

PENGARUH STRUKTUR MODAL, CAPITAL EXPENDITURE DAN INSENTIF MANAJER TERHADAP PROFITABILITAS DALAM MENINGKATKAN NILAI PERUSAHAAN

Familia Umami
Alumni Magister Manajemen Universitas Diponegoro

Abstrak

Penelitian ini dilakukan berdasarkan fenomena fluktuasi kinerja perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis struktur modal, pembelanjaan modal dan insentif manajerial terhadap profitabilitas dalam pengaruhnya terhadap nilai perusahaan manufaktur tahun 2009-2012.

Teknik sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik sampling purposive dengan kriteria: (1) perusahaan manufaktur yang listing di BEI tahun 2009-2012, (2) perusahaan manufaktur yang merilis laporan tahunan dalam periode 2009-2012; dan (3) perusahaan manufaktur yang memperoleh laba pada periode penelitian tahun 2009-2012. Sebanyak 15 perusahaan digunakan sebagai sampel dan dianalisis menggunakan analisis jalur.

Hasil penelitian menunjukkan struktur modal, memiliki pengaruh terhadap profitabilitas pada tingkat signifikansi kurang dari 5%, belanja modal, dan profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada tingkat signifikansi kurang dari 5%. Implikasi manajerial, perusahaan manufaktur harus memberikan prioritas untuk belanja modal untuk meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan.

Kata kunci:

struktur modal, belanja modal, insentif manajerial, profitabilitas, dan nilai perusahaan

I. PENDAHULUAN

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.

Sudiyatno et al., (2012) menyimpulkan bahwa Tobins Q dapat digunakan sebagai alat ukur dalam menentukan nilai perusahaan. Alasan penggunaan Tobins Q sesuai dengan filosofi nilai perusahaan yang mengindikasikan harga yang bersedia dibayar oleh investor ketika perusahaan tersebut dijual. Tobins Q mengukur perbandingan dari nilai pasar dengan total aset yang dimiliki perusahaan, semakin besar Tobins Q, maka semakin besar nilai perusahaan diharga pasar.

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 memaksimumkan 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 (Mocviciociov, 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 kinerja perusahaan 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 kinerja perusahaan relatif kecil, namun terjadi permasalahan pada pergerakan rasio-rasio yang mempengaruhi kinerja perusahaan yang tidak sesuai dengan pergerakan kinerja perusahaan itu sendiri. Fenomena yang terjadi dalam kurun waktu tahun 2007–2012 dalam kaitannya dengan kinerja perusahaan dengan faktor-faktor yang mempengaruhinya.

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

1. Berdasarkan Purnomosidi et al., (2014), hubungan DER terhadap profitabilitas

adalah positif, namun berdasarkan data menunjukkan adanya fenomena gap dimana pada Tahun 2009-2010 menunjukkan hubungan negatif, dimana DER menunjukkan trend yang menurun dan ROA menunjukkan trend yang meningkat.

2. Berdasarkan Sudiyatno et al (2012), hubungan capital expenditure terhadap profitabilitas adalah positif, namun berdasarkan data menunjukkan adanya fenomena gap dimana pada Tahun 2010-2011 menunjukkan hubungan negatif, dimana capital expenditure menunjukkan trend yang meningkat dan ROA menunjukkan trend yang menurun.
3. Berdasarkan Hardiyanto et al., (2014), hubungan DER terhadap nilai perusahaan adalah positif, namun berdasarkan data menunjukkan adanya fenomena gap dimana pada Tahun 2009-2010 menunjukkan hubungan negatif, dimana DER menunjukkan trend yang menurun dan nilai perusahaan menunjukkan trend yang meningkat.
4. Berdasarkan Sudiyatno et al (2012), hubungan capital expenditure terhadap nilai perusahaan adalah positif, namun berdasarkan data menunjukkan adanya fenomena gap dimana pada Tahun 2008-2009 menunjukkan hubungan negatif, dimana capital expenditure menunjukkan trend yang meningkat dan nilai perusahaan menunjukkan trend yang menurun.
5. Berdasarkan Uchida (2006), hubungan profitabilitas terhadap nilai perusahaan adalah positif, namun berdasarkan data menunjukkan adanya fenomena gap dimana pada Tahun 2008-2009 menunjukkan hubungan negatif, dimana profitabilitas menunjukkan trend yang meningkat dan nilai perusahaan menunjukkan trend yang menurun.

