

DETERMINAN STRUKTUR MODAL DAN PENGARUHNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Perusahaan Wholesale and Retail Terdaftar pada BEI 2008-2012

Shelly

Erman Munzir

Universitas Esa Unggul – Jakarta

Email : cshell1708@yahoo.com

ABSTRAK

Industri *wholesale* dan *retail* di Indonesia bertumbuh secara positif setiap tahun, bahkan di kawasan Asia Pasifik termasuk industri dengan pertumbuhan sangat cepat. Oleh karena itu, investor melihat hal ini sebagai salah satu investasi yang menjanjikan, tetapi data ICMD menunjukkan bahwa hampir sebagian besar perusahaan *wholesale* dan *retail* merupakan perusahaan dengan tingkat resiko tinggi, ditunjukkan melalui struktur modal perusahaan sehingga perlu dilakukan analisa untuk mengetahui determinan struktur modal dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan agar dapat dipergunakan sebagai dasar pertimbangan investor dalam melakukan investasi.

Analisa dilakukan menggunakan data laporan keuangan 21 perusahaan *wholesale* dan *retail* terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada periode 2008-2012 dengan menggunakan metode analisis jalur untuk melihat pengaruh langsung dan tidak langsung variabel bebas (likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan) terhadap variabel terikat (nilai perusahaan dan struktur modal) serta apakah struktur modal merupakan variabel *intervening*. Hasil analisa yang dilakukan membuktikan bahwa variabel bebas secara simultan dan parsial signifikan mempengaruhi struktur modal tetapi tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan tetapi apabila melalui struktur modal, maka secara simultan dan parsial signifikan mempengaruhi nilai perusahaan sehingga struktur modal terbukti sebagai variabel *intervening*.

Key words : *wholesale, retail, investasi, struktur modal, nilai perusahaan, determinan, likuiditas, profitabilitas, ukuran perusahaan, analisis jalur, intervening*

PENDAHULUAN

Pertumbuhan industri *wholesale* dan *retail* di Indonesia yang selalu meningkat di setiap tahun, bahkan termasuk industri dengan pertumbuhan cepat di kawasan Asia Pasifik. Pertumbuhan ini didukung oleh pendapatan per kapita masyarakat, gaya hidup masyarakat, daya beli masyarakat, kemudahan dan infrastruktur *wholesale* dan *retail* yang terus berkembang. Mengingat pertumbuhan pasar yang besar, wajar jika investor melihat hal ini sebagai

peluang usaha dan merupakan salah satu investasi yang menjanjikan dari sudut pandang investor. Data *Indonesia Capital Market Directory* pada periode 2008-2012 menunjukkan bahwa perusahaan *wholesale* dan *retail* merupakan perusahaan dengan tingkat resiko besar, oleh karena itu sebelum melakukan investasi, investor terlebih dahulu harus melakukan analisa keuangan untuk melihat bagaimana posisi keuangan serta kinerja perusahaan. Dalam melakukan analisa keuangan, investor akan menganalisa laporan keuangan.

Dalam laporan keuangan, investor akan menemukan informasi mengenai struktur modal perusahaan.

Struktur modal merupakan sumber dana perusahaan dan merupakan kombinasi hutang dan modal dalam struktur keuangan perusahaan jangka panjang. Perusahaan yang dijalankan dengan menggunakan hutang yang lebih besar daripada modal merupakan perusahaan yang memiliki resiko tinggi. Struktur modal yang beresiko tinggi adalah struktur modal dengan nilai *debt to equity* lebih besar dari 1. Berdasarkan data *Indonesia Capital Market Directory* pada periode 2011-2012 menunjukkan bahwa perusahaan wholesale dan retail sebagian besar memiliki nilai DER lebih besar dari 1. Sehingga bisa dianggap bahwa perusahaan wholesale dan retail merupakan perusahaan dengan tingkat risiko tinggi. Oleh karena itu perlu dilakukan analisa faktor-faktor penentu atau determinan yang mempengaruhi struktur modal dan bagaimana pengaruhnya terhadap nilai perusahaan dengan faktor penentu yang akan digunakan adalah likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori *Pecking Order*

Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru memiliki tingkat hutang yang rendah, hal ini dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah (Breadley, Myers dan Marcus, 2007). Teori *pecking order* mempunyai 2 aturan, yaitu menggunakan pendanaan internal dan menerbitkan sekuritas yang risikonya kecil. Teori *pecking order* secara tidak langsung menyatakan bahwa jika sumber dana dari luar perusahaan diperlukan perusahaan pertama-tama harus menerbitkan hutang sebelum menerbitkan saham. Hanya jika kapasitas perusahaan untuk menggunakan hutang mencapai

maksimal baru kemudian perusahaan mempertimbangkan untuk menerbitkan saham. Mengingat ada berbagai macam hutang, teori *pecking order* secara tidak langsung juga menyatakan manajer perusahaan sebaiknya menebitkan surat hutang yang aman yaitu surat hutang dengan risiko yang kecil.

Struktur modal

Struktur modal merupakan proporsi dalam pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan secara permanen, menggunakan dana yang diperoleh dari kombinasi atau panduan sumber dana yang berasal dari dalam maupun luar perusahaan. Kombinasi atau panduan sumber dana ini harus mencerminkan perimbangan antara hutang dan modal. Sumber dana yang berasal dari luar diperoleh dari pinjaman atau hutang (baik jangka pendek maupun panjang) sedangkan sumber dana yang berasal dari dalam diperoleh dari sumber modal sendiri (modal saham, laba ditahan dan cadangan).

Struktur modal terbagi menjadi 2 bagian penting, yaitu *debt* (hutang) dan *equity* (modal), dimana penjumlahan *debt* dan *equity* tersebut membentuk nilai perusahaan. Struktur modal dapat dihitung melalui *Debt to Equity Ratio* (DER). Perusahaan yang memiliki nilai DER yang tinggi berarti dalam menjalankan operasional menggunakan hutang sehingga biasanya merupakan perusahaan yang tidak likuid dan mempunyai tingkat risiko yang tinggi.

Teori struktur modal menjelaskan mengenai kebijakan pembelanjaan jangka panjang yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, biaya modal perusahaan dan harga saham perusahaan serta kombinasi hutang jangka panjang dan modal sendiri yang dapat membuat struktur modal optimal. Struktur modal optimal adalah struktur modal yang memaksimalkan nilai perusahaan atau meminimalkan biaya modal perusahaan atau memaksimalkan harga pasar saham perusahaan.

Teori struktur modal adalah teori yang paling canggih dan elegan di bidang keuangan. Tetapi tidak satupun dari teori struktur modal yang mampu mengevaluasi struktur modal yang optimal bagi sebuah perusahaan, sehingga dalam penentuan struktur modal yang optimal, manajer atau pakar ekonomi mengambil bukti yang ada dalam dunia nyata.

Teori struktur modal yang dikenal pertama kali dicetuskan oleh Franco Modigliani dan Merton Miller pada tahun 1958, disebut teori MM. Menurutnya, dalam struktur modal yang menggunakan dana dari hutang tidak mempunyai pengaruh apapun terhadap nilai perusahaan, namun bila mulai mempertimbangkan faktor pajak, penggunaan hutang akan selalu lebih menguntungkan dan dapat meningkatkan nilai perusahaan, dengan asumsi bahwa yang dipergunakan dalam model ini tidak ada biaya kebangkrutan, tidak ada biaya transaksi dan bunga pinjaman dan simpanan besarnya sama bagi perorangan ataupun perusahaan.

Teori *trade off* mengatakan bahwa bila perusahaan menggunakan *leverage* maka perusahaan akan memperoleh keuntungan berupa penghematan pajak, namun disisi lain harus pula diperhitungkan biaya yang akan timbul akibat penggunaan *leverage* tersebut, seperti biaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan (Keown, 2005).

