pengeluaran uang dalam rangka pembelian aktiva tetap, biaya pengelolaan limbah, biaya promosi, dan biaya R&D (*Research and Development*). Pengeluaran ini termasuk dalam bentuk

pembiayaan modal jangka panjang yang hasilnya baru akan dirasakan manfaatnya pada beberapa tahun kemudian. *Capital expenditure* termasuk dalam wilayah kebijakan investasi yang diarahkan untuk pengembangan atau perluasan usaha guna mempersiapkan perusahaan dalam rangka menghadapi setiap persaingan dalam lingkungan bisnis.

Capital expenditure sebagai bentuk kebijakan investasi akan dinilai berjalan dengan baik apabila mampu meningkatkan profitabilitas, dalam hal ini dapat dikaitkan dengan tingkat profitabilitas perusahaan yang meningkat. McConnel & Muscarella (1985), menyatakan bahwa investasi positif mempengaruhi nilai perusahaan. Artinya jika investasi ditingkatkan, maka nilai perusahaan akan meningkat. Mengingat bahwa pengeluaran biaya untuk keperluan investasi adalah bagian dari *capital expenditure*, maka berarti *capital expenditure* juga positif mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 12 sebagai berikut :

H₁₂ = Profitabilitas memoderasi hubungan antara *capital expenditure* dan nilai perusahaan.

2.1.13. Peranan Profitabilitas Memoderasi Hubungan Antara Insentif Manajerial Dan Nilai Perusahaan

Broussard, Bauchenroth dan Pilotte (2004), menyatakan bahwa ada hubungan antara insentif CEO (*Chief Executive Officer*), *free cash flow*, dan investasi. Berkaitan dengan hal itu, konflik antara manajer dan pemilik akan tinggi pada perusahaan yang *free cash flow*-nya besar, Jensen (1986). Konflik ini muncul akibat dari kecenderungan para manajer untuk menggunakan uang kas tersebut untuk kebutuhan investasi perusahaan dengan tujuan meningkatkan profitabilitas. Pada lain sisi pemilik perusahaan menginginkan uang kas tersebut dibagikan dalam bentuk *cash dividend*. Sebagai

jalan untuk mengurangi *agency conflict* tersebut, saham bonus diberikan terhadap para manajer agar para manajer terlibat dalam kepemilikan perusahaan.

Penanganan terhadap *agency conflict* bertujuan untuk membuat manajer lebih fokus dalam menjalankan tugasnya sebagai agen, hal ini dapat meningkatkan profitabilitas, karena manajer sudah tidak dihadapkan lagi pada masalah keagenan. Oleh karena itu, semakin tinggi insentif yang diterima oleh manajer akan meningkatkan profitabilitas. Profitabilitas yang baik dapat tercermin melalui profitabilitasnya, yang selanjutnya dapat meningkatkan nilai perusahaan di mata investor.

Sudiyatno (2010) dalam penelitiannya menemukan bahwa profitabilitas memediasi hubungan antara insentif manajer dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 12 sebagai berikut :

H₁₃ = Profitabilitas memoderasi hubungan antara insentif manajer dan nilai perusahaan.

2.2. Kerangka Pemikiran Teoritis

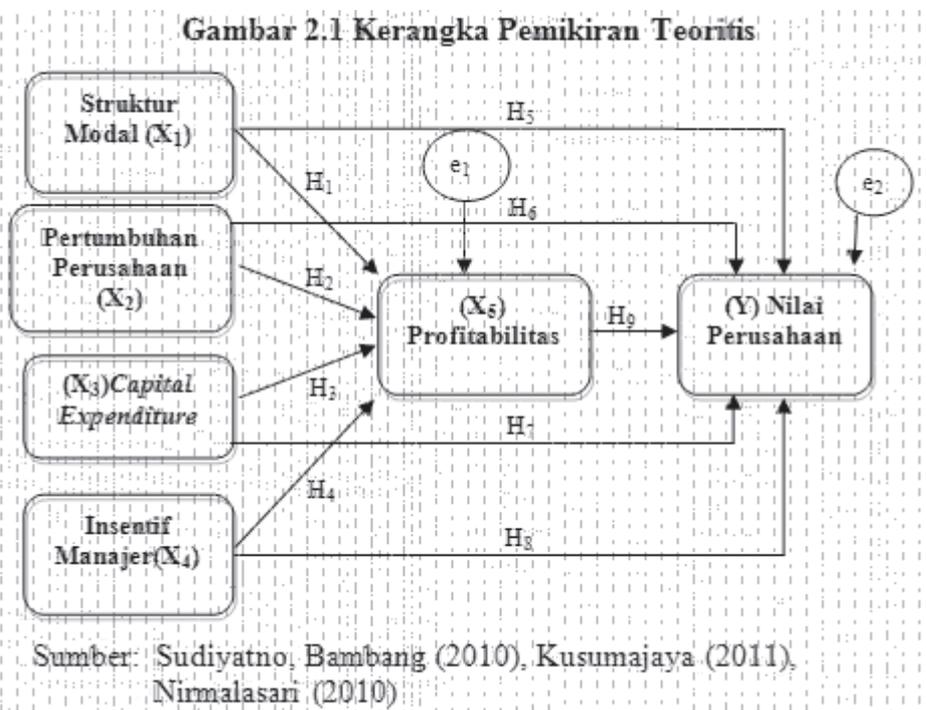
Kerangka pemikiran teoritis penelitian ini dapat di gambarkan pada gambar 2.1.

2.3. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan pengembangan hipotesis yang bersumber pada kajian pustaka dan hasil penelitian-penelitian sebelumnya, maka hipotesis penelitian adalah sebagai berikut:

- 1) Struktur modal berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI
- 2) Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber: Sudiyatno, Bambang (2010), Kusumajaya (2011), Nirmalasan (2010)

- 3) *Capital expenditure* berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI
- 4) Insentif manajer berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI
- 5) Struktur modal perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI
- 6) Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI
- 7) *Capital expenditure* perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI
- 8) Insentif manajer berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI
- 9) Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI
- 10) Profitabilitas memoderasi hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan.
- 11) Profitabilitas memoderasi hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan nilai perusahaan.
- 12) Profitabilitas memoderasi hubungan antara *capital expenditure* dan nilai perusahaan.
- 13) Profitabilitas memoderasi hubungan insentif manajer dan nilai perusahaan.

III. METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sesuai publikasi *Indonesian capital market directory* (ICMD). Pemilihan sampel perusahaan manufaktur karena perusahaan manufaktur merupakan perusahaan terbanyak di Bursa Efek Indonesia. Jumlah populasi sebanyak 151 perusahaan manufaktur.

Data yang digunakan dalam penelitian adalah data *time series* dan *cross section (pooling data)*, dan berdasarkan kriteria teknik sampling tersebut di atas, maka jumlah sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 26 perusahaan. Teknik analisis menggunakan regresi berganda dan sobel test.

IV. PEMBAHASAN

4.1. Pengujian Hipotesis

Analisis regresi dilakukan setelah melalui pengujian penyimpangan terhadap asumsi klasik di atas yang menurut Algifari (1997) bahwa penyimpangan asumsi klasik yang sangat berpengaruh terhadap pola perubahan variabel dependen adalah multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Sedangkan penyimpangan asumsi klasik lainnya sedikit atau bahkan tidak berpengaruh terhadap pola perubahan variabel dependen. Berdasarkan hasil pengujian asumsi klasik tersebut menunjukkan bahwa model penelitian yang digunakan telah memenuhi persyaratan analisis regresi.

Sesuai output SPSS versi 11.5 bahwa keempat variabel independen tersebut (struktur modal, pertumbuhan perusahaan, capital expenditure, dan insentif manajer) secara bersama-sama berpengaruh terhadap profitabilitas seperti ditunjukkan pada tabel 4.1.

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 10,990 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat kepercayaan yang digunakan 5%, berarti terdapat pengaruh yang signifikan variabel-variabel struktur modal, pertumbuhan perusahaan, capital expenditure, dan insentif manajer secara bersama-sama terhadap variabel profitabilitas atau dengan kata lain model layak (*goodness of fit*).

Sedangkan pengaruh kelima variabel independen (struktur modal, pertumbuhan

Tabel 4.1

Hasil Perhitungan Uji F Persamaan 1

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2227,000	4	556,750	10,990	,000 ^a
	Residual	8105,853	160	50,662		
	Total	10332,853	164			

a. Predictors: (Constant), Insentif, Pertumbuhan, Struk.Mod, Capex

b. Dependent Variable: Profitabilitas

Sumber: Output SPSS (2013)

perusahaan, capital expenditure, dan insentif manajer, profitabilitas) secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan seperti ditunjukkan pada tabel 4.2.

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 4,594 dan nilai signifikansi sebesar 0,001. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat kepercayaan yang digunakan 5%, berarti terdapat pengaruh yang signifikan variabel-variabel struktur modal, pertumbuhan

perusahaan, capital expenditure, insentif manajer, dan profitabilitas secara bersama-sama terhadap variabel nilai perusahaan atau dengan kata lain model layak (*goodness of fit*).

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,296 atau 29,6% hal ini berarti hanya 29,6% variasi profitabilitas yang bisa dijelaskan oleh variasi dari keempat variabel bebas yaitu: struktur modal, pertumbuhan perusahaan, capital expenditure, dan insentif manajer sedangkan

Tabel 4.2

Hasil Perhitungan Uji F Persamaan 2

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	55,667	5	11,133	4,594	,001 ^a
	Residual	385,348	159	2,424		
	Total	441,015	164			

a. Predictors: (Constant), Profitabilitas, Pertumbuhan, Insentif, Struk.Mod, Capex

b. Dependent Variable: Nilai

Sumber: Output SPSS (2013)

Tabel 4.3 Persamaan 1
Adjusted R²

Model Summary ^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.464 ^a	.322	.296	1,11769

a. Predictors: (Constant), Insentif, Pertumbuhan, Struk. Mod, Capex

b. Dependent Variable: Kinerja

Sumber: Output SPSS (2013)

sisanya sebesar 70,4% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model. Besarnya nilai *Adjusted R²* dapat dijelaskan pada Tabel 4.3.

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,399 atau 39,9% hal ini berarti hanya 39,9% variasi nilai perusahaan yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu: struktur modal, pertumbuhan perusahaan, capital expenditure, insentif manajer dan profitabilitas. sedangkan sisanya sebesar 60,1% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model. Besarnya nilai *Adjusted R²* dapat dijelaskan pada Tabel 4.4.

Sementara itu secara parsial pengaruh dari keempat variabel independen (struktur modal, pertumbuhan perusahaan, capital expenditure, dan insentif manajer) tersebut terhadap profitabilitas ditunjukkan pada tabel 4.5.

Dari tabel 4.5, diketahui besarnya nilai koefisien regressi dari masing-masing variabel struktur modal, pertumbuhan perusahaan, capital expenditure, dan insentif manajer masing-masing sebesar 0,206; 0,042; 0,301; dan 0,177, sehingga dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{Profitabilitas} = 0,206 \text{ Struktur Modal} + 0,042 \text{ Pertumbuhan} + 0,301 \text{ Capital Expenditure} + 0,177 \text{ Insentif Manajer}$$

Sementara itu secara parsial pengaruh dari kelima variabel independen tersebut terhadap nilai perusahaan ditunjukkan pada tabel 4.6.

Dari tabel 4.6 diketahui besarnya nilai koefisien regressi dari masing-masing variabel

Tabel 4.4
Adjusted R² Persamaan 2

Model Summary ^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.555 ^a	.426	.399	1,55678

a. Predictors: (Constant), Kinerja, Pertumbuhan, Insentif, Struk.Mod, Capex

b. Dependent Variable: Nilai

Sumber: Output SPSS (2013)

Tabel 4.5
Hasil Perhitungan Regresi Parsial Persamaan 1

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	19,126	2,088		9,163	,000
	Struk.Mod	1,989	,788	,206	2,525	,013
	Pertumbuhan	,670	1,132	,042	,592	,555
	Capex	23,882	6,504	,301	3,672	,000
	Insentif	2,836	1,157	,177	2,452	,015

a. Dependent Variable: Profitabilitas

Sumber: Output SPSS (2013)

struktur modal, pertumbuhan perusahaan, capital expenditure, dan insentif manajer dan profitabilitas masing-masing sebesar 0,244; 0,013; 0,154; 0,069 dan 0,322, sehingga dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{Nilai Perusahaan} = 0,244 \text{ Struktur Modal} + 0,013 \text{ Pertumbuhan} + 0,154 \text{ Capital Expenditure} + 0,069 \text{ Insentif Manajer} + 0,322 \text{ Profitabilitas}$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut di atas dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Uji Hipotesis 1: Pengaruh Struktur Modal terhadap Profitabilitas