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) 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; (3) 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) dan Hardiyanto et al., (2014) 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) 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; (3) 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 (4) Uchida, (2006) dan

Purnomosidi et al., (2014) 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, *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, *capital expenditure*, dan insentif manajer terhadap nilai perusahaan.

Ketiga variabel yaitu struktur modal, *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 kinerja perusahaan 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.

Permasalahan dalam penelitian didasarkan pada kenyataan bahwa ada fluktuasi perbedaan yang tajam pada kinerja perusahaan 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, capital expenditure, dan insentif manajer terhadap kinerja perusahaan dan dampaknya pada nilai perusahaan.

Beberapa penelitian sebelumnya juga menunjukkan hasil yang berbeda (*research gap*) tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan dan dampaknya pada nilai perusahaan, yaitu penelitian-penelitian tentang pengaruh struktur modal (Uchida, 2006; dan Chowdhury dan Chowdhury, 2010), capital expenditure (Villalonga dan Amit, 2004; dan Sudiyatno et al., 2012), dan insentif manajer (Graham dan Campbell, 2002; dan Lilling, 2006) terhadap kinerja perusahaan dan dampaknya pada nilai perusahaan memberikan hasil yang berbeda-beda. Fenomena yang terjadi atas faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan dan dampaknya pada nilai perusahaan juga menunjukkan hubungan yang tidak terpola. Namun bagaimana pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan perlu dilakukan penelitian lanjutan. Penelitian ini akan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan yang meliputi struktur modal, capital expenditure, dan insentif manajer serta bagaimana pengaruhnya terhadap nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2012.

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

1. Bagaimanakah pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
2. Bagaimanakah pengaruh *capital expenditure* perusahaan terhadap kinerja perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
3. Bagaimanakah pengaruh insentif manajer

terhadap kinerja perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?

4. Bagaimanakah pengaruh struktur modal perusahaan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
5. Bagaimanakah pengaruh *capital expenditure* perusahaan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
6. Bagaimanakah pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
7. Bagaimanakah pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI ?
8. Bagaimanakah profitabilitas memediasi hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan ?
9. Bagaimanakah profitabilitas memediasi hubungan antara *capital expenditure* perusahaan dan nilai perusahaan ?
10. Bagaimanakah profitabilitas memediasi hubungan antara insentif manajerial dan nilai perusahaan ?

II. TELAAH PUSTAKA DAN ENGEMBANGAN MODEL

2.1. Pengaruh antar Variabel

2.1.1. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas

Pemilik sebuah perusahaan mungkin dapat mempergunakan hutang yang berjumlah relatif besar untuk mambatasi 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 balancing, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Kusumajaya (2011). Purnomosidi et al., (2014) juga menunjukkan hasil bahwa semakin besar struktur modal yang dimiliki maka tingkat keuntungan akan meningkat.

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

sebagai berikut :

$H_1 =$ Struktur modal berpengaruh positif terhadap profitabilitas

2.4.2. 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 kinerja perusahaan yang tercermin melalui profitabilitas baik. Oleh karena itu, sejalan dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dalam *capital expenditure* dimaksudkan untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Menurut Amadi (2005) dalam penelitiannya yang bertajuk *Capital Expenditure And Long-run Profitability* menemukan hubungan positif yang sangat signifikan terhadap

profitability. Hubungan capital expenditure dan profitabilitas didukung oleh teori aliran kas bebas, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sudiyatno et al (2012).

Berdasarkan penjelasan penelitian-penelitian sebelumnya di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 2 sebagai berikut :

$H_2 =$ Capital expenditure berpengaruh positif terhadap profitabilitas

2.4.3. 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 kinerja perusahaan yang tercermin melalui profitabilitas (ROA). Pemberian bonus saham kepada manajer dapat memotivasi manajer untuk bekerja lebih baik, sehingga kinerja perusahaan meningkat. Hubungan insentif manajer dan profitabilitas didukung oleh teori insentif, dimana insentif diberikan sebagai sarana motivasi yang mendorong manajer untuk bekerja dengan kemampuan yang optimal, insentif merupakan suatu pendorong bagi manajer untuk bekerja lebih baik sesuai dengan tujuan perusahaan, yaitu kemakmuran pemegang saham. Hipotesis 5 ini juga dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sudiyatno et al (2012).