Teori *signaling* menjelaskan bahwa perusahaan yang mampu menghasilkan laba cenderung meningkatkan jumlah hutangnya, karena tambahan pembayaran bunga akan diimbangi dengan laba sebelum pajak. Perusahaan yang memprediksi rendahnya laba yang diperoleh akan cenderung untuk menggunakan tingkat utang yang rendah. Hutang perusahaan yang tinggi akan meningkatkan kemungkinan perusahaan menghadapi kesulitan keuangan. Semakin sukses suatu perusahaan, kemungkinan

untuk menggunakan lebih banyak hutang semakin bertambah. Perusahaan dapat menggunakan tambahan bunga untuk mengurangi pajak atas laba perusahaan yang lebih besar. Semakin aman perusahaan dari segi pembiayaan, tambahan hutang hanya meningkatkan sedikit risiko kebangkrutan. Perusahaan yang rasional akan meningkatkan hutang jika tambahan hutang dapat meningkatkan laba sedangkan investor yang rasional akan memandang hutang sebagai sinyal dari peningkatan nilai perusahaan.

Berikut merupakan faktor-faktor yang mungkin mempunyai pengaruh penting terhadap struktur modal yang optimal yaitu stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan perusahaan penilai kredibilitas, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan (Weston dan Brigham, 1997).

Nilai Perusahaan

Perusahaan adalah suatu organisasi yang mengkombinasikan dan mengorganisasikan berbagai sumber daya dengan tujuan untuk memproduksi barang dan atau jasa untuk dijual (Salvatore, 2005). Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan *value of the firm* - nilai perusahaan. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar (Keown, 2005)

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dan sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan

membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan.

Saham adalah bukti kepemilikan seseorang atau badan terhadap sebuah perusahaan. Perusahaan yang membutuhkan dana dalam bentuk ekuitas atau modal sendiri dapat diperoleh melalui penerbitan saham. Saham tersebut dapat dijual secara langsung kepada pemilik dana atau investor atau masyarakat luas melalui pasar saham.

Return saham adalah tingkat keuntungan yang diperoleh oleh pemilik dana atau investor atas investasi saham jangka pendek ataupun panjang yang dilakukan. Dalam melakukan investasi, investor yang rasional akan mempertimbangkan 2 hal, yaitu *expected return* (tingkat pengembalian yang diharapkan) dan *risk* (resiko yang terkandung dalam investasi yang dilakukan).

Likuiditas

Likuiditas adalah kemampuan sebuah perusahaan dalam membayar tagihan dalam jangka waktu pendek tanpa mengganggu operasi. Dalam *the balance sheet*, likuiditas perusahaan ditandai dengan pembagian nilai aktiva lancar dibagi hutang jangka pendek. Suatu perusahaan yang mempunyai kekuatan membayar sedemikian besarnya sehingga mampu memenuhi segala kewajiban finansialnya disebut perusahaan likuid, dan sebaliknya yang tidak mempunyai kemampuan membayar adalah ilikuid. Sebuah perusahaan dinilai likuid apabila nilai hasil pembagian nilai aktiva lancar dengan hutang jangka pendek lebih besar dari 1. Pada umumnya investor dalam melakukan investasi juga melihat likuiditas perusahaan sehingga likuiditas juga mempengaruhi struktur modal perusahaan. Investor yang melakukan investasi maka akan menambah hutang jangka panjang/pendek sehingga ada perubahan dalam struktur modal perusahaan.

Profitabilitas

Profitabilitas adalah ukuran yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi para pemegang sahamnya atas aset yang dimiliki. *Profit* yang dibagikan kepada pemegang saham (*dividen*) akan menyebabkan perusahaan membutuhkan dana dari eksternal sehingga menambah hutang jangka panjang/pendek perusahaan. *Profit* yang ditahan (*retained earning*) menyebabkan perusahaan mempunyai dana tambahan modal sehingga terjadi perubahan modal perusahaan dan pengurangan penggunaan pinjaman / hutang. Oleh karena itu profitabilitas dapat mempengaruhi terjadinya perubahan struktur modal perusahaan.

Profitabilitas penting dalam usaha mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan dalam jangka panjang, karena profitabilitas menunjukkan apakah perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang. Setiap perusahaan akan selalu berusaha meningkatkan profitabilitasnya, karena semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu perusahaan maka kelangsungan hidup perusahaan tersebut akan lebih terjamin. Profitabilitas yang meningkat menunjukkan bahwa kinerja manajemen dalam mengelola sumber dana pembiayaan operasional untuk menghasilkan laba bersih meningkat dan semakin efisien sehingga dapat dikatakan bahwa selain memperhatikan efisiensi manajemen dalam mengelola investasi yang dimiliki perusahaan, investor juga memperhatikan kinerja manajemen yang mampu mengelola sumber dana. Profitabilitas yang bertumbuh menunjukkan prospek perusahaan yang semakin baik karena adanya potensi peningkatan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Hal ini ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif dari perusahaan sehingga akan meningkatkan kepercayaan investor serta mempermudah manajemen perusahaan untuk menarik modal dalam bentuk saham. Apabila terdapat kenaikan permintaan

saham suatu perusahaan, maka secara tidak langsung akan menaikkan nilai perusahaan tersebut di pasar modal.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan besar-kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total penjualan, *total assets* (aktiva) dan rata-rata tingkat penjualan (Seftianne, 2011). *Total assets* sebagai *use of fund* mempengaruhi struktur modal karena menentukan bagaimana suatu perusahaan harus menyediakan dana untuk membiayai *asset*-nya yang menyebabkan komposisi hutang dan modal perusahaan berubah.

Perusahaan dengan ukuran besar memiliki akses lebih besar dan luas untuk mendapat sumber pendanaan dari luar, sehingga untuk memperoleh pinjaman akan menjadi lebih mudah karena dikatakan bahwa perusahaan dengan ukuran besar memiliki kesempatan lebih besar untuk memenangkan persaingan atau bertahan dalam industri.

Perusahaan yang berukuran besar mempunyai berbagai kelebihan dibanding perusahaan berukuran kecil. Kelebihan perusahaan dengan ukuran besar adalah ukuran perusahaan dapat menentukan tingkat kemudahan perusahaan memperoleh dana dari pasar modal, ukuran perusahaan menentukan kekuatan tawar-menawar (*bargaining power*) dalam kontrak keuangan dan ada kemungkinan pengaruh skala dalam biaya dan *return* membuat perusahaan yang lebih besar dapat memperoleh lebih banyak laba (Sawir, 2004).

PENELITIAN TERDAHULU

Margaretha dan Rizky (2010) melakukan penelitian dengan judul Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Variabel terikat yang digunakan adalah struktur modal dan variabel bebas yang digunakan adalah ukuran perusahaan, *tangibility*, profitabilitas, *growth*, *non debt tax shield*,

umur perusahaan dan investasi. Objek penelitian dilakukan pada 40 perusahaan manufaktur terdaftar pada BEI di periode 2005 – 2008 dengan menggunakan metode analisis regresi berganda. Dari penelitian tersebut disimpulkan bahwa umumnya terhadap struktur modal, profitabilitas, likuiditas, *growth* dan *non debt tax shield* memiliki pengaruh sedangkan ukuran perusahaan, *tangibility*, umur perusahaan dan investasi tidak memiliki pengaruh. Dalam penelitiannya Margaretha dan Rizky (2010) mengukur pengaruh variabel bebas terhadap struktur modal jangka pendek dan struktur modal jangka panjang. Terhadap struktur modal jangka pendek, variabel yang memiliki pengaruh adalah *tangibility*, profitabilitas, likuiditas, *growth*, *non debt tax shield* dan umur perusahaan sedangkan variabel yang tidak memiliki pengaruh adalah ukuran perusahaan dan investasi. Terhadap struktur modal jangka panjang, variabel yang memiliki pengaruh adalah ukuran perusahaan, *tangibility* dan *non debt tax shield* sedangkan variabel yang tidak memiliki pengaruh adalah profitabilitas, likuiditas, *growth*, umur perusahaan dan investasi.

