

Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan dan Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan Manufaktur di Indonesia (Perspektif *Pecking Order Theory*)

JAM

14, 3

Diterima, Desember 2015
Direvisi, Februari 2016
Juni 2016
Agustus 2016
Disetujui, Agustus 2016

Aulia Nirmala

Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Moeljadi

Andarwati

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Abstract: *The universities are currently facing many challenges as an institution of higher education providers, especially private universities to compete for students, maintaining the values of academic that produce graduates who can compete in creating jobs, and enter the workforce. This study aimed to analyze the effect of market orientation and image to the student satisfaction, and the implication to the student loyalty. Data collection was taken from students in Jambi as many as 200 samples with analytical methods WarpPLS Structural Equation Model 3.0. The result showed that all of hypothesis has positive and significant impact, which Market Orientation greatest effect.*

Keywords: *market orientation, image, student satisfaction, students loyalty, private university.*

Abstrak: Saat ini perguruan tinggi menghadapi banyak tantangan sebagai institusi penyedia jasa pendidikan tinggi, terutama perguruan tinggi swasta harus bersaing untuk mendapatkan mahasiswa, mempertahankan nilai-nilai akademisnya yaitu menghasilkan lulusan yang mampu bersaing dalam menciptakan pekerjaan, serta memasuki dunia kerja. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh Orientasi Pasar dan Citra terhadap Kepuasan Mahasiswa, dan Implikasinya terhadap Loyalitas Mahasiswa. Metoda pengumpulan data diambil dari mahasiswa di Jambi sebanyak 200 sampel dengan analisis *Structural Equation Model WarpPLS 3.0* Hasilnya: semua hipotesis berpengaruh positif dan signifikan, dimana Orientasi Pasar yang paling besar pengaruhnya.

Kata Kunci: orientasi pasar, citra, kepuasan mahasiswa, loyalitas mahasiswa, universitas swasta



Jurnal Aplikasi
Manajemen (JAM)
Vol 14 No 3, 2016
Terindeks dalam
Google Scholar

Alamat Korespondensi:
Aulia Nirmala, Program Ma-
gister Manajemen Fakultas
Ekonomi dan Bisnis Univer-
sitas Brawijaya, DOI: <http://dx.doi.org/10.18202/jam.23026332.14.3.16>

Industri manufaktur di Indonesia diketahui mengalami pertumbuhan secara pesat dan masih memiliki potensi yang besar untuk terus tumbuh karena adanya pasar domestik yang luas dan semakin kompetitifnya produk dari industri manufaktur dan produk dari

industri manufaktur masih dibutuhkan oleh masyarakat.

Industri manufaktur mulai bangkit pada tahun 2011 ditandai dengan pertumbuhan yang cukup tinggi dibanding tahun-tahun sebelumnya. Pada tahun 2011 industri manufaktur tumbuh sebesar 6,2% padahal selama lebih dari 6 tahun pertumbuhan sektor ini selalu dibawah 5%, yang terendah tahun 2009 yang hanya tumbuh 2,1%. Bila dibandingkan dengan tahun 2010

(y-on-y), PDB Indonesia tahun 2011 tumbuh sebesar 6,5%, dimana hampir semua sektor tumbuh positif dan yang tertinggi di sektor pengangkutan dan komunikasi 10,7%, sedangkan pertanian pertumbuhannya terkecil dibanding sektor pertambangan yaitu 1,4%. Sektor perdagangan, hotel dan restoran yang terkena dampak dari krisis finansial global tahun 2009 kini sudah bangkit lagi. Pertumbuhan sektor ini pada tahun 2009 hanya 1,1%, kemudian tumbuh pesat pada tahun 2010 menjadi 8,7% dan pada tahun 2011 tumbuh sebesar 9,2% (*Indonesian Commercial Newsletter*, 2011).