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 3 sebagai berikut :

$H_3 =$ Insentif manajer berpengaruh positif terhadap profitabilitas

2.4.4. 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 (perlakuan 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 balancing, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Uchida (2006) dan Hardiyanto et al., (2014). Purnomosidi et al., (2014) dan Hardiyanto et al., (2014) juga menunjukkan hasil bahwa semakin besar struktur modal yang dimiliki maka nilai perusahaan akan meningkat.

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

$H_4 =$ Struktur modal perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.4.5. Pengaruh *Capital Expenditure* Terhadap Nilai Perusahaan

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 diarahkan untuk pengembangan atau perluasan usaha agar perusahaan tetap eksis dalam menghadapi setiap persaingan.

Sudiyatno et al (2012) menyatakan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap profitabilitas.

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 signalling, yaitu dimaksudkan untuk memperluas kesempatan usaha, dan ini hanya dapat dibenarkan jika kinerja perusahaan yang tercermin melalui profitabilitas baik. Oleh karena itu, sejalan dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dalam *capital expenditure* dimaksudkan untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Coles et al., 2004).

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 aliran kas bebas, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sudiyatno et al (2012).

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

$H_5 =$ *Capital expenditure* perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.4.6. 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 insentif, dimana insentif diberikan sebagai sarana motivasi yang mendorong manajer untuk bekerja dengan kemampuan yang optimal, insentif merupakan

suatu pendorong bagi manajer untuk bekerja lebih baik sesuai dengan tujuan perusahaan, yaitu kemakmuran pemegang saham, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Lilling (2006)

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

$H_6 =$ Insentif manajer berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.4.7. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen seperti dijelaskan dalam teori pensinyalan 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 kinerja perusahaan 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 kinerja perusahaan yang di tunjukan oleh rasio profitabilitas baik, yang ditunjukan oleh besarnya ROA, maka investor luar akan meresponnya dengan menanamkan investasinya pada perusahaan (Purnomosidi et al., 2014). 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 Sudiyatno (2010) yang mengungkapkan bahwa kinerja perusahaan melalui ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hubungan kinerja perusahaan melalui profitabilitas dan nilai perusahaan didukung oleh teori signalling, dan dijustifikasi oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Uchida (2006) dan Purnomosidi et al., (2014).

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

H_7 = Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.4.8. Peranan Profitabilitas Memediasi 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 kinerja perusahaan 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 8 sebagai berikut :

H_8 = Profitabilitas memediasi hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan.

2.4.9. Peranan Profitabilitas Memediasi 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 kinerja perusahaan, 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 9 sebagai berikut :

H_9 = Profitabilitas memediasi hubungan antara *capital expenditure* dan nilai perusahaan.

2.4.10. Peranan Profitabilitas Memediasi 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 kinerja perusahaan. 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 kinerja perusahaan, karena manajer sudah tidak dihadapkan lagi pada masalah keagenan. Oleh karena itu, semakin tinggi insentif yang diterima oleh manajer akan meningkatkan kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan 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.

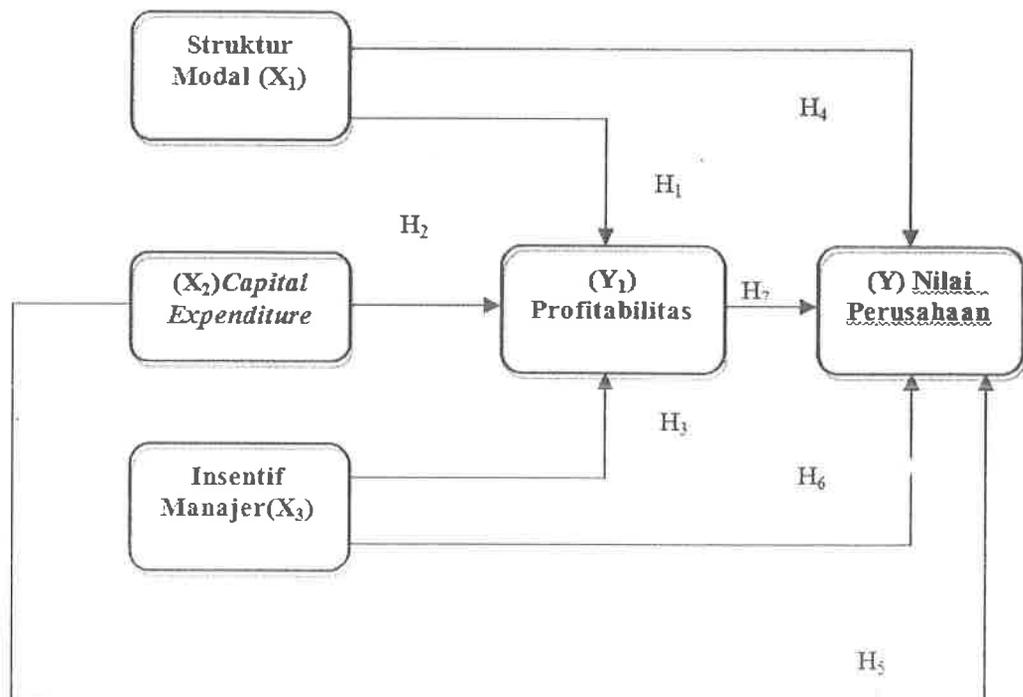
Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 10 sebagai berikut :