Utami (2009) melakukan penelitian dengan judul Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. Variabel terikat yang digunakan adalah struktur modal dan variabel bebas yang digunakan adalah ukuran perusahaan, risiko bisnis, tingkat pertumbuhan, struktur aktiva dan profitabilitas. Objek penelitian dilakukan pada 10 perusahaan manufaktur terdaftar pada BEI di periode 2003 – 2006 dengan menggunakan metode analisis regresi berganda. Dari penelitian tersebut disimpulkan bahwa ukuran perusahaan, risiko bisnis dan tingkat pertumbuhan tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal sedangkan struktur aktiva dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Kartika (2009) melakukan penelitian dengan judul Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan

Manufaktur yang Go Public di BEI. Variabel terikat yang digunakan adalah struktur modal dan variabel bebas yang digunakan adalah risiko bisnis, struktur aktiva, profitabilitas, ukuran perusahaan. Objek penelitian dilakukan pada 71 perusahaan manufaktur terdaftar pada BEI di periode 2004 – 2006 dengan menggunakan metode analisis regresi berganda. Dari penelitian tersebut disimpulkan bahwa risiko bisnis tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal sedangkan struktur aktiva, profitabilitas dan ukuran perusahaan secara signifikan memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

Ganerse dan Suarjaya (2014) melakukan penelitian dengan judul Pengaruh Faktor Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Terhadap *Return Saham* Perusahaan F&B. Variabel bebas yang digunakan adalah likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah *return* saham. Objek penelitian dilakukan pada 16 perusahaan *food* dan *beverage* terdaftar di BEI pada periode 2008-2011 dengan menggunakan metode regresi linier berganda. Dari penelitian tersebut disimpulkan bahwa variabel profitabilitas, likuiditas dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham tetapi secara parsial hanya variabel profitabilitas dan ukuran perusahaan yang signifikan positif mempengaruhi *return* saham.

Sabir dan Malik (2012) melakukan penelitian dengan judul *Determinants of Capital Structure – A Study of Oil and Gas Sector of Pakistan*. Variabel terikat yang digunakan adalah *leverage of firms* dan variabel bebas yang digunakan adalah *profitability*, *liquidity*, *firm size* dan *tangibility*. Objek penelitian dilakukan pada 5 perusahaan minyak dan gas di pakistan pada periode 2005 – 2010 dengan menggunakan metode analisis regresi berganda. Dari penelitian tersebut disimpulkan bahwa *profitability* memiliki hubungan negatif terhadap *leverage of*

firms sedangkan variabel lain menunjukkan hubungan positif dengan *leverage of firms*.

Safitri, Sinarwati dan Atmadja (2015) melakukan penelitian dengan judul Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas dan *Leverage* Terhadap *Return Saham* Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI tahun 2009 – 2013. Variabel terikat yang digunakan adalah *return* saham dan variabel bebas yang digunakan adalah profitabilitas, likuiditas dan *leverage*. Objek penelitian dilakukan pada 55 perusahaan manufaktur terdaftar di BEI pada periode 2009 – 2013 dengan menggunakan metode analisis regresi berganda. Dari penelitian tersebut disimpulkan bahwa variabel profitabilitas, likuiditas dan *leverage* secara bersama-sama berpengaruh positif terhadap *return* saham

PERUMUSAN HIPOTESIS

Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal

Likuiditas merupakan kemampuan sebuah perusahaan dalam membayar tagihan dalam jangka waktu pendek tanpa mengganggu operasi. Dalam *the balance sheet*, likuiditas perusahaan ditandai dengan pembagian nilai aktiva lancar dibagi hutang jangka pendek. Sebuah perusahaan dinilai likuid apabila nilai hasil pembagian lebih besar dari 1. Pada umumnya investor dalam melakukan investasi juga melihat likuiditas perusahaan sehingga likuiditas juga mempengaruhi struktur modal perusahaan. Investor yang melakukan investasi maka akan menambah hutang jangka panjang/pendek sehingga ada perubahan dalam struktur modal perusahaan hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Margaretha dan Ramadhan (2010) yang mempunyai hasil bahwa likuiditas mempengaruhi struktur modal. Berdasarkan uraian diatas, maka dirumuskan hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah sebagai berikut

H1 : Jika likuiditas mengalami peningkatan, maka struktur modal akan mengalami penurunan.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Profitabilitas merupakan ukuran yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi para pemegang sahamnya atas aset yang dimiliki. Profit yang dibagikan kepada pemegang saham (dividen) akan menyebabkan perusahaan membutuhkan dana dari eksternal sehingga menambah hutang jangka panjang/pendek perusahaan. Profit yang ditahan (*retained earning*) menyebabkan perusahaan mempunyai dana tambahan modal sehingga terjadi perubahan modal perusahaan dan pengurangan penggunaan pinjaman / hutang. Oleh karena itu profitabilitas dapat mempengaruhi terjadinya perubahan struktur modal perusahaan. Utami (2009) dalam penelitiannya menggunakan variabel profitabilitas dengan hasil profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Berdasarkan uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah sebagai berikut
H2 : Jika profitabilitas mengalami peningkatan, maka struktur modal akan meningkat.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan menggambarkan besar-kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total penjualan, *total assets* (aktiva) dan rata-rata tingkat penjualan (Seftianne, 2011). *Total assets* sebagai *use of fund* mempengaruhi struktur modal karena menentukan bagaimana suatu perusahaan harus menyediakan dana untuk membiayai *assets*-nya yang menyebabkan komposisi hutang dan modal perusahaan berubah. Kartika (2009) melakukan penelitian yang mempunyai hasil ukuran perusahaan secara signifikan memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Berdasarkan uraian diatas, maka

dapat dirumuskan hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah sebagai berikut

H3 : Jika ukuran perusahaan mengalami peningkatan, maka struktur modal akan mengalami peningkatan.

Pengaruh Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan

Dalam melakukan investasi seorang investor akan melihat tingkat likuiditas perusahaan tersebut. Likuiditas perusahaan mencerminkan tingkat keaktifan suatu saham diperdagangkan di bursa efek, semakin aktif maka semakin tinggi tingkat permintaan saham perusahaan tersebut. Berdasarkan hukum *supply-demand* apabila sebuah barang mempunyai tingkat permintaan yang tinggi maka barang tersebut akan mengalami kenaikan harga. Berdasarkan uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut
H4 : Jika Likuiditas mengalami peningkatan, maka nilai perusahaan akan mengalami peningkatan.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah (Breadley, Myers dan Marcus, 2007). Perusahaan yang memiliki tingkat hutang rendah akan menarik minat investor untuk melakukan investasi atau meningkatkan kepercayaan investor karena profitabilitas yang tinggi menunjukkan efektivitas dan efisiensi manajemen perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Tingkat kepercayaan investor yang meningkat dapat menaikkan nilai perusahaan tersebut di pasar modal. Berdasarkan uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis kelima dalam penelitian ini adalah sebagai berikut
H5 : Jika profitabilitas mengalami peningkatan, maka nilai perusahaan akan mengalami peningkatan.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