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,525) dan nilai signifikansi sebesar 0,013. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis (H1) diterima, yang berarti terdapat pengaruh

Tabel 4.6
Hasil Perhitungan Regresi Parsial Persamaan 2

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	5,013	,564		8,891	,000
	Struk.Mod	,488	,176	,244	2,775	,006
	Pertumbuhan	,044	,248	,013	,177	,860
	Capex	2,521	1,181	,154	2,135	,041
	Insentif	,528	,258	,069	2,046	,043
	Profitabilitas	,066	,017	,322	3,842	,000

a. Dependent Variable: Nilai

Sumber: Output SPSS (2013)

signifikan antara variabel perubahan struktur modal terhadap variabel perubahan profitabilitas. Strategi investasi yang berdasarkan kepemilikan modal dari dalam perusahaan (modal sendiri) memiliki hubungan positif terhadap profitabilitas perusahaan, artinya jika perusahaan memperoleh hasil yang lebih besar dari dana yang dipinjam daripada yang harus dibayar sebagai bunga, maka hasil pengembalian berupa profit untuk para pemilik akan meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan struktur modal akan menambah modal perusahaan, hal ini memberikan keleluasaan bagi manajer perusahaan untuk menempatkan assetnya pada proyek investasi yang menguntungkan yang mengakibatkan meningkatnya percepatan profitabilitas.

2. Uji Hipotesis 2: Pengaruh Pertumbuhan terhadap Profitabilitas

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,592) dengan nilai signifikansi sebesar 0,555. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis (H2) ditolak, yang berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel pertumbuhan perusahaan dengan variabel profitabilitas. *Growth* mempengaruhi profitabilitas, melalui aset yang dimiliki sehingga berpengaruh terhadap produktivitas dan efisiensi perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada profitabilitas. Total aset dipilih sebagai ukuran *growth* dengan mempertimbangkan nilai aset relatif stabil dibandingkan nilai *market capitalized* dan penjualan. Hal ini bahwa menunjukkan peningkatan pertumbuhan perusahaan tidak berdampak pada besar kecilnya profitabilitas perusahaan.

3. Uji Hipotesis 3: Pengaruh Capital Expenditure terhadap Profitabilitas

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (3,672) dan nilai

signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis (H3) diterima yang berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel *capital expenditure* dengan variabel profitabilitas. Kebijakan dalam *capital expenditure* tidak akan terlepas dari kebijakan pendanaan, sehingga keberhasilan dalam program ini sangat mendukung keberhasilan dalam program pemilihan pembiayaan.

Untuk menghasilkan profitabilitas sesuai dengan yang diharapkan, *capital expenditure* harus didukung dengan manajemen aktiva yang baik, termasuk pengelolaan-pengelolaan sumberdaya yang terkait. Usaha-usaha ini baru akan bisa dilihat hasilnya setelah beberapa tahun kemudian, karena ini menyangkut investasi jangka panjang. Kebijakan dalam *capital expenditure* tidak akan terlepas dari kebijakan pendanaan, sehingga keberhasilan dalam program ini sangat mendukung keberhasilan dalam program pemilihan pembiayaan. Kebijakan ini sejalan dengan teori investasi, yaitu dimaksudkan untuk memperluas kesempatan usaha, dan ini hanya dapat dibenarkan jika profitabilitas yang tercermin melalui profitabilitas baik. Oleh karena itu, sejalan dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dalam *capital expenditure* dimaksudkan untuk meningkatkan profitabilitas. Kebijakan ini sejalan dengan teori investasi, yaitu dimaksudkan untuk memperluas kesempatan usaha, dan ini hanya dapat dibenarkan jika profitabilitas perusahaan meningkat. Oleh karena itu, sejalan dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dalam *capital expenditure* dimaksudkan untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan.

4. Uji Hipotesis 4: Pengaruh Insentif Manajer terhadap Profitabilitas

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,452) dan nilai signifikansi sebesar 0,015. Karena nilai

signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis (H4) diterima yang berarti terdapat pengaruh signifikan positif antara variabel insentif manajer dengan variabel profitabilitas. Ada hubungan antara insentif CEO (*Chief Executive Officer*), *free cash flow*, dan investasi. Pernyataan tersebut mengindikasikan adanya sensitivitas terhadap insentif manajer (*pay-performance*) dapat mengurangi kepelikan masalah agensi terhadap *free cash flow*. Hal ini menunjukkan bahwa Pemberian bonus saham kepada manajer dapat memotivasi manajer untuk bekerja lebih baik, sehingga profitabilitas perusahaan meningkat.

5. Uji Hipotesis 5: Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,775) dan nilai signifikansi sebesar 0,006. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis (H5) diterima, yang berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel struktur modal terhadap variabel nilai perusahaan. nilai perusahaan akan meningkat jika perusahaan memilih tidak ada hutang pada struktur modal pada perusahaan. Hubungan insentif manajer dan nilai perusahaan didukung oleh teori pecking order, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Uchida (2006).

6. Uji Hipotesis 6: Pengaruh Pertumbuhan terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,177) dengan nilai signifikansi sebesar 0,860. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis (H6) ditolak, yang berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel pertumbuhan perusahaan dengan variabel nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan yang cepat maka semakin besar kebutuhan dana untuk ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan

perusahaan untuk menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai deviden tetapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. Potensi pertumbuhan ini dapat diukur dari besarnya biaya penelitian dan pengembangan. Semakin besar *R&D cost*-nya maka berarti ada prospek perusahaan untuk tumbuh. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan perusahaan tidak berdampak pada besar kecilnya nilai perusahaan.

7. Uji Hipotesis 7: Pengaruh Capital Expenditure terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,135) dan nilai signifikansi sebesar 0,041. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis (H7) diterima, yang berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel capital expenditure terhadap variabel nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa percepatan perubahan aset tidak berdampak pada besar kecilnya percepatan perubahan nilai perusahaan. Pilihan untuk menerima investasi, berarti manajer harus menyiapkan dana untuk membiayai investasi tersebut. Pengeluaran dana untuk membiayai investasi ini merupakan bagian dari *capital expenditure* yang manfaatnya baru akan diperoleh setelah beberapa tahun kemudian. Terlepas dari sumber dana yang digunakan untuk membiayai *capital expenditure* ini, maka jika suatu investasi sudah dipilih berarti ada harapan dari investasi tersebut untuk menambah kekayaan pemilik. Hal ini disebabkan karena investasi yang dipilih adalah investasi yang memberikan NPV positif, dan semakin besar nilai NPV, semakin besar pula tambahan kekayaan untuk pemilik.