Perusahaan yang bergerak pada sektor industri manufaktur di Indonesia diketahui memiliki dua karakteristik yang berbeda, dimana ada beberapa perusahaan yang di dalam membiayai kegiatan operasi dan investasi lebih cenderung menggunakan *external financing* atau hutang. Penggunaan hutang bagi perusahaan manufaktur di Indonesia dipilih karena biaya yang dikeluarkan untuk hutang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham. Hutang memiliki dua keunggulan penting. Menurut Brigham dan Houston (2006:5), keunggulan dari penggunaan hutang adalah bunga yang dibayarkan dapat menjadi pengurang pajak, yang selanjutnya akan menurunkan biaya efektif hutang tersebut dan kreditur akan mendapatkan pengembalian dalam jumlah tetap sehingga pemegang saham tidak harus membagi keuntungannya jika bisnis berjalan dengan sangat baik.

Karakteristik industri manufaktur lainnya adalah terdapat beberapa perusahaan yang di dalam membiayai kegiatan operasi dan investasi lebih cenderung menggunakan *internal financing*, karena mereka menganggap penggunaan hutang memiliki kelemahan. Seperti yang dikemukakan Brigham dan Houston, (2006:5) sebagai berikut: (1) semakin tinggi rasio hutang, maka perusahaan tersebut akan semakin berisiko, sehingga semakin tinggi pula biaya hutang maupun ekuitasnya. (2) jika sebuah perusahaan mengalami masa-masa sulit dan laba operasi tidak cukup untuk menutupi beban bunga, para pemegang sahamnya harus menutupi kekurangan tersebut, dan jika mereka tidak dapat melakukannya, maka akan terjadi kebangkrutan.

Menurut Brigham dan Ehrhardt (2005:547), "*The firm's mixture of debt and equity is called its capital structure. The capital structure decisions*

include a firm's choice of a target capital structure, the average maturity of its debt, and the specific sources of financing it choose at any particular time. As with operating decisions, managers should make capital structure decisions designed to maximize the firm value". Sedangkan menurut Ross *et al.* (2003:69) menyatakan bahwa "*A firm's capital structure is the specific mixture of long-term debt and equity the firm uses to finance its operations*". Jadi bisa disimpulkan struktur modal adalah pembelanjaan perusahaan yang mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dan ekuitas.

Struktur modal memaparkan dua teori terkemuka yang mendasari mengenai kebijakan pendanaan perusahaan, yaitu *pecking order theory* dan *trade-off theory*. Teori struktur modal yang pertama adalah teori *pecking order*. Teori ini diawali pada tahun 1961 oleh Profesor Donaldson yang melakukan studi mengenai praktek pendanaan pada perusahaan yang berskala besar. Donaldson mengobservasi bahwa "*Management strongly favored internal generation as a source of new funds even to exclusion of external funds except for occasional unavoidable "bulges" in the need for funds*" (Myers, 1984:10). Jadi, dapat dikatakan pada saat manajemen suatu perusahaan membutuhkan pendanaan, mereka akan cenderung lebih menyukai menggunakan pendanaan internal atau dana sendiri. Bila pilihan tersebut tak dapat digunakan, perusahaan akan menggunakan pendanaan eksternal yaitu menerbitkan hutang, kemudian *convertible bonds* dan pilihan terakhir yang diambil adalah menerbitkan saham biasa. Seperti yang dijelaskan Fama dan French (2002:3-4), penelitian yang dilakukan Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa dalam *pecking order theory* didasarkan pada masalah-masalah informasi asimetris. Myers dan Majluf (1984) memprediksi bahwa perusahaan akan lebih memilih pendanaan internal untuk membiayai investasi. Apabila ingin menggunakan pendanaan eksternal, maka akan memilih menggunakan hutang terlebih dahulu daripada ekuitas.

Teori struktur modal yang kedua adalah *trade-off theory*. Pada intinya teori ini bersumber dari teori tradisional di bidang struktur modal. Dalam teori ini, struktur modal optimal perusahaan merupakan penyeimbangan atau *trade-off* antara biaya dan manfaat dari pinjaman, dalam hal ini penyeimbangan

antara manfaat pajak yang diperoleh perusahaan dan biaya kebangkrutan. Pada perkembangannya biaya yang diperhitungkan juga mencakup pajak, biaya penyesuaian, biaya kebangkrutan dan biaya keagenan (Myers, 1984:4).