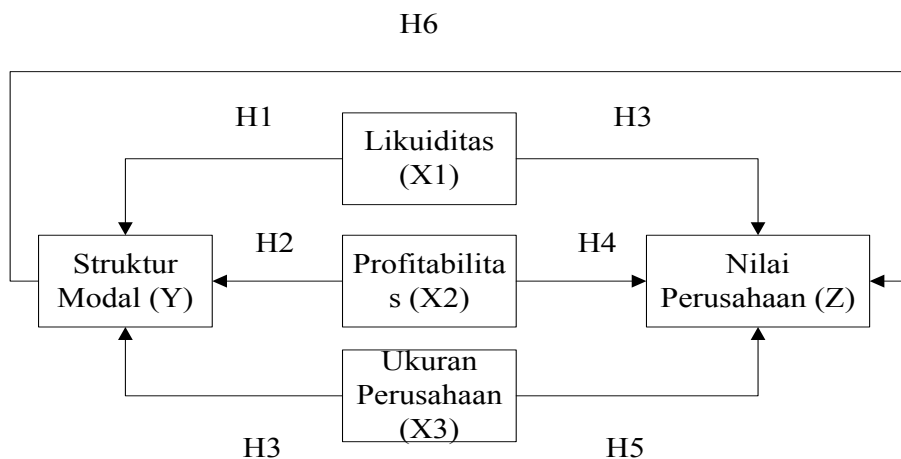
Ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor penting dalam pembentukan nilai perusahaan. Perusahaan yang lebih besar dapat menghasilkan *earning* yang lebih besar sehingga mendapatkan *return* yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang lebih kecil hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Ganerse dan Suarjaya (2014) yang mempunyai hasil bahwa ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh signifikan positif terhadap *return* saham, dimana semakin besar ukuran perusahaan maka *return* saham yang dihasilkan akan semakin tinggi. Berdasarkan uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis keenam dalam penelitian ini adalah sebagai berikut H6 : Jika ukuran perusahaan mengalami peningkatan, maka nilai perusahaan akan mengalami peningkatan.

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Struktur modal terbagi menjadi 2 bagian penting, yaitu *debt* (hutang) dan *equity* (modal), dimana penjumlahan *debt* dan *equity* tersebut membentuk nilai perusahaan. Struktur modal merupakan

kombinasi hutang dan modal dalam struktur keuangan jangka panjang yang diukur menggunakan DER. Saat ini tidak ada aturan yang menentukan nilai wajar DER, hanya saja umumnya nilai DER harus kurang dari 1, karena nilai DER yang lebih dari 1 menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan hutang lebih tinggi daripada modal dalam menjalankan operasionalnya, sehingga risiko perusahaan tersebut tinggi. Investor ketika melihat risiko perusahaan yang tinggi akan mempertimbangkan kembali apakah risiko yang diambil dapat diimbangi dengan tingkat pengembalian yang diperoleh. Berdasarkan uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis ketujuh dalam penelitian ini adalah sebagai berikut H7 : Jika struktur modal mengalami peningkatan, maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan.

Hubungan antara variabel – variabel dalam penelitian ini menggambarkan hubungan ketergantungan variabel terikat dengan variabel bebas, dimana variabel bebas mempunyai hubungan *one to one relation* dengan variabel terikat dan menggambarkan adanya variabel *intervening* terhadap variabel terikat. Berikut merupakan gambar model penelitian



Gambar 1 Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan desain klausul, yaitu mencari hubungan atau pengaruh antara variabel likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap variabel struktur modal dan nilai perusahaan. Dimana hubungan dan pengaruh tersebut dilihat secara langsung dan tidak langsung

Teknik Pengumpulan Data dan Pengambilan Sampel

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu data laporan keuangan 21 perusahaan wholesale dan retail. Sumber data sekunder antara lain *Indonesia Capital Market Directory* yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia di tahun 2010-2013 yang memuat data laporan keuangan periode 2008-2012.

Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* (pengambilan sampel bertujuan) yaitu penarikan sampel dengan pertimbangan tertentu yang didasarkan pada kepentingan atau tujuan penelitian. Kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel adalah merupakan perusahaan yang bergerak di sektor *wholesale* dan *retail* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia di periode 2008-2012 dan mempunyai nilai DER, ROE, *current ratio*, dan *total assets* positif.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Struktur modal

Struktur modal merupakan kombinasi hutang dan modal dalam struktur keuangan perusahaan jangka panjang. Untuk mengukur nilai struktur modal, peneliti menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) yang menunjukkan proporsi dana yang bersumber dari hutang untuk membiayai aktivitas perusahaan. Perusahaan yang memiliki nilai DER yang tinggi berarti dalam menjalankan operasional menggunakan hutang sehingga biasanya merupakan perusahaan yang

tidak likuid dan mempunyai tingkat risiko yang tinggi

$$\text{Debt Equity Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \quad (3.1)$$

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar (Keown, 2005). Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dan sering dikaitkan dengan harga saham. Untuk mengukur nilai perusahaan, peneliti menggunakan *return* saham yang menunjukkan tingkat keuntungan yang diperoleh oleh pemilik dana atau investor atas investasi saham jangka pendek ataupun panjang yang dilakukan.

$$\text{Return saham} = \frac{\text{Harga Saham } t - \text{Harga Saham } t-1}{\text{Harga Saham } t-1} \quad (3.2)$$

Profitabilitas

Merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dari kegiatan bisnis yang dilakukan. Untuk mengukur variabel profitabilitas, peneliti menggunakan *Return on Equity* (ROE) yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba setelah pajak dengan menggunakan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. ROE yang semakin tinggi menandakan bahwa penggunaan modal sendiri yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan semakin efisien. Profitabilitas yang meningkat menunjukkan bahwa meningkatnya kinerja manajemen dalam mengelola sumber dana pembiayaan operasional secara efektif untuk menghasilkan laba bersih.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Earning after taxes}}{\text{Total Equity}} \quad (3.3)$$

Likuiditas

Merupakan kemampuan sebuah perusahaan dalam membayar tagihan dalam jangka waktu pendek tanpa

menggangu operasi. Untuk mengukur variabel likuiditas, peneliti menggunakan *current ratio* yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar hutang lancar dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki. *Current ratio* dipilih sebagai pengukuran variabel dengan pertimbangan bahwa rasio ini melibatkan *inventory* di dalamnya, mengingat bahwa kegiatan utama perusahaan *wholesale* dan *retail* adalah menjual barang-barang yang diproduksi oleh produsen dengan jumlah barang yang besar, sehingga rasio ini dapat digunakan untuk mengetahui sejauh mana kesanggupan suatu perusahaan untuk memenuhi tuntutan kreditor jangka pendek dengan menggunakan aktiva lancar yang diperkirakan menjadi uang tunai. Selain itu, *current ratio* dapat digunakan untuk menduga sampai mana kemampuan perusahaan membayar kewajibannya. Semakin besar *current ratio* semakin baiklah posisi kreditor, karena akan memberi signal yang baik dimana kemungkinan perusahaan membayar kewajibannya tepat waktu sangat besar.

$$current\ ratio = \frac{Current\ Assets}{currents\ liabilities} \quad (3.4)$$

Ukuran Perusahaan

Menggambarkan besar-kecilnya suatu perusahaan. Untuk mengukur variabel ukuran perusahaan, peneliti menggunakan nominal *total asset*.

$$Ukuran\ perusahaan = \frac{total\ asset}{1000000} \quad (3.5)$$

Tabel 1 Variabel Penelitian

Variabel	Pengukuran	Skala
Likuiditas	Current Ratio	Ratio
Profitabilitas	ROE	Ratio
Ukuran Perusahaan	Total Asset	Nominal
Struktur Modal	DER	Ratio
Nilai Perusahaan	Return Saham	Ratio

Metode Analisis

Dalam penelitian ini akan dilakukan metode *analisis two stage least square* (TSLS) untuk mengetahui pengaruh secara langsung maupun tidak langsung antara likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan yang diintervensi oleh struktur modal dengan menggunakan teknik analisis jalur. Analisis jalur digunakan untuk melihat secara langsung dan tidak langsung hubungan antar variabel