H_{10} = Profitabilitas memediasi hubungan antara insentif manajer dan nilai perusahaan.

Berdasarkan telaah pustaka di atas, dapat dijelaskan pengaruh struktur modal, *capital expenditure*, insentif manajer terhadap nilai perusahaan dengan dimediasi profitabilitas. Profitabilitas dijadikan sebagai variabel intervening karena kinerja perusahaan 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 mendatang, memerlukan pengelolaan investasi yang tepat dalam bentuk kinerja yang baik guna mendapatkan nilai perusahaan yang menguntungkan. Penelitian ini didukung peneliti terdahulu (Uchida, 2006; Chowdhury dan Chowdhury, 2010; Villalonga dan Amit, 2004; Sudiyatno et al., 2012; Graham dan Campbell, 2002; dan Lilling, 2006).

Penelitian ini akan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan yang meliputi struktur modal, capital expenditure, dan insentif manajer serta bagaimana pengaruhnya terhadap nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2013. Kerangka pemikiran teoritis penelitian ini dapat di gambarkan sebagai berikut:

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber: Sudyatno, Bambang (2010), Kusumajaya (2011), Nirmalasari (2010)

III. METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2009-2012. Sampel penelitian menggunakan purposive sampling, dengan kriteria: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan pengklasifikasian ICMD (Indonesian capital market directory) tahun 2009-2012. (2) Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan secara lengkap dari tahun 2009-2012 berturut-turut, (3) Perusahaan

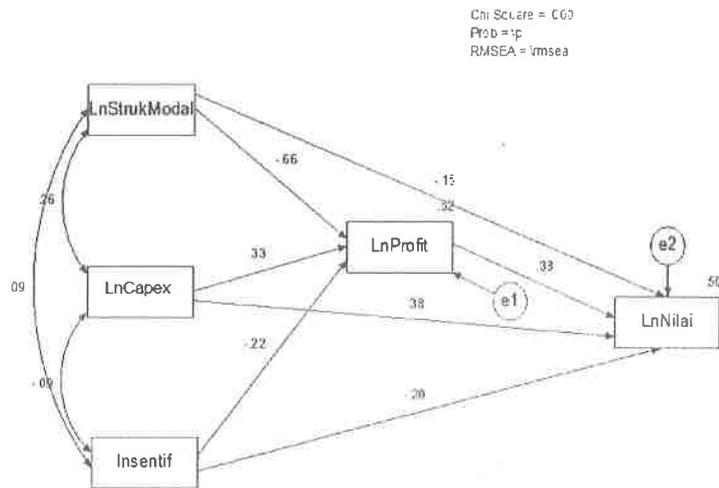
manufaktur yang memperoleh laba pada periode penelitian tahun 2009-2012. Sampel diambil dari Indonesian Capital Market Directory periode 2009-2012 sejumlah 15 perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah analisis jalur.

IV. HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Analisis Jalur

Hasil pengolahan data untuk analisis jalur ditampilkan pada Gambar 4.1, sebagai berikut: **Gambar 4.1**

Gambar 4.1
Hasil Pengujian Analisis Jalur



Uji terhadap hipotesis model menunjukkan bahwa model ini sesuai dengan data atau fit terhadap data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu nilai chi square dibawah 0,05 yaitu sebesar 0,0001 sehingga model dalam penelitian ini layak untuk diteliti.