Penelitian ini membatasi beberapa faktor yang akan diteliti dan yang diduga berpengaruh terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, diantaranya ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan kepemilikan manajerial. Pemilihan variabel-variabel tersebut didasarkan pada adanya *research gap* yaitu pada penelitian Titman dan Wessels (1988), Wiwattanakantang (1999), Chen dan Steiner (2000), Ratnawati (2001), Huang dan Song (2004), Mak dan Kusnadi (2005), Buferna, *et al.* (2005), Amidu (2007), Abor (2008), Al-Najjar dan Taylor (2008), Cole (2008), Rahim, *et al.* (2008), Ghosh dan Ghosh (2009), Ruan, *et al.* (2009), Chowdhury dan Chowdhury (2010), Onalapo dan Kajola (2010) serta Meca dan Ballesta (2011), yang menggunakan beberapa variabel yang sama namun masih menunjukkan hasil yang berbeda. Penelitian ini difokuskan pada sudut pandang terhadap *pecking order theory* yang diprioritaskan pada penggunaan sumber dana internal yaitu sumber pendanaan diurutkan dimulai risiko terendah terlebih dahulu yaitu laba ditahan, hutang, dan penerbitan ekuitas baru.

Ukuran perusahaan menurut Cole (2008) berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* yang menunjukkan arah hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan struktur modal. Apabila perusahaan dihadapkan pada kebutuhan dana yang semakin meningkat akibat pertumbuhan penjualan, dan dana dari sumber internal sudah digunakan semua, maka tidak ada pilihan lain bagi perusahaan untuk menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan, baik hutang maupun dengan mengeluarkan saham baru. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin rendah struktur modal (Nuswandari, 2013:96).

Ukuran perusahaan menurut Ratnawati (2001) dan Ghosh dan Ghosh (2009) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Investor akan lebih memilih perusahaan yang mempunyai kinerja yang bagus yang diprediksi dapat mendatangkan pengembalian bagi investor dan akan direspon positif oleh para investor.

Menurut Titman dan Wessels (1988), Wiwattanakantang (1999), Ratnawati (2001), Abor (2008), Al Najjar dan Taylor (2008) dan Cole (2008) menyatakan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Semakin besar laba ditahan semakin besar pula kebutuhan dana dari dalam perusahaan dan mengurangi penggunaan dana dari hutang yang selanjutnya akan menurunkan struktur modal perusahaan. Profitabilitas terhadap *pecking order theory* menjelaskan bahwa semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, maka akan cenderung tidak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya.

Menurut Ratnawati (2001), Amidu (2007), Ghosh dan Ghosh (2009) dan Chowdhury dan Chowdhury (2010) menyatakan profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Investor akan menganggap perusahaan yang mampu mengelola sumber daya perusahaan berarti dapat menghasilkan keuntungan yang tinggi dan diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Pertumbuhan penjualan menurut Huang dan Song (2004) dan Buferna, *et al.* (2005) menyatakan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Pertumbuhan penjualan terhadap *pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi dari tahun ke tahun dikarenakan perputaran pendapatan yang cepat akibat memproduksi barang-barang yang hampir semua dikonsumsi oleh masyarakat, hal inilah yang mempengaruhi perusahaan mampu mencadangkan laba ditahan (*retained earnings*) sehingga akan cenderung menggunakan dana internal berupa laba ditahan untuk memenuhi kegiatannya sehingga akan memiliki tingkat rasio hutang jangka panjang yang rendah (Mahardhika dan Aisjah, 2014:8).

Pertumbuhan penjualan menurut Amidu (2007) menyatakan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pertumbuhan penjualan yang tinggi akan mampu meningkatkan penilaian investor terhadap perusahaan dan pada akhirnya nilai perusahaan akan ikut meningkat.

Menurut Huang dan Song (2004), Al Najjar dan Taylor (2008) dan Abor (2008) menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Kepemilikan manajerial terhadap *pecking order theory* menjelaskan bahwa kepemilikan

manajerial yang tinggi mendorong aliansi kepentingan manajer dengan pemegang saham semakin baik sehingga pendisiplinan melalui hutang kurang diperlukan. Manajer cenderung tidak menyukai hutang karena dapat meningkatkan risiko manajer (jika gagal membayar hutang dan manajer dipecat) (Hanafi, 2008:322).