8. Uji Hipotesis 8: Pengaruh Insentif Manajer terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,046) dan nilai

signifikansi sebesar 0,043. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis (H8) diterima, yang berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel insentif manajer terhadap variabel nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa insentif manajer dapat mengurangi masalah keagenan, yaitu dengan menurunkannya konflik kepentingan antara manajer dengan pemilik, dan antara manajer sebagai pemilik dengan kreditor. Manajer akan lebih memperhatikan kepentingan pemilik dimana manajer sebagai bagian dari pemilik. Oleh karena itu, maka semakin besar insentif yang diberikan kepada manajer, akan semakin rendah konflik yang terjadi antara manajer dan pemilik

9. Uji Hipotesis 9: Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (3,842) dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis (H9) diterima, yang berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel profitabilitas terhadap variabel nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas akan dipandang sebagai barometer keberhasilan perusahaan dalam menerapkan kebijakan yang telah diambilnya. Jadi, jika profitabilitas perusahaan baik, yang ditunjukkan oleh besarnya ROA, maka investor luar akan meresponnya dengan menanamkan investasinya pada perusahaan. Hal ini dapat mendorong harga pasar saham perusahaan naik, dan dengan naiknya harga pasar saham perusahaan berarti nilai perusahaan juga naik.

4.2. Uji Mediasi

Model penelitian ini menggunakan variabel inter-

vening komitmen organisasional. Besarnya pengaruh tidak langsung dari suatu variabel dapat diperoleh dengan mengalikan nilai koefisien *standardized* dari pengaruh-pengaruh tidak langsung tersebut (Ghozali, 2002)

Secara umum perpaduan model 1 dan model 2 dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh tidak langsung dari masing-masing variabel.

Besarnya pengaruh tidak langsung dari masing-masing variabel diperoleh sebagai berikut :

4.2.1. Uji Mediasi Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

Pengaruh langsung diperoleh dari nilai beta dari struktur modal terhadap nilai perusahaan, sedangkan pengaruh tidak langsung variabel struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas diperoleh dengan mengalikan pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas dengan pengaruh profitabilitas organisasi terhadap nilai perusahaan sebagai berikut:

Pengaruh langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan = 0,488

Pengaruh tidak langsung melalui profitabilitas = 1,989 x 0,066 = 0,131

Total pengaruh = 0,488 + 0,131 = 0,619

$$S_{p2p3} = \sqrt{p3^2 \cdot Sp2^2 + p2^2 \cdot Sp3^2 + Sp22 \cdot Sp3^2}$$

$$S_{p2p3} = \sqrt{(0,066)^2 (0,788)^2 + (1,989)^2 (0,017)^2 + (0,788)^2 (0,017)^2}$$

$$S_{p2p3} = \sqrt{0,002705 + 0,001143 + 0,000179}$$

$$S_{p2p3} = 0,004028$$

Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien (p_1 dan p_2) sebesar 0,131 signifikan atau tidak, diuji dengan sobel test. Perhitungan sobel test melalui standard error, perhitungan Standar error dari koefisien indirect effect ($S_{p_2p_3}$)

Berdasarkan hasil $S_{p_2p_3}$ maka dapat dihitung nilai t statistik pengaruh mediasi dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{p_2p_3}{S_{p_2p_3}} = \frac{0,131274}{0,004028} = 32,59$$

Oleh karena nilai t hitung = 32,59 lebih besar dari t tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu sebesar 1,96, maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi 0,131 signifikan yang berarti ada pengaruh mediasi. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 10 diterima sehingga profitabilitas memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

4.2.2. Uji Mediasi Pengaruh Pertumbuhan terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

Pengaruh langsung diperoleh dari nilai beta dari pertumbuhan terhadap nilai perusahaan, sedangkan pengaruh tidak langsung variabel struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas diperoleh dengan mengalikan pengaruh pertumbuhan terhadap profitabilitas dengan pengaruh profitabilitas organisasi terhadap nilai perusahaan sebagai berikut:

Pengaruh langsung pertumbuhan terhadap nilai perusahaan = 0,044

Pengaruh tidak langsung melalui profitabilitas = $0,670 \times 0,066 = 0,044$

Total pengaruh = $0,044 + 0,044 = 0,088$

Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien (p_1 dan p_2) sebesar 0,044

signifikan atau tidak, diuji dengan sobel test. Perhitungan sobel test melalui standard error, perhitungan Standar error dari koefisien indirect effect ($S_{p_2p_3}$)

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{(0,066)^2 (0,788)^2 + (1,989)^2 (0,0017)^2 + (0,788)^2 (0,017)^2}$$

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{0,002705 + 0,001143 + 0,000174}$$

$$S_{p_2p_3} = 0,004028$$

Berdasarkan hasil $S_{p_2p_3}$ maka dapat dihitung nilai t statistik pengaruh mediasi dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{p_2p_3}{S_{p_2p_3}} = \frac{0,131274}{0,004028} = 32,59$$

Oleh karena nilai t hitung = 7,27 lebih besar dari t tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu sebesar 1,96, maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi 0,044 signifikan yang berarti ada pengaruh mediasi. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 11 diterima sehingga profitabilitas memediasi pengaruh pertumbuhan terhadap nilai perusahaan.