Setelah semua asumsi dapat dipenuhi, selanjutnya akan dilakukan pengujian hipotesis sebagaimana diajukan pada bab sebelumnya. Pengujian 7 hipotesis penelitian ini dilakukan berdasarkan nilai Critical Ratio (CR) dari suatu hubungan kausalitas dari hasil pengolahan analisis jalur sebagaimana pada tabel 4.1 berikut:

4.2. Pengujian Hipotesis

Tabel 4.1
Hasil Uji Hipotesis

		Estimate	S.E.	C.R.	P
LnProfit	<--- LnStrukModal	-0,662	0,101	-6,96	***
LnProfit	<--- LnCapex	0,326	0,045	3,423	***
LnProfit	<--- Insentif	-0,218	0,233	-2,365	0,018
LnNilai	<--- LnStrukModal	-0,152	0,105	-1,163	0,245
LnNilai	<--- LnCapex	0,382	0,038	3,609	***
LnNilai	<--- Insentif	-0,2	0,186	-2,04	0,041
LnNilai	<--- LnProfit	0,376	0,1	2,826	0,005

Sumber : Data keuangan yang diolah

Dari tabel 4.1, diketahui besarnya nilai estimate dari masing-masing variabel struktur modal, capital expenditure, dan insentif terhadap Ln profitabilitas manajer masing-masing sebesar -0,661; 0,326; dan -0,218, dan besarnya nilai estimate dari masing-masing variabel struktur modal, capital expenditure, insentif manajer, dan Ln profitabilitas terhadap nilai perusahaan manajer masing-masing sebesar -0,152; 0,382; -0,2; dan 0,376

4.1.1. Pengujian Hipotesis 1

Uji Hipotesis 1: Pengaruh Struktur Modal terhadap Ln profitabilitas

Parameter estimasi untuk pengujian pengaruh struktur modal terhadap Ln profitabilitas menunjukkan nilai CR sebesar -6,96 dan dengan probabilitas sebesar 0,000. Kedua nilai tersebut diperoleh memenuhi syarat untuk penerimaan H1 yaitu nilai CR sebesar -6,96 yang lebih besar dari 1,96 dan probabilitas 0,000 yang lebih kecil dari 0,05, namun terdapat perbedaan tanda dengan hipotesis yang diajukan sehingga hipotesis 1 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan struktur modal berpengaruh negatif terhadap Ln profitabilitas. Hasil penelitian ini mendukung penelitian King dan Santor (2007). Hasil penelitian ini didukung dengan adanya fenomena data, dimana pada 2009-2010, menunjukkan pengaruh negatif, dimana struktur modal menurun, namun Ln profitabilitas meningkat.

4.1.2. Pengujian Hipotesis 2

Uji Hipotesis 2: Pengaruh Capital Expenditure terhadap Ln profitabilitas

Parameter estimasi untuk pengujian pengaruh capital expenditure terhadap Ln profitabilitas menunjukkan nilai CR sebesar 3,423 dan dengan probabilitas sebesar 0,000. Kedua nilai tersebut diperoleh memenuhi syarat untuk penerimaan H2 yaitu nilai CR sebesar 3,423

yang lebih besar dari 1,96 dan probabilitas 0,000 yang lebih kecil dari 0,05, sehingga hipotesis 2 diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan capital expenditure berpengaruh positif terhadap Ln profitabilitas. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Sudiyatno et al (2012). Hasil penelitian ini didukung dengan adanya fenomena data, dimana pada 2011-2012, menunjukkan pengaruh positif, dimana LnCapex meningkat, dan Ln profitabilitas meningkat.

4.1.3. Pengujian Hipotesis 3

Uji Hipotesis 3: Pengaruh Insentif Manajer terhadap Ln profitabilitas

Parameter estimasi untuk pengujian pengaruh insentif manajer terhadap Ln profitabilitas menunjukkan nilai CR sebesar -2,365 dan dengan probabilitas sebesar 0,018. Kedua nilai tersebut diperoleh memenuhi syarat untuk penerimaan H3 yaitu nilai CR sebesar -2,365 yang lebih besar dari 1,96 dan probabilitas 0,018 yang lebih kecil dari 0,05, namun terdapat perbedaan tanda dengan hipotesis yang diajukan sehingga hipotesis 3 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan insentif manajer berpengaruh negatif terhadap Ln profitabilitas. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Graham dan Campbell (2002). Hasil penelitian ini didukung dengan adanya fenomena data, dimana pada 2009-2010, menunjukkan pengaruh negatif, dimana insentif manajer meningkat, dan Ln profitabilitas menurun.