Dalam laporan posisi keuangan menggambarkan pola pembiayaan *assets – use of fund* dari *liabilities – source of fund*. Pola pembiayaan menunjukkan hubungan saling mempengaruhi, dimana nilai *current liabilities* dan *long term debt* akan mengalami perubahan apabila ada perubahan dalam nilai *current assets* dan *long term debt* serta *equity* akan mengalami perubahan apabila nilai *fixed assets* berubah. Apabila komposisi pada *liabilities* mengalami perubahan, maka struktur modal perusahaan tersebut akan berubah, karena komposisi *liabilities* dan *equity* membentuk struktur modal perusahaan. Hubungan saling mempengaruhi tersebut adalah *one to one relation* yang dapat digambarkan menjadi sebuah persamaan struktural berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \beta_3X_3 + \epsilon \quad (3.6)$$

$$Z = \alpha + \beta_4X_1 + \beta_5X_2 + \beta_6X_3 + \epsilon \quad (3.7)$$

$$Z = \alpha + \beta_7Y + \epsilon \quad (3.8)$$

Dimana :

Z = Return saham

Y = Struktur modal

α = Konstanta

βi = Koefisien jalur

X1 = Likuiditas

X2 = Profitabilitas

X3 = Ukuran Perusahaan

ε = Error

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisa Deskriptif

Current ratio dengan jumlah data sebanyak 81 mempunyai nilai terendah 0,68 dan nilai tertinggi 10,2. Nilai terendah dicapai oleh PT Hero Supermarket pada tahun 2012 dan nilai tertinggi dicapai oleh PT Triwira Insanlestari pada tahun 2009. Nilai rata-rata dari *current ratio* adalah 2,17 dan standar deviasi 1,9 dengan demikian dapat diartikan bahwa perusahaan *wholesale* dan *retail* rata-rata mempunyai kemampuan membayar kewajiban jangka pendeknya 2 kali lebih besar dari kewajibannya sehingga perusahaan *wholesale* dan *retail* merupakan perusahaan yang likuid.

Return on equity dengan jumlah data sebanyak 81 mempunyai nilai terendah 0,002 dan nilai tertinggi 0,81. Nilai terendah dicapai oleh PT Sigmagold Inti Perkasa pada tahun 2008 dan nilai tertinggi dicapai oleh PT Matahari Putra Prima pada tahun 2010. Nilai rata-rata dari ROE adalah 0,14 dan standar deviasi 0,13. Nilai ini menunjukkan bahwa perusahaan *wholesale* dan *retail* rata-rata mempunyai tingkat pengembalian modal sekitar 13 – 14% per tahun. Nilai rata-rata dan standar deviasi menunjukkan tidak adanya fluktuasi yang besar pada perusahaan *wholesale* dan *retail*.

Total assets dengan jumlah data sebanyak 81 mempunyai nilai terendah 0,04 dan nilai tertinggi 11,42. Nilai terendah dicapai oleh PT Millennium Pharmacon International Tbk pada tahun 2012 dan nilai tertinggi dicapai oleh PT Matahari Putra Prima pada tahun 2010. Nilai rata-rata dari *total assets* adalah 2,15 dan standar deviasi 2,49.

Debt equity ratio dengan jumlah data sebanyak 81 mempunyai nilai terendah 0,10 dan nilai tertinggi 23,94. Nilai terendah dicapai oleh PT Ace Hardware pada tahun 2009 dan nilai tertinggi dicapai oleh PT Permata Prima Sakti Tbk pada tahun 2008. Nilai rata-rata dari DER adalah 2,46 dan standar deviasi 3,83, nilai rata-rata DER menunjukkan bahwa

perusahaan *wholesale* dan *retail* dalam menjalankan kegiatannya lebih banyak menggunakan hutang sehingga perusahaan *wholesale* dan *retail* merupakan perusahaan dengan tingkat risiko besar.

Return saham dengan jumlah data sebanyak 81 mempunyai nilai terendah - 0,81 dan nilai tertinggi 3,31. Nilai terendah dicapai oleh PT Triwira Insan Lestari Tbk pada tahun 2009 dan nilai tertinggi dicapai oleh PT Mitra Adi Perkasa Tbk pada tahun 2010. Nilai rata-rata dari *return* saham adalah 0,33 dan standar deviasi 0,77. Nilai standar deviasi lebih besar dari pada nilai rata-rata, hal ini menunjukkan adanya fluktuasi *return* saham pada perusahaan *wholesale* dan *retail* yang menjadi sampel, di periode 2008-2012 nilai saham diakhir tahun ada yang *increase*, *decrease* atau tidak mengalami perubahan dengan harga di periode sebelumnya.

Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk mengetahui apakah data yang digunakan terdistribusi dengan normal atau tidak. Analisis parametrik seperti regresi linier mensyaratkan bahwa data harus terdistribusi normal. Salah satu metode yang digunakan untuk uji normalitas adalah metode *Kolmogorov-Smirnov Z*. Metode pengambilan keputusan untuk uji normalitas yaitu jika nilai signifikansi $> 0,05$ maka data terdistribusi normal dan jika signifikansi $< 0,05$ maka data tidak terdistribusi normal. Uji normalitas menggunakan metode *Kolmogorov-Smirnov* mempunyai hasil sebagai berikut variabel ukuran perusahaan dengan nilai rata-rata 1,8 dan standar deviasi 1,46 memiliki nilai signifikan sebesar 0,2; variabel likuiditas dengan nilai rata-rata 1,3 dan standar deviasi 0,36 memiliki nilai signifikan 0,2; variabel profitabilitas dengan nilai rata-rata 0,14 dan standar deviasi 0,08 memiliki nilai signifikan 0,2; variabel struktur modal dengan nilai rata-rata 1,9 dan standar deviasi 0,8 memiliki nilai signifikan 0,2; dan variabel nilai perusahaan dengan nilai rata-rata 0,6 dan

standar deviasi 0,5 memiliki nilai signifikan sebesar 0,2. Dari hasil penelitian tersebut semua variabel mempunyai nilai signifikan lebih besar dari 0,05 sehingga kesimpulan yang ditarik adalah data sampel penelitian terdistribusi normal.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terdapat kesamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas adalah melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID), titik menyebar dengan pola tidak jelas diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y

Uji Heteroskedastisitas terhadap struktur modal dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID) mempunyai hasil bahwa titik-titik menyebar dengan pola tidak jelas diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y sehingga dapat disimpulkan bahwa pada model regresi tidak terjadi masalah heteroskedastisitas.

Uji Heteroskedastisitas terhadap nilai perusahaan dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID) mempunyai hasil bahwa titik-titik menyebar dengan pola tidak jelas diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y sehingga dapat disimpulkan bahwa pada model regresi tidak terjadi masalah heteroskedastisitas.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam regresi ditemukan korelasi antar variabel bebas yang kuat atau tinggi, Untuk menguji adanya multikolinearitas digunakan uji VIF (*Variance Inflation Factors*) dan *tolerance*.

Aturan dalam pengujian multikolinearitas adalah apabila nilai *VIF*

>10 dan nilai *tolerance* < 0.1 maka terdapat multikolinearitas antar variabel bebas dalam model regresi dan apabila nilai *VIF* <10 dan nilai *tolerance* > 0.1 maka tidak terdapat multikolinearitas antar variabel bebas dalam model regresi.

Uji multikolinearitas yang dilakukan terhadap ketiga persamaan mempunyai hasil nilai *tolerance* lebih besar dari 0,1 dan nilai *VIF* lebih kecil dari 10, sehingga kesimpulan yang ditarik adalah tidak terdapat multikolinearitas pada ketiga persamaan.

Tabel 2 Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Tes Multikolinearitas			
	Struktur Modal		Nilai Perusahaan	
	Tol	VIF	Tol	VIF
Likuiditas	0,918	1,089	0,935	1,070
Profitabilitas	0,826	1,211	0,790	1,266
Total Asset	0,895	1,118	0,839	1,192
Struktur Modal			1,000	1,000

Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah korelasi yang terjadi antar observasi dalam satu variabel. cara untuk mendeteksi adanya autokorelasi adalah dengan menggunakan *Durbin Watson (DW) statistics*. Untuk membantu penarikan kesimpulan ada tidaknya hubungan autokorelasi, DW mempunyai tabel yang digunakan sebagai aturan perbandingan uji DW yang dilakukan.