4.2.3. Uji Mediasi Pengaruh Capital Expenditure terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

Pengaruh langsung diperoleh dari nilai beta dari capital expenditure terhadap nilai perusahaan, sedangkan pengaruh tidak langsung variabel capital expenditure terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas diperoleh dengan mengalikan pengaruh capital expendi-

ture terhadap profitabilitas dengan pengaruh profitabilitas organisasi terhadap nilai perusahaan sebagai berikut:

Pengaruh langsung capital expenditure terhadap nilai perusahaan = 2,521

Pengaruh tidak langsung melalui profitabilitas = 23,882 x 0,066 = 1,576

Total pengaruh = 2,521 + 1,576 = 4,097

Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien (p1 dan p2) sebesar 1,576 signifikan atau tidak, diuji dengan sobel test. Perhitungan sobel test melalui standard error, perhitungan Standar error dari koefisien indirect effect ($S_{p_2p_3}$)

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{p_3^2 Sp_2^2 + p_2^2 Sp_3^2 + Sp_{22} Sp_3^2}$$

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{(0,066)^2 (1,132)^2 + (0,670)^2 (0,017)^2 + (1,132)^2 (0,017)^2}$$

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{0,005582 + 0,00013 + 0,00037}$$

$$S_{p_2p_3} = 0,006082$$

Berdasarkan hasil $S_{p_2p_3}$ maka dapat dihitung nilai t statistik pengaruh mediasi dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{p_2p_3}{S_{p_2p_3}} = \frac{0,04422}{0,006082} = 7,27$$

Oleh karena nilai t hitung = 4,36 lebih besar dari t tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu sebesar 1,96, maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi 1,576 signifikan yang berarti ada pengaruh mediasi. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 12 diterima

sehingga profitabilitas memediasi pengaruh capital expenditure terhadap nilai perusahaan

4.2.3. Uji Mediasi Pengaruh Insentif Manajer terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

Pengaruh langsung diperoleh dari nilai beta dari insentif manajer terhadap nilai perusahaan, sedangkan pengaruh tidak langsung variabel insentif manajer terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas diperoleh dengan mengalikan pengaruh insentif manajer terhadap profitabilitas dengan pengaruh profitabilitas organisasi terhadap nilai perusahaan sebagai berikut:

Pengaruh langsung insentif manajer terhadap nilai perusahaan = 0,528

Pengaruh tidak langsung melalui profitabilitas = 2,836 x 0,066 = 0,187

Total pengaruh = 0,528 + 0,187 = 0,715

Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien (p1 dan p2) sebesar 0,187 signifikan atau tidak, diuji dengan sobel test. Perhitungan sobel test melalui standard error, perhitungan Standar error dari koefisien indirect effect ($S_{p_2p_3}$)

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{p_3^2 Sp_2^2 + p_2^2 Sp_3^2 + Sp_{22} Sp_3^2}$$

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{(0,066)^2 (6,504)^2 + (23,882)^2 (0,017)^2 + (6,504)^2 (0,017)^2}$$

$$S_{p_2p_3} = \sqrt{0,184268 + 0,164831 + 0,012225}$$

$$S_{p_2p_3} = 0,361324$$

Berdasarkan hasil $S_{p_2p_3}$ maka dapat dihitung nilai t statistik pengaruh mediasi dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{p2p3}{S_{p2p3}} = \frac{1,576212}{0,361324} = 4,36$$

Oleh karena nilai t hitung = 21,91 lebih besar dari t tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu sebesar 1,96, maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi 0,187 signifikan yang berarti ada pengaruh mediasi. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 13 diterima sehingga profitabilitas memediasi pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan

V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan

Temuan dari penelitian yang menjelaskan hubungan variabel struktur modal, pertumbuhan perusahaan, capital expenditure, dan insentif manajer terhadap variabel profitabilitas dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011 menghasilkan beberapa simpulan sebagai berikut:

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara partial variabel struktur modal berpengaruh signifikan terhadap variabel profitabilitas sehingga hipotesis 1 diterima dengan nilai beta standar sebesar 0,206. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori pecking order, dimana hutang diperbolehkan selama tingkat keuntungannya melebihi biaya hutangnya.
2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara partial variabel pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel profitabilitas sehingga hipotesis 2 ditolak dengan nilai beta standar sebesar 0,042. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peningkatan profitabilitas tidak dipengaruhi oleh peningkatan pertumbuhan perusahaan, hal ini dikarenakan

pertumbuhan perusahaan mengandung leverage multiplier sehingga tidak mempengaruhi profitabilitas.

3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara partial variabel capital expenditure berpengaruh signifikan terhadap variabel profitabilitas sehingga hipotesis 3 diterima dengan nilai beta standar sebesar 0,301. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa capital expenditure mampu memperluas kesempatan usaha, dan ini hanya dapat dibenarkan jika profitabilitas perusahaan meningkat. Oleh karena itu, sejalan dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dalam *capital expenditure* dimaksudkan untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara partial variabel insentif manajer berpengaruh signifikan terhadap variabel profitabilitas sehingga hipotesis 4 diterima dengan nilai beta standar sebesar 0,177. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa besarnya insentif manajer akan mendorong manajer untuk bekerja lebih baik sejalan dengan teori agency, sehingga kesempatan untuk memperoleh keuntungan juga lebih besar.
5. Berdasar hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara partial variabel struktur modal berpengaruh signifikan terhadap variabel nilai perusahaan sehingga hipotesis 5 diterima dengan nilai beta standar sebesar 0,244. Besarnya tingkat hutang akan membuat perusahaan lebih leluasa dalam menempatkan dananya kedalam aktivitas investasi yang menguntungkan. Hutang apabila dikelola dengan manajemen yang tepat mampu memberikan *value* di masa mendatang.

6. Berdasar hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa secara partial variabel pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel nilai perusahaan sehingga hipotesis 6 ditolak dengan nilai beta standar sebesar 0,013. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peningkatan nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh peningkatan pertumbuhan perusahaan, hal ini dikarenakan pertumbuhan perusahaan mengandung leverage multiplier sehingga tidak mempengaruhi nilai perusahaan.
7. Berdasar hasil pengujian hipotesis 7 menunjukkan bahwa secara partial variabel capital expenditure berpengaruh signifikan terhadap variabel nilai perusahaan sehingga hipotesis 7 diterima dengan nilai beta standar sebesar 0,154. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa capital expenditure mampu meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, sejalan dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dalam *capital expenditure* dimaksudkan untuk meningkatkan nilai perusahaan
8. Berdasar hasil pengujian hipotesis 8 menunjukkan bahwa secara partial variabel insentif manajer berpengaruh signifikan terhadap variabel nilai perusahaan sehingga hipotesis 8 diterima dengan nilai beta standar sebesar 0,069. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori agency, dimana konflik manajemen akan rendah jika perusahaan diberikan insentif yang besar, hal tersebut mampu memberikan value dimasa mendatang.
9. Berdasar hasil pengujian hipotesis 9 menunjukkan bahwa secara partial variabel profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap variabel nilai perusahaan sehingga hipotesis 9 diterima dengan nilai beta standar sebesar 0,322. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang profitable akan mendapat tingkat kepercayaan yang tinggi dari investor, semakin besar minat investor akan meningkatkan nilai perusahaan.
10. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menggunakan Sobel test maka dapat disimpulkan bahwa ada pengaruh mediasi sehingga profitabilitas memoderasi hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 10 diterima dengan nilai mediasi sebesar 0,066. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal mampu mempengaruhi nilai perusahaan jika perusahaan tersebut mempunyai orientasi yang besar pada kebijakan dividennya.
11. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menggunakan Sobel test maka dapat disimpulkan bahwa ada pengaruh mediasi sehingga profitabilitas memoderasi hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 11 diterima dengan nilai mediasi sebesar 0,014. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan mampu mempengaruhi nilai perusahaan jika perusahaan tersebut mempunyai orientasi yang besar pada kebijakan dividennya.
12. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menggunakan Sobel test maka dapat disimpulkan bahwa ada pengaruh mediasi sehingga profitabilitas memoderasi hubungan antara *capital expenditure* dan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 12 diterima dengan nilai mediasi sebesar 0,097. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa capital expenditure mampu mempengaruhi nilai perusahaan jika perusahaan tersebut mempunyai orientasi yang besar pada kebijakan dividennya.
13. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menggunakan Sobel test maka dapat