4.1.4. Pengujian Hipotesis 4

Uji Hipotesis 4: Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Parameter estimasi untuk pengujian pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan menunjukkan nilai CR sebesar -1,163 dan dengan probabilitas sebesar 0,245. Kedua nilai tersebut tidak memenuhi syarat untuk penerimaan H4 yaitu nilai CR sebesar -

1,163 yang lebih kecil dari 1,96 dan probabilitas 0,245 yang lebih besar dari 0,05, sehingga hipotesis 4 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Chowdury dan Chowdury (2010). Hasil penelitian ini didukung dengan adanya data, dimana pada 2009-2010, menunjukkan pengaruh negatif, dimana struktur modal menurun, namun nilai perusahaan meningkat.

4.1.5. Pengujian Hipotesis 5 **Uji Hipotesis 5: Pengaruh Capital Expenditure terhadap Nilai Perusahaan**

Parameter estimasi untuk pengujian pengaruh capital expenditure terhadap nilai perusahaan menunjukkan nilai CR sebesar 3,609 dan dengan probabilitas sebesar 0,000. Kedua nilai tersebut diperoleh memenuhi syarat untuk penerimaan H5 yaitu nilai CR sebesar 3,609 yang lebih besar dari 1,96 dan probabilitas 0,000 yang lebih kecil dari 0,05, sehingga hipotesis 5 diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan capital expenditure berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Sudiyatno et al (2012). Hasil penelitian ini didukung dengan adanya fenomena data, dimana pada 2011-2012, menunjukkan pengaruh positif, dimana LnCapex meningkat, dan nilai perusahaan meningkat.

4.1.6. Pengujian Hipotesis 6 **Uji Hipotesis 6: Pengaruh Insentif Manajer terhadap Nilai Perusahaan**

Parameter estimasi untuk pengujian pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan menunjukkan nilai CR sebesar -2,04 dan dengan probabilitas sebesar 0,041. Kedua nilai tersebut diperoleh memenuhi syarat untuk penerimaan H6 yaitu nilai CR sebesar -2,04 yang lebih besar dari 1,96 dan probabilitas

0,041 yang lebih kecil dari 0,05, namun terdapat perbedaan tanda dengan hipotesis yang diajukan sehingga hipotesis 6 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan insentif manajer berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Graham dan Campbell (2002). Hasil penelitian ini didukung dengan adanya fenomena data, dimana pada 2009-2010, menunjukkan pengaruh negatif, dimana insentif manajer meningkat, dan nilai perusahaan menurun.

4.1.7. Pengujian Hipotesis 7 **Uji Hipotesis 7: Pengaruh Ln profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan**

Parameter estimasi untuk pengujian pengaruh Ln profitabilitas terhadap nilai perusahaan menunjukkan nilai CR sebesar 2,826 dan dengan probabilitas sebesar 0,005. Kedua nilai tersebut diperoleh memenuhi syarat untuk penerimaan H7 yaitu nilai CR sebesar 2,826 yang lebih besar dari 1,96 dan probabilitas 0,005 yang lebih kecil dari 0,05, sehingga hipotesis 7 diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan Ln profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Uchida (2006); dan Purnomosidi et al., (2014). Hasil penelitian ini didukung dengan adanya fenomena data, dimana pada 2011-2012, menunjukkan pengaruh positif, dimana Ln profitabilitas meningkat, dan nilai perusahaan meningkat.