Tabel DW terdiri atas dua nilai, yaitu batas bawah (dL) dan batas atas (dU). nilai dL dan dU diperoleh melalui Tabel DW dengan melihat banyaknya sampel serta banyak variabel bebas yang digunakan. dL dan dU digunakan sebagai pembanding uji DW, dengan aturan apabila nilai DW < dL dan DW > 4-dL berarti ada korelasi, apabila nilai dL < DW < dU atau 4-dU < DW < 4- dL berarti tidak ada keputusan pasti dan apabila nilai dU < DW < 4- dU berarti tidak terjadi korelasi.

Uji autokorelasi yang dilakukan terhadap persamaan 3.6 dengan menggunakan *Durbin-Watson* mempunyai hasil 1,938. Berdasarkan tabel DW dengan

signifikan 0,05 dengan nilai $k = 3$ (jumlah variabel bebas) dan $N = 40$ (jumlah data) maka diperoleh nilai $dL = 1,3384$ dan $dU = 1,6589$. Jika hasil DW diatas dimasukkan kedalam tabel uji DW, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,938 terletak pada daerah $dU < DW < 4 - dU$ yang berarti tidak ada autokorelasi pada persamaan 3.6.

Uji autokorelasi yang dilakukan terhadap persamaan 3.7 dengan menggunakan *Durbin-Watson* mempunyai hasil 1,245. Berdasarkan tabel DW dengan signifikan 0,05 dengan nilai $k = 3$ (jumlah variabel bebas) dan $N = 21$ (jumlah data) maka diperoleh nilai $dL = 1,0262$ dan $dU = 1,6694$. Jika hasil DW diatas dimasukkan kedalam tabel uji DW, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,245 terletak pada daerah $dL < DW < dU$ yang berarti tidak ada keputusan yang pasti pada persamaan 3.7.

Uji autokorelasi yang dilakukan terhadap persamaan 3.8 dengan menggunakan *Durbin-Watson* mempunyai hasil 1,464. Berdasarkan tabel DW dengan signifikan 0,05 dengan nilai $k = 1$ (jumlah variabel bebas) dan $N = 21$ (jumlah data) maka diperoleh nilai $dL = 1,2212$ dan $dU = 1,4200$. Jika hasil DW diatas dimasukkan kedalam tabel uji DW, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,464 terletak pada daerah $dU < DW < 4 - dU$ yang berarti tidak ada autokorelasi pada persamaan 3.8.

Pengujian Hipotesis

Analisis Koefisien Determinasi

Analisis $R^2 - R$ Square atau koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui seberapa besar presentasi sumbangan pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Untuk model regresi linier yang menggunakan 3 atau lebih variabel bebas, untuk menganalisa koefisien determinasi akan menggunakan nilai *adjusted R Square* sedangkan untuk model regresi linier yang menggunakan 1 variabel bebas,

untuk menganalisa koefisien determinasi akan menggunakan nilai *R Square*.

Nilai *adjusted R Square* dari persamaan 3.6 adalah 0,37, kesimpulan yang ditarik adalah bahwa pengaruh variabel likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap variabel struktur modal adalah 37,2% dan pengaruh faktor lain yang tidak diteliti adalah 62,8%

Nilai *adjusted R Square* dari persamaan 3.7 adalah 0,111, kesimpulan yang ditarik adalah bahwa pengaruh variabel likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap variabel nilai perusahaan adalah 11,1% dan pengaruh faktor lain yang tidak diteliti adalah 88,9%

Nilai *R Square* dari persamaan 3.8 adalah 0,211, kesimpulan yang ditarik adalah bahwa pengaruh variabel struktur modal terhadap variabel nilai perusahaan adalah 21,1% dan pengaruh faktor lain yang tidak diteliti adalah 78,9%

Uji F (ANOVA)

Uji F digunakan untuk menguji pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Pengambilan keputusan berdasarkan signifikansi adalah apabila $Sig > 0,05$ maka H_0 diterima dan apabila $Sig \leq 0,05$ maka H_0 ditolak. H_0 adalah hipotesis yang menyatakan bahwa variabel terikat secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel terikat.

Uji F pada persamaan 3.6 dan 3.8 menunjukkan nilai Sig lebih kecil dari 0,05, maka kesimpulan yang ditarik pada persamaan 3.6 adalah variabel likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap struktur modal dan kesimpulan yang ditarik pada persamaan 3.8 adalah variabel struktur modal secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Uji F pada persamaan 3.7 menunjukkan nilai Sig lebih besar dari 0,05, maka kesimpulan yang ditarik pada persamaan 3.7 adalah variabel likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan secara

bersama-sama tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Uji T – Parsial Signifikan

Uji T digunakan untuk menguji pengaruh variabel bebas secara parsial terhadap variabel terikat. Pengambilan keputusan berdasarkan signifikansi adalah apabila Sig > 0,05 maka H₀ diterima dan apabila Sig ≤ 0,05 maka H₀ ditolak. H₀ adalah hipotesis yang menyatakan bahwa variabel terikat tidak berpengaruh terhadap variabel terikat.

Uji T pada masing-masing variabel bebas dalam persamaan 3.6 dan 3.8 menunjukkan nilai Sig lebih kecil dari 0,05, maka kesimpulan yang ditarik pada persamaan 3.6 adalah variabel likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan secara signifikan berpengaruh terhadap struktur modal dan kesimpulan yang ditarik pada persamaan 3.8 adalah variabel struktur modal secara signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Uji T pada masing-masing variabel bebas dalam persamaan 3.7 menunjukkan nilai Sig lebih besar dari 0,05, maka kesimpulan yang ditarik pada persamaan 3.7 adalah variabel likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan secara signifikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Tabel 3 Nilai T Hitung

Variabel	T Hitung			
	Struktur Modal		Nilai Perusahaan	
	t	Sig.	t	Sig
Likuiditas	-2,377	0,23	1,786	0,092
Profitabilitas	2,248	0,31	-0,074	0,942
Total Asset	-3,968	0,00	1,374	0,187
Struktur Modal			-2,253	0,036

Analisis Intervening

Dari hubungan individual antara variabel bebas terhadap variabel terikat terdapat variabel intervening yang perlu dianalisa pengaruhnya dalam model

penelitian. Melalui analisis regresi bertingkat yang telah dilakukan diperoleh koefisien jalur yang secara langsung menghubungkan variabel likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap variabel nilai perusahaan serta koefisien jalur yang secara tidak langsung melalui variabel intervening struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan.

Tabel 4 Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung

Variabel	Struktur Modal	Nilai Perusahaan	
	PL	PL	PTL
A	B	C	D = B x -0,459
Likuiditas	-0,315	0,389	0,145
Profitabilitas	0,314	-0,017	-0,144
Ukuran Perusahaan	-0,532	0,316	0,244
Struktur Modal		-0,459	
			0,245

Pembahasan

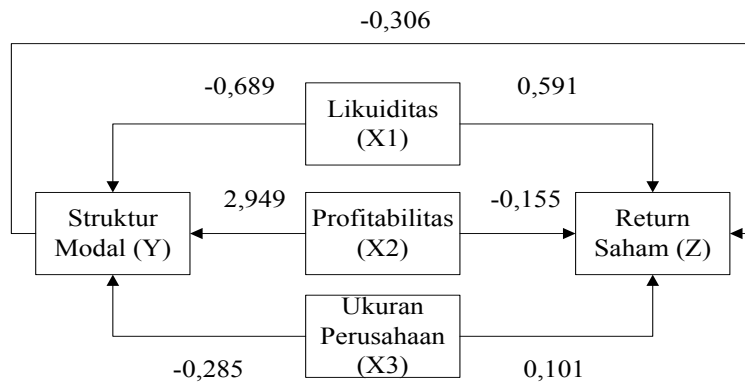
Berdasarkan hasil analisis yang telah dikaji secara statistik, diperoleh koefisien antara variabel penelitian secara empiris, baik hubungan antara variabel bebas terhadap variabel terikat pada persamaan 3.6 – 3.8 yang dapat digambarkan sebagai diagram analisis jalur berikut Berikut merupakan persamaan struktural yang terbentuk dari koefisien dalam model penelitian ini

$$Y = 3003 - 0,689 X_1 + 2,949 X_2 - 0,285X_3 \tag{4.1}$$

$$Z = -0,345 + 0,591 X_1 - 0,155 X_2 + 0,101 X_3 \tag{4.2}$$

$$Z = 1270 - 0,306 Y \tag{4.3}$$

Nilai signifikan persamaan 4.1 dan 4.3 adalah lebih kecil dari 0,05 sedangkan nilai signifikan persamaan 4.2 adalah lebih besar dari 0,05.