disimpulkan bahwa ada pengaruh mediasi sehingga profitabilitas memoderasi hubungan antara insentif manajer dan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 13 diterima dengan nilai mediasi sebesar 0,057. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa insentif manajer mampu mempengaruhi nilai perusahaan jika perusahaan tersebut mempunyai orientasi yang besar pada kebijakan dividennya.

5.2. Implikasi Kebijakan

Implikasi kebijakan yang disarankan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Pada persamaan pertama, dengan nilai beta 0,301, perusahaan yang pertama perlu memprioritaskan capital expenditure melalui kebijakan yang sejalan dengan teori investasi, melalui perluasan kesempatan usaha, dan ini hanya dapat dibenarkan jika profitabilitas yang tercermin melalui profitabilitas baik. Oleh karena itu, sejalan dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dalam *capital expenditure* dimaksudkan untuk meningkatkan profitabilitas.
2. Pada persamaan pertama, dengan nilai beta 0,206, perusahaan yang kedua perlu memprioritaskan struktur modal melalui strategi investasi yang berdasarkan kepemilikan modal dari dalam perusahaan (modal sendiri) memiliki hubungan positif terhadap profitabilitas perusahaan, artinya jika perusahaan memperoleh hasil yang lebih besar dari dana yang dipinjam daripada yang harus dibayar sebagai bunga, maka hasil pengembalian berupa profit untuk para pemilik akan meningkat.
3. Pada persamaan pertama, dengan nilai beta 0,177, perusahaan yang ketiga perlu memprioritaskan insentif manajer melalui strategi yang didukung dengan manajemen aktiva yang baik, termasuk pengelolaan-
4. Pada persamaan kedua, dengan nilai beta sebesar 0,322, perusahaan yang pertama perlu memprioritaskan profitabilitas dimana, profitabilitas akan dipandang sebagai barometer keberhasilan perusahaan dalam menerapkan kebijakan yang telah diambilnya. Jadi, jika profitabilitas yang ditunjukkan oleh rasio profitabilitas baik, yang ditunjukkan oleh besarnya ROA, maka investor luar akan meresponnya dengan menanamkan investasinya pada perusahaan. Hal ini dapat mendorong harga pasar saham perusahaan naik, dan dengan naiknya harga pasar saham perusahaan berarti nilai perusahaan juga naik.
5. Pada persamaan kedua, dengan nilai beta sebesar 0,244, perusahaan yang kedua perlu memprioritaskan struktur modal, dimana nilai perusahaan akan meningkat jika perusahaan memilih tidak ada hutang pada struktur modal pada perusahaan.
6. Pada persamaan kedua, dengan nilai beta sebesar 0,154, perusahaan yang ketiga perlu memprioritaskan capital expenditure, melalui ketersediaan dana untuk membiayai investasi, pengeluaran dana untuk membiayai

pengelolaan sumberdaya yang terkait. Usaha-usaha ini baru akan bisa dilihat hasilnya setelah beberapa tahun kemudian, karena ini menyangkut investasi jangka panjang. Kebijakan dalam *capital expenditure* tidak akan terlepas dari kebijakan pendanaan, sehingga keberhasilan dalam program ini sangat mendukung keberhasilan dalam program pemilihan pembiayaan. Kebijakan ini sejalan dengan teori investasi, yaitu dimaksudkan untuk memperluas kesempatan usaha, dan ini hanya dapat dibenarkan jika profitabilitas yang tercermin melalui profitabilitas baik. Oleh karena itu, sejalan dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dalam *capital expenditure* dimaksudkan untuk meningkatkan profitabilitas.

4. Pada persamaan kedua, dengan nilai beta sebesar 0,322, perusahaan yang pertama perlu memprioritaskan profitabilitas dimana, profitabilitas akan dipandang sebagai barometer keberhasilan perusahaan dalam menerapkan kebijakan yang telah diambilnya. Jadi, jika profitabilitas yang ditunjukkan oleh rasio profitabilitas baik, yang ditunjukkan oleh besarnya ROA, maka investor luar akan meresponnya dengan menanamkan investasinya pada perusahaan. Hal ini dapat mendorong harga pasar saham perusahaan naik, dan dengan naiknya harga pasar saham perusahaan berarti nilai perusahaan juga naik.

5. Pada persamaan kedua, dengan nilai beta sebesar 0,244, perusahaan yang kedua perlu memprioritaskan struktur modal, dimana nilai perusahaan akan meningkat jika perusahaan memilih tidak ada hutang pada struktur modal pada perusahaan.

6. Pada persamaan kedua, dengan nilai beta sebesar 0,154, perusahaan yang ketiga perlu memprioritaskan capital expenditure, melalui ketersediaan dana untuk membiayai investasi, pengeluaran dana untuk membiayai

investasi ini merupakan bagian dari *capital expenditure* yang manfaatnya baru akan diperoleh setelah beberapa tahun kemudian. Terlepas dari sumber dana yang digunakan untuk membiayai *capital expenditure* ini, maka jika suatu investasi sudah dipilih berarti ada harapan dari investasi tersebut untuk menambah kekayaan pemilik.