4.3. Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung

Analisis pengaruh dilakukan untuk melihat seberapa kuat pengaruh suatu variabel dengan variabel lainnya baik secara langsung, maupun secara tidak langsung. Interpretasi dari hasil ini akan memiliki arti yang penting untuk mendapatkan suatu pemilihan strategi yang jelas. Sesuai dengan kajian teoritis dan

hasil pengujian hipotesis sebelumnya, struktur modal, capital expenditure, dan insentif manajer akan memiliki efek langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tidak langsung dari variabel tersebut adalah

dengan terlebih dahulu melewati Ln profitabilitas, yang selanjutnya berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian pengaruh langsung dapat dijelaskan sebagai berikut:

Tabel 4.2
Pengaruh Langsung

	Insentif	LnCapex	LnStrukModal	LnProfit
LnProfit	-0,218	0,326	-0,662	0
LnNilai	-0,2	0,382	-0,152	0,376

Sumber : Data keuangan yang diolah

Sedangkan hasil pengujian pengaruh tidak langsung dapat dijelaskan sebagai berikut:

Tabel 4.3
Pengaruh Tidak Langsung

	Insentif	LnCapex	LnStrukModal	LnProfit
LnProfit	0	0	0	0
LnNilai	-0,082	0,123	-0,249	0

Berdasarkan hasil perhitungan pengaruh langsung maupun pengaruh tidak langsung struktur modal, capital expenditure, dan insentif manajer terhadap nilai perusahaan, yang menunjukkan satu komparasi yang mengarah pada lebih tingginya pengaruh tidak langsung dari struktur modal terhadap nilai perusahaan, dimana pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan secara langsung diperoleh sebesar -0,152 sedangkan secara tidak langsung diperoleh sebesar -0,249. Artinya struktur modal akan lebih besar menurunkan nilai perusahaan apabila perusahaan rugi, sehingga hipotesis 8 diterima.

Pengaruh capital expenditure terhadap nilai perusahaan secara langsung diperoleh sebesar 0,382 sedangkan secara tidak langsung diperoleh sebesar 0,123, yang menunjukkan satu komparasi yang mengarah pada lebih tingginya pengaruh langsung dari capital expenditure terhadap nilai perusahaan. Artinya capital expenditure akan lebih besar meningkatkan nilai perusahaan daripada melalui Ln profitabilitas. Hasil penelitian ini menunjukkan Ln profitabilitas memediasi pengaruh capital expenditure terhadap nilai perusahaan, meski pengaruhnya lemah, sehingga hipotesis 9 diterima.

Pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan secara langsung diperoleh sebesar -0,2 sedangkan secara tidak langsung diperoleh sebesar -0,082, yang menunjukkan satu komparasi yang mengarah pada lebih tingginya pengaruh langsung dari insentif manajer terhadap nilai perusahaan. Artinya insentif manajer akan lebih besar meningkatkan nilai

perusahaan daripada melalui Ln profitabilitas. Hasil penelitian ini menunjukkan Ln profitabilitas memediasi pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan, meski pengaruhnya lemah, sehingga hipotesis 10 diterima.

Berdasarkan uraian tersebut diatas, maka dapat diringkas hasil penelitian dalam Tabel 4.4 sebagai berikut:

Tabel 4.4
Ringkasan Hasil Hipotesis

Hipotesis	Pernyataan Hipotesis	Hasil Pengujian	Kesimpulan
1	Struktur modal berpengaruh positif terhadap Ln profitabilitas	Negatif Signifikan	Ditolak
2	Capital expenditure berpengaruh positif terhadap Ln profitabilitas	Positif Signifikan	Diterima
3	Insentif manajer berpengaruh positif terhadap Ln profitabilitas	Negatif Signifikan	Ditolak
4	Struktur modal perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	Tidak Signifikan	Ditolak
5	Capital expenditure perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	Positif Signifikan	Diterima
6	Insentif manajer berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	Negatif Signifikan	Ditolak
7	Ln profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan	Positif Signifikan	Diterima
8	Ln profitabilitas memediasi hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan.	Ada Mediasi	Diterima
9	Ln profitabilitas memediasi hubungan antara capital expenditure dan nilai perusahaan.	Ada Mediasi	Diterima
10	Ln profitabilitas memediasi hubungan antara insentif manajer dan nilai perusahaan.	Ada Mediasi	Diterima

V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan

Temuan dari penelitian yang menjelaskan hubungan variabel struktur modal, capital expenditure, dan insentif manajer terhadap variabel Ln profitabilitas dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2012 menghasilkan beberapa simpulan sebagai berikut:

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara partial variabel struktur modal berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel Ln profitabilitas sehingga hipotesis 1 ditolak.
2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara partial variabel capital expenditure berpengaruh signifikan positif terhadap variabel Ln profitabilitas sehingga hipotesis 2 diterima.
3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara partial variabel insentif manajer berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel Ln profitabilitas sehingga hipotesis 3 ditolak.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara partial variabel struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel nilai perusahaan sehingga hipotesis 4 ditolak.
5. Berdasar hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara partial variabel capital expenditure berpengaruh signifikan positif terhadap variabel nilai perusahaan sehingga hipotesis 5 diterima.
6. Berdasar hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa secara partial variabel insentif manajer berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel nilai perusahaan sehingga hipotesis 6 ditolak.
7. Berdasar hasil pengujian hipotesis 7

menunjukkan bahwa secara partial variabel Ln profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap variabel nilai perusahaan sehingga hipotesis 7 diterima.