Gambar 2 Diagram Jalur

Berdasarkan persamaan struktural diatas maka dapat dijelaskan sebagai berikut :
Struktur modal secara signifikan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa variabel struktur modal memiliki koefisien negatif 0,306 dan nilai signifikan 0,036 yang berarti bahwa apabila ada nilai struktur modal naik 1 satuan maka nilai nilai perusahaan akan berkurang 0,306 satuan. Nilai signifikan variabel struktur modal terhadap variabel nilai perusahaan lebih kecil dari pada 0,05 sehingga kesimpulan yang ditarik adalah variabel struktur modal secara signifikan mempengaruhi variabel nilai perusahaan. Hal ini membuktikan H7 yang diajukan oleh peneliti, bahwa investor dalam melakukan investasi akan mempertimbangkan struktur modal perusahaan, apabila struktur modal perusahaan meningkat karena penggunaan hutang yang bertambah maka investor akan mempertimbangkan hal tersebut ketika melakukan pembelian saham perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu Safitri, Sinarwati dan Atmadja (2015) yang menyatakan bahwa variabel *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Likuiditas secara signifikan berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa variabel likuiditas memiliki koefisien negatif 0,689 dan nilai signifikan 0,023 yang berarti bahwa apabila ada nilai likuiditas naik 1 satuan maka nilai struktur modal akan berkurang 0,689 satuan. Nilai signifikan variabel likuiditas terhadap variabel struktur modal lebih kecil dari pada 0,05 sehingga kesimpulan yang ditarik adalah variabel likuiditas secara signifikan mempengaruhi variabel struktur modal. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian terdahulu Sabir dan Malik (2012) yang menyatakan bahwa variabel likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan minyak dan gas di pakistan karena hasil penelitian ini menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Profitabilitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap struktur modal

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa variabel profitabilitas memiliki koefisien positif 2,949 dan nilai signifikan 0,031 yang berarti bahwa apabila ada nilai profitabilitas naik 1 satuan maka nilai struktur modal akan bertambah 2,949 satuan. Nilai signifikan

variabel profitabilitas terhadap variabel struktur modal lebih kecil dari pada 0,05 sehingga kesimpulan yang ditarik adalah variabel profitabilitas secara signifikan mempengaruhi variabel struktur modal. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu Utami (2009) yang menyatakan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Merupakan faktor paling dominan mempengaruhi struktur modal.

Ukuran perusahaan secara signifikan berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki koefisien negatif 0,285 dan nilai signifikan 0,000 yang berarti bahwa apabila ada nilai ukuran perusahaan naik 1 satuan maka nilai struktur modal akan berkurang 0,285 satuan. Nilai signifikan variabel ukuran perusahaan terhadap variabel struktur modal lebih kecil dari pada 0,05 sehingga kesimpulan yang ditarik adalah variabel ukuran perusahaan secara signifikan mempengaruhi variabel struktur modal. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian terdahulu Kartika (2009) yang menyatakan variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal karena hasil penelitian ini adalah variabel ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap variabel struktur modal.

Likuiditas tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa variabel likuiditas memiliki koefisien positif 0,591 yang berarti bahwa apabila nilai likuiditas naik 1 satuan maka nilai nilai perusahaan akan meningkat 0,591 satuan akan tetapi nilai signifikan variabel likuiditas terhadap nilai perusahaan adalah 0,092 sehingga variabel likuiditas tidak mempengaruhi variabel nilai perusahaan.

Profitabilitas tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa variabel profitabilitas memiliki koefisien negatif 0,155 yang berarti bahwa apabila nilai profitabilitas naik 1 satuan maka nilai nilai perusahaan akan berkurang 0,155 satuan akan tetapi nilai signifikan variabel profitabilitas terhadap nilai perusahaan adalah 0,942 sehingga variabel profitabilitas tidak mempengaruhi variabel nilai perusahaan.

Ukuran perusahaan tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki koefisien positif 0,101 yang berarti bahwa apabila nilai ukuran perusahaan naik 1 satuan maka nilai nilai perusahaan akan meningkat 0,101 satuan akan tetapi nilai signifikan variabel ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan adalah 0,187 sehingga variabel ukuran perusahaan tidak mempengaruhi variabel nilai perusahaan.

Tabel 5 Hasil Pengujian Hipotesis

Pegajuan Hipotesis		Hasil Penelitian	Keterangan
H1	Jika likuiditas mengalami peningkatan, maka struktur modal mengalami penurunan	Diterima	Likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal
H2	Jika profitabilitas mengalami peningkatan, maka struktur modal akan meningkat	Diterima	Profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal
H3	Jika ukuran perusahaan mengalami peningkatan, maka struktur modal	Ditolak	Ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif

Pegajuan Hipotesis		Hasil Penelitian	Keterangan
	akan mengalami peningkatan		terhadap struktur modal
H4	Jika likuiditas mengalami peningkatan, maka nilai perusahaan akan mengalami peningkatan	Ditolak	Likuiditas tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan
H5	Jika profitabilitas mengalami peningkatan, maka nilai perusahaan akan mengalami peningkatan	Ditolak	Profitabilitas tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan
H6	Jika ukuran perusahaan mengalami peningkatan, maka nilai perusahaan akan mengalami peningkatan	Ditolak	Ukuran perusahaan tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan
H7	Jika struktur modal mengalami peningkatan, maka nilai perusahaan akan mengalami penurunan	Diterima	Struktur modal memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

Implikasi Manajerial

Perusahaan harus memperhatikan struktur modal perusahaan. Struktur modal harus dibuat dan dikelola secara optimal karena sesuai dengan hasil penelitian ini struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Apabila perusahaan melakukan penambahan hutang, maka tingkat risiko perusahaan tersebut akan mengalami peningkatan juga.

Peningkatan nilai perusahaan bisa terjadi apabila saham perusahaan tersebut sering diperdagangkan, oleh karena itu semua kegiatan harus memusat perhatian dalam peningkatan nilai perusahaan. Salah satu usaha dalam peningkatan nilai perusahaan adalah dengan melakukan keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Keputusan investasi dan pendanaan harus direncanakan dengan matang karena keputusan investasi yang diambil akan mempengaruhi neraca sisi aktiva dan keputusan pendanaan yang diambil akan mempengaruhi neraca sisi pasiva. Adanya peningkatan nilai perusahaan akan menyebabkan adanya peningkatan juga diseluruh aspek keuangan seperti profitabilitas.