7. Pada persamaan kedua, dengan nilai beta sebesar 0,069, perusahaan yang keempat perlu memprioritaskan insentif manajer, dimana manajer perusahaan manufaktur juga perlu menambah jumlah insentif manajer apabila ingin mengembangkan perusahaan karena dengan pemberian bonus saham kepada manajer dapat memotivasi manajer untuk bekerja lebih baik, sehingga profitabilitas perusahaan meningkat.
8. Profitabilitas memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, dimana struktur modal mampu mempengaruhi nilai perusahaan jika perusahaan tersebut mempunyai orientasi yang besar pada kebijakan dividennya.
9. Profitabilitas memediasi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan, dimana pertumbuhan perusahaan mampu mempengaruhi nilai perusahaan jika perusahaan tersebut mempunyai orientasi yang besar pada kebijakan dividennya.

10. Profitabilitas memediasi pengaruh *capital expenditure* terhadap nilai perusahaan, dimana *capital expenditure* mampu mempengaruhi nilai perusahaan jika perusahaan tersebut mempunyai orientasi yang besar pada kebijakan dividennya.

11. Profitabilitas memediasi pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan, dimana insentif manajer mampu mempengaruhi nilai perusahaan jika perusahaan tersebut mempunyai orientasi yang besar pada kebijakan dividennya.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Adanya keterbatasan data dalam penelitian ini lebih ditekankan pada generalisasi hasil penelitian hanya pada perusahaan manufaktur dan hasil penelitian nilai adjusted R square pada perusahaan manufaktur yang rendah, dimana pada perusahaan manufaktur mempunyai nilai adjusted R square 39,9% sehingga generalisasi hanya pada obyek yang diteliti.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Disarankan untuk penelitian yang akan datang agar memperluas obyek penelitian yaitu seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI, tidak hanya pada satu industri saja. Selain itu juga perlu menambah variabel mikro ekonomi (suku bunga, inflasi, jumlah saham beredar) (Benston et al., 2003) yang mempengaruhi profitabilitas agar hasil penelitian ini menjadi lebih sempurna sehingga nilai adjusted R square menjadi lebih besar.

DAFTAR REFERENSI

- Aggarwal, R.K and Samwick, A.A, 2003a, Why Do Managers Diversity Their Firms? Agency Reconsidered, *Journal of Finance*, 58, pg. 71-118.
- Aggarwal, R.K and Samwick, A.A, 2003b, Performance Incentives within Firms: The Effect of Managerial Responsibility, *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, No. 4, pg. 1613-1649.
- Aggarwal, R.K and Samwick, A.A, 2003c, McIntire School of Commerce University of Virginia Charlottesville, VA 22903, E-mail Rajesh.Aggarwal@virginia.edu, Empire-Builders and Shirkers: Investment, Firm Performance, and Managerial Incentives.
- Agarwal, V., Daniel, N.D., and Naik, N.Y, 2005, Georgia State University, Robinson College of Business, 35, Broad Street, Suite 1221, Atlanta GA 30303, E-mail vagarwal@gsu.edu (Vikas) and nav@gsu.edu (Naveen), Role Managerial Incentives, Flexibility, and Ability: Evidence from Performance and Money Flows in Hedge Funds.
- Agus Sartono, 1995, *Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi*, Penerbit BPFE UGM Yogyakarta.
- Al Farouque, O., Tony van Zijl., Dunstan, K., and Karim, W, 2005, University of Auckland Business School (Tamaki Division), Private Bag 92019, Auckland, New Zealand, Email: keitha.dunstan@vuw.ac.nz, School of Accounting and Commercial Law, Victoria University of Wellington, PO Box 600, Wellington, New Zealand, <http://www.accounting-research.org.nz>, A Simultaneous Equations Approach to Analysing the Relationship Between Ownership Structure and Performance in Bangladesh.
- Amadi, Confidence, 2005, Capital Expenditure and Long-Run Profitability : Evidence From The Paper and Forest Products Industry, Proceedings of The Academy of Accounting and Financial Studies vol. 10 number 2, Las Vegas.
- Anuchitworawong, C, 2004, Institute of Economic Research Hitotsubashi University 2-1 Naka, Kunitachi, 186-8603, Tokyo, E-mail: cei*info@ier.hit*u.ac.jp, Ownership-based Incentives, Internal Corporate Risk and Firm Performance.
- Baskin, J, 1989, An Empirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, Spring.
- Bathala C.T., K.P. Moon, and R.P. Rao, 1994, Managerial Ownership, Debt Policy, and Institutional Holdings: An Agency Perspective, *Financial Management Journal*, 23, pg. 38-50.
- Bhattacharya, U; Daouk, H; and Welker, M, 2003, The World Price of Earnings Opacity, *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 3, July, Pg. 641-678.

- Biddle, G. C., R.M. Bauen & J.S Wallace (1996), Does EVA Beat Earnings?. Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values, ***Journal of Accounting and Economics*** 2, pg. 301-336.
- Binsar Bitler, M. P, Moskowitz, T. J and Jorgensen, A. V, 2005, Testing Agency Theory with Entrepreneur Effort and Wealth, ***The Journal of Finance***, LX:2, p. 539-576.
- Brailsford, T.J., Oliver, B.R., and Pua, S.L.H, 2002, On The Relation Between Ownership Structure and Capital Structure, ***Accounting and Finance***, 42, pg. 1-26.
- Brealey, R.A., Myers, S.C, 1991, ***Principle of Corporate Finance***, Fourth Edition, International Edition, McGraw-Hill, Inc.
- Brigham, Eugene F., and Houston Joel F, 1998, Fundamentals of Financial Management, Eight Edition, ***The Dryden Press***, Orlando.
- Cao, Jerry; Qigui Liu; dan Garry Gang Tian, (2010); "Venture capital and executive incentives in China," **Singapore Management University**.
- Chowdhury, Anup dan Suman Paul Chowdhury, (2010), "Impact of capital structure on firms value: evidence from Bangladesh," **Bussiness and Economic Horizons**.
- Clay, Darin G, 2001, Instituional Ownership, CEO Incentive, and Firm Value, ***Dissertation of Doctor of Philosophy The University of Chicago***, Chicago, Illinois.
- Claude, *et al*, 1996, Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk, ***Financial Analysis Journal***, Nov-Dec, pg. 29-45.
- Coles, J.L., Daniel, N.D., and Neveen, L, 2004, Department of Finance W.P Carey School of Business Arizona State University, E-mail Jeffrey.Coles@asu.edu, Department of Finance Robinson College of Business Georgia State University, E-mail nav@gsu.edu, and E-mail lalitha@gsu.edu, Managerial Incentives and Risk-Taking.
- Cooper, D, R., and C.W., Emory, 1996, ***Business Research Methods***, 5th Edition, Richard D. Irwin, Inc., USA.
- Crutchley, C., and Hansen, 1989, A Test of The Agency Theory or Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend, ***Financial Managemen Journal***, 18, pg.
- De Motta, Adolfo, 2003, Managerial Incentives and Internal Capital Markets, ***The Journal of Finance***, Vol. LVIII, No. 3, page 1193-1220.
- Dodd, J.L, and Chen, S, 1996, EVA: A New Panacea?, ***B & E Review/July-Sept. 1996***, pg. 26-28.
- Francis, Bill; Iftekhar Hasan dan Zenu Sharma, (2011), "Leverage and growth: effect of the options," **Bank of Finland Research**.