8. Berdasarkan *path analysis* maka dapat disimpulkan bahwa ada pengaruh mediasi sehingga Ln profitabilitas memediasi hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 8 diterima.
9. Berdasarkan *path analysis* maka dapat disimpulkan bahwa ada pengaruh mediasi sehingga Ln profitabilitas memediasi hubungan antara *capital expenditure* dan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 9 diterima.
10. Berdasarkan *path analysis* maka dapat disimpulkan bahwa ada pengaruh mediasi sehingga Ln profitabilitas memediasi hubungan antara insentif manajer dan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 10 diterima.

5.2. Implikasi Kebijakan

Implikasi kebijakan yang disarankan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan perlu memprioritaskan capital expenditure melalui kebijakan yang sejalan dengan teori investasi, melalui perluasan kesempatan usaha, dan ini hanya dapat dibenarkan jika kinerja perusahaan yang tercermin melalui Ln profitabilitas baik. Oleh karena itu, sejalan dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dalam *capital expenditure* dimaksudkan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Capital expenditure juga meningkatkan nilai perusahaan, 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.

2. Perusahaan yang kedua perlu memprioritaskan profitabilitas dimana, Ln profitabilitas akan dipandang sebagai barometer keberhasilan perusahaan dalam menerapkan kebijakan yang telah diambilnya. Jadi, jika kinerja perusahaan yang di tunjukan oleh rasio Ln 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.
3. Ln 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.

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 determinasi 0,52% untuk Ln profitabilitas dan 0,50% untuk nilai perusahaan sehingga generalisasi hanya pada obyek yang diteliti. Keterbatasan lain dalam penelitian ini adalah penggunaan transformasi Ln untuk menormalkan data yang masih mengandung kelemahan yang berdampak pada adjusted R square yang relatif rendah, keterbatasan lain model analisis jalur terlalu bagus dengan penggunaan Ln, sehingga nilai df nya 0..

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 kinerja perusahaan agar hasil penelitian ini menjadi lebih sempurna sehingga nilai adjusted R square menjadi lebih besar, sehingga disarankan:

1. Nilai secara teori ditentukan oleh faktor pasar makro, sehingga diperlukan uji faktor untuk mencari variabel yang lebih cocok.
2. Perlu dicari metode untuk mempertajam agar lebih tepat hasil pengujiannya.
3. Untuk menormalkan data pada penelitian mendatang sebaiknya menggunakan nilai z score.

DAFTAR PUSTAKA

- 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," *Business and Economic Horizons*.
- Clay, Darin G, 2001, Institutional 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 Management 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.

- Hardiyanto, Arif Tri; Noer Azam Achسانی; Roy Sembel; dan Tb Nur Ahmad Maulana, (2014), "Testing trade of theory of capital structure: empirical evidence of Indonesian Stock Exchange," *Economics and Finance Review*
- 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 Univesitas Diponegoro, Semarang.
- Imam Ghozali, 2008, *Analisis Statistik dengan Program Amos*, Badan Penerbit Univesitas 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 UI-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.
- Lilling, M.S., 2006, The link between the CEO Compensation & Firm Performance, *Atlantic Economic Journal*, Vol. 34 Issue 1, pg 101-114
- 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 Ln profitabilitas Sebagai Variabel Intervening, *Tesis*, Universitas Diponegoro Semarang.
- Oka Kusumajaya, Dewa Kadek, 2011, Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Ln 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.
- Purnomosidi, Lukman; Suhadak; Hermanto Siregar; M Dzulkirom, (2014), "The influence of company size, capital structure, good corporate governance, inflation, interest rate, and exchange rate of financial performance and value of the company," *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*
- Sudiyatno, Bambang, 2010, Peran Kinerja Perusahaan 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 company's 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 Choice", *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.