Menurut Ruan, *et al.* (2009) dan Meca dan Ballesta (2011) menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Peningkatan proporsi kepemilikan saham oleh manajerial akan meningkatkan tanggung jawab dari masing-masing manajer untuk melakukan tugas dengan sebaik-baiknya. Mereka akan berupaya menghindari kerugian investasi yang dilakukan sehingga akan mempengaruhi pada peningkatan kinerja perusahaan.

Struktur modal dan nilai perusahaan menurut Ratnawati (2001) dan Onalapo dan Kajola (2010) berpengaruh negatif. Hal ini menunjukkan hasil penelitian tersebut mendukung *pecking order theory* (Myers, 1984:9-10), yaitu pada saat manajemen suatu perusahaan membutuhkan pendanaan, mereka akan cenderung lebih menyukai menggunakan pendanaan internal. Bila pilihan tersebut tak dapat digunakan, perusahaan akan menggunakan pendanaan eksternal yaitu menerbitkan hutang, kemudian *convertible bonds* dan pilihan terakhir yang akan diambil adalah menerbitkan saham biasa.

Berdasarkan pemikiran yang telah diuraikan, maka model kerangka konseptual penelitian yang dikembangkan dalam penelitian ini ditunjukkan dalam Gambar 1.

METODE PENELITIAN

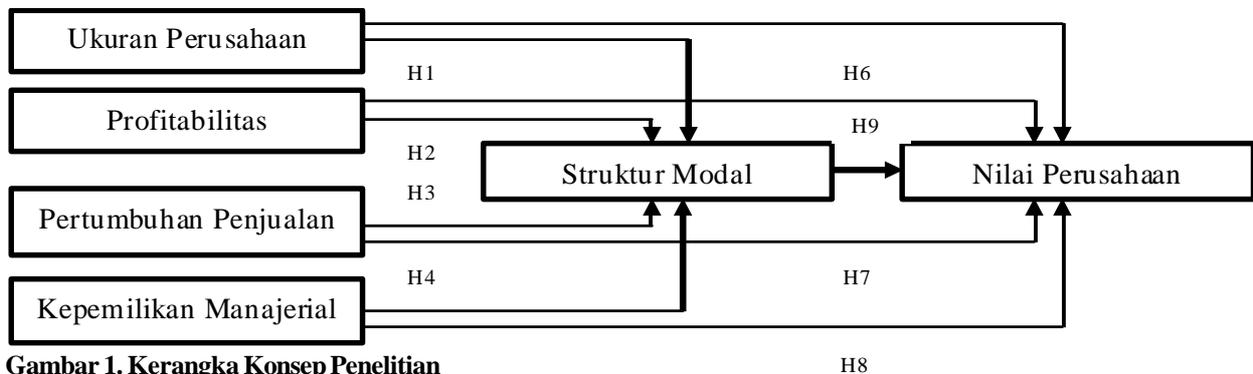
Kerangka Konseptual Penelitian

Berdasarkan pengembangan hipotesis dan kajian empiris, disusun kerangka penelitian yang disajikan pada gambar 1.

- H₁ : Ukuran perusahaan yang meningkat akan menurunkan struktur modal.
- H₂ : Profitabilitas yang meningkat akan menurunkan struktur modal.
- H₃ : Pertumbuhan penjualan yang meningkat akan menurunkan struktur modal.
- H₄ : Kepemilikan manajerial yang meningkat akan menurunkan struktur modal.
- H₅ : Ukuran perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.
- H₆ : Profitabilitas yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.
- H₇ : Pertumbuhan penjualan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.
- H₈ : Kepemilikan manajerial yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.
- H₉ : Struktur modal yang meningkat akan menurunkan nilai perusahaan.

Pendekatan Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian eksplanatori dengan pendekatan kuantitatif. Penelitian eksplanatori (*explanatory research*) merupakan penelitian yang menyoroti hubungan antara variabel penelitian dan menguji hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya



Gambar 