- Gujarati, Damodar, N, 2003, **Basic Econometrics**, "Fourth Edition, International Edition, Mcgraw-Hill.
- Hair, *et al*, 1998, **Multivariate Data Analysis**, Fifth Edition, Prentice-Hill International, London.
- Hamada, R.S., 1972, The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, **Journal of Finance** 27, pg. 435-452.
- Harford, J and Li, K, 2005 University of Washington Business School, Seattle, WA 98195-3200, E-mail jarred@u.washington.edu, Decoupling CEO Wealth and Firm Performance:
- Harris M., Raviv A, 1990, Capital Structure and the Information Role of Debt, *The Journal of Finance*, June, pg. 321-349.
- Harris M., Raviv A, 1991, The Theory of Capital Structure, **The Journal of Finance**, 46, pg. 297-355.
- Hennessy, C. A, 2004, Tobin's Q, Debt Overhang, and Investment, **The Journal of Finance**, LIX:4, pg. 1717-1742.
- Homaifar, G. J. Ziest., and O. Benkato, 1994, "An Empirical Model of Capital Structure : Some New Evidence", **Journal of Business Finance and Accounting**, 21, p. 1-14.
- Horne, Van, J.C and Wachowicz, J.M, Jr, 2001, *Fundamental of Financial Management*. Prentice-Hall, Inc. A Simon & Schuster Company Englewood Cliffs, new Jersey 07632.
- Hutchinson, M, 2001, School of Accounting and Finance Deakin University 221 Burwood Highway Victoria, Email hutch@deakin.edu.au, A Contracting-Agency Analysis of the Association Between Firm Risk, Incentives and Firm Performance: An Australian Perspective.
- Imam Ghozali, dan Irwansyah, 2002, Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan dengan alat ukur EVA, MVA dan ROA terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur di BEJ, **Jurnal Penelitian Akuntansi-Bisnis dan Manajemen**, Vol. 9, No. 1, Hal. 18-33.
- Imam Ghozali, 2002, **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**, Edisi 2, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Institute for Economic and Financial Research, "*Indonesian Capital Market Directory 2007 s/d 2011*", Jakarta.
- Kouser, Rehana; Tahira Bano; Muhammad Azeem; and Masood Ul-Hassan, 2012, Inter-Relationship between Profitability, Growth and Size: A Case of Non-Financial Companies from Pakistan, *Journal Education Society*, Vol. 6(2), page 405-419.

- McConnel, J.J and C.J Muscarella (1985), Corporate Capital Expenditure Decision and the Market Value of the Firm, *Journal of Financial Economic* 14, pg. 399-422.
- Mehran, H, 1995, Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance, *Journal of Financial Economics* 38, pg. 163-184.
- Milbourn, Todd T, 1996 "The Executive Compensation Puzzle: Theory and Evidence" *IFA Working Paper* No. 235, London Business School.
- Modigliani, F and Miller, M., 1963, Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53, June, pg. 433-443.
- Myers, Stewart C, 1984, The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 39: 3, July, pg. 575-592.
- Myers, Stewart C, and Nicholas S. Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, pg. 187-221.
- Nirmalasari, Astuti, 2010, Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Yang Dimediasi Oleh Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening, *Tesis*, Universitas Diponegoro Semarang.
- Oka Kusumajaya, Dewa Kadek, 2011, Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia, *Tesis*, Universitas Udayana Bali.
- Pasternack, D and Rosenberg, M, 2002, Department of Finance and Statistics Swedish School of Economics and Business Administration 00101 Helsinki, E-mail: publ@shh.fi, and internet: <http://www.shh.fi/services/biblio/papers/index.htm>, The Impact of Stock Option Incentives on Investment and Firm Value.
- Penman, S.H, 2003, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Second Edition, McGraw Hill.
- Sudiyatno, Bambang, 2010, Peran Profitabilitas Dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi Risiko Sistematis dan Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan, *Desertasi*, Universitas Diponegoro Semarang.
- Sudiyatno, Bambang; Ellen Puspitasari; dan Andi Kartika, 2012, "The companys policy, firm performance and firm value: an empirical research on Indonesian stock exchange," *American International Journal of contemporary Research*.
- Titman, S. & Wessels, R, 1988, "The Determinants of Capital Structure Choise", *Journal of Finance*, 43(1), pg. 1-19.

- Uchida, Konari, 2006, Faculty of Economics and Business Administration, The University of Kitakyushu 4-2-1, Kitagata, Kokuraminamiku, Kitakyushu 802-8577 JAPAN, E-mail address: k_uchida@kitakyu-u.ac.jp *Agency Costs of Debt and the Relationship Between Firm Performance and Managerial Ownership: Evidence from Japan.*
- Villalonga, B., and Amit, R, 2004, Harvard Business School Soldiers Field Boston, MA 02163, E-mail: bvillalonga@hbs.edu. The Wharton School University of Pennsylvania 3620 Loust walk Philadelphia, PA 19104, E-mail: amit@wharton.upenn.edu, How Do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value?.
- Wen-Chung Guo, 2006, Stock Bonus Compensation and Firm Performance in Taiwan, *Taiwan Economic Journal.*
- Weston, J.F dan Copeland, T.E, 1992, *Manajemen Keuangan* Edisi Kedelapan (Edisi revisi), Penebit Binarupa Aksara, Jakarta.