Mengingat faktor dominan yang mempengaruhi struktur modal dari hasil penelitian ini adalah profitabilitas, maka perusahaan harus meningkatkan profitabilitas sehingga peningkatan kinerja perusahaan dapat dilakukan. Apabila profitabilitas meningkat, perusahaan juga

dapat mempertimbangkan untuk memperoleh pendanaan internal melalui laba ditahan sehingga perusahaan dapat mengurangi sumber dana dari hutang. Penurunan sumber dana dari hutang menyebabkan nilai *debt to equity* berkurang sehingga menyebabkan tingkat risiko perusahaan berkurang. Dalam menjalankan operasional, perusahaan juga disarankan agar lebih efektif dan efisien sehingga nilai profitabilitas akan meningkat. Peningkatan nilai profitabilitas tidak menjamin adanya peningkatan pada nilai perusahaan tetapi hal ini tetap perlu dilakukan karena nilai profitabilitas merupakan jaminan di sisi investor bahwa perusahaan memiliki masa depan di periode yang akan datang.

Likuiditas adalah kemampuan sebuah perusahaan dalam membayar tagihan dalam jangka waktu pendek tanpa mengganggu operasi. Pada umumnya investor dalam melakukan investasi akan melihat apakah sebuah perusahaan likuid atau tidak, perusahaan dengan nilai likuid yang baik maka tidak akan membutuhkan tambahan hutang dalam menjalankan operasionalnya sehingga menyebabkan berkurangnya nilai struktur modal dan berkurangnya tingkat resiko perusahaan oleh karena itu perusahaan harus selalu menjaga nilai likuiditas perusahaan serta selalu berupaya untuk meningkatkan nilai likuiditas.

Perusahaan dalam melakukan penambahan *asset* harus memperhatikan tingkat pengembalian, *asset* yang baik adalah *asset* yang dapat menambah pendapatan perusahaan sehingga perusahaan tidak membutuhkan tambahan hutang untuk pengelolaan. Dengan tidak adanya tambahan hutang maka tidak ada penambahan tingkat risiko.

Berdasarkan hasil penelitian ini, analisis fundamental secara langsung tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan tetapi apabila melalui struktur modal, analisis fundamental secara tidak langsung signifikan mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga perusahaan harus selalu menjaga fundamental keuangan perusahaan dan komposisi hutang dan modal perusahaan. Investor maupun calon investor dalam melakukan investasi sebaiknya harus melakukan analisis fundamental karena dengan memperhatikan informasi-informasi yang terdapat dalam laporan keuangan seperti likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan dapat membantu investor dalam pertimbangan dan pengambilan keputusan dalam melakukan investasi agar investasi yang dilakukan tepat dan menguntungkan

PENUTUP

Kesimpulan

Kesimpulan yang ditarik berdasarkan penelitian ini adalah variabel likuiditas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan secara bersama-sama dan parsial terbukti signifikan mempengaruhi variabel struktur modal. Secara parsial, variabel likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, variabel profitabilitas berpengaruh positif terhadap variabel struktur modal dan variabel ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap variabel struktur modal; variabel likuiditas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan secara bersama-sama dan parsial terbukti signifikan tidak mempengaruhi variabel nilai perusahaan; variabel struktur modal terbukti sebagai variabel intervening yang mempengaruhi

hubungan antara variabel likuiditas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap variabel nilai perusahaan; variabel profitabilitas merupakan variabel paling dominan yang mempengaruhi variabel struktur modal diikuti dengan variabel likuiditas dan variabel ukuran perusahaan.

Keterbatasan penelitian

Hasil uji terhadap nilai perusahaan tidak dapat dilakukan karena adanya keterbatasan data, hal ini disebabkan karena pada periode 2008-2012 nilai saham perusahaan *wholesale* dan *retail* tidak terlalu signifikan mengalami perubahan, dan pada saat dilakukan analisa data, banyak data tidak lulus uji *outlier* sehingga terjadi penyusutan dalam jumlah data. Peneliti tidak dapat memperoleh data laporan keuangan setelah tahun 2012 sehingga data yang diambil bukan merupakan data dengan periode *ter-update*.

Saran

Bagi peneliti selanjutnya, direkomendasikan untuk menggunakan periode penelitian yang lebih panjang agar jumlah sampel yang diteliti bertambah serta memilih variabel lain untuk diteliti mengingat koefisien determinasi penelitian ini hanya mempengaruhi struktur modal sebesar 37,2% dan nilai perusahaan 11,1%. Pada saat melakukan pemilihan objek penelitian agar memastikan bahwa perusahaan yang diambil menerbitkan laporan keuangan minimal 10 tahun, sehingga sampel data yang dimiliki lebih banyak serta perusahaan yang dipilih merupakan perusahaan yang sering diperdagangkan di bursa saham.

REFERENSI

Breadley, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2007). *Dasar-Dasar Manajemen Perusahaan Jilid 1*. Jakarta: Erlangga.

- Brigham, E. F., & Gapenski, L. C. (2004). *Financial Management : Theory And Practice*. Florida: Harcourt College.
- Febriyanto, R. D. (2012). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2001-2010.
- Ganese, I. M., & Suarjaya, A. A. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham Perusahaan F&B. *The Indonesian Publication Index* , 1620-1632.
- Joni, & Lina. (2010). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* , 81-96.
- Kartika, A. (2009). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Public di BEI. *Dinamika Keuangan dan Perbankan* , 105-122.
- Keown. (2005). *Manajemen Keuangan : Prinsip-Prinsip Dasar Dan Aplikasi*. Jakarta: PT Indeks Kelompok Gramedia.
- Kim, C. S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The Determinants Of Corporate Liquidity : Theory And Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 335-359.
- Margaretha, F., & Ramadhan, A. R. (2010). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Industri Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* , 119-130.
- Maytariana, D., Suhadak, & Kertahadi. (2013). Faktor-Faktor Fundamental Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan.
- Niztiar, G. (2013). Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal.
- Noor, J. (2014). *Analisis Data Penelitian Ekonomi & Manajemen*. Jakarta: PT Gramedia Widiasarana Indonesia.
- Priyatno, D. (2010). *Teknik Mudah Dan Cepat Melakukan Analisis Data Penelitian dengan SPSS*. Yogyakarta: Gava Media.
- Retherford, R. D., & Choe, M. K. (1993). *Statistical Models For Causal Analysis*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Riyanto, B. (2001). *Dasar-Dasar Pembelian Perusahan*. Yogyakarta: BPFE.
- Rodoni, A., & Ali, H. (2010). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2009). *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2008). *Modern Financial Management* (Vol. 8). New York: McGraw Hill.
- Sabir, M., & Malik, Q. A. (2012). Determinants of Capital Structure - A Study of Oil and Gas Sector of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business* , 395-400.
- Safitri, O., Sinarwati, & Atmadja, A. T. (2015). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Dan Leverage Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Tahun 2009-2013. *e-journal SI Ak Universitas Pendidikan Ganesha* .
- Salvatore, D. (2005). *Ekonomi Manajerial Dalam Perekonomian Global*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sari, P. I., & Abundanti, N. (2012). Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan dan Leverage Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan. *The Indonesian Publication Index* , 1427-1441.
- Sawir, A. (2004). *Kebijakan Pendanaan dan Resrukturisasi Perusahaan*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Seftianne. (2011). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* , 39-56.

- Sudana, I. M. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori & Praktik*. Jakarta: Erlangga.
- Syah, T. Y., & Ruswanti, E. (2015). *Pedoman Penyusunan Tugas Akhir Program Magister Manajemen*. Jakarta: Universitas Esa Unggul.
- Umar. (2008). *Metode Penelitian Untuk Skripsi dan Tesis Bisnis*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Usman, Y. (2004). Analisis Pengaruh EVA, MVA Dan Kinerja Keuangan Konvensional Terhadap Return Saham Di Bursa Efek Jakarta.
- Utami, E. S. (2009). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur. *Fenomena* , 39-47.
- Weston, F. J., & Copeland, T. E. (1995). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Binapura Aksara.
- Weston, J. F., & Brigham, E. F. (1997). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (9 ed., Vol. 2). Jakarta: Erlangga.
- Winahyuningsih, P., Kertati, S., & Prasetyo, H. (2011). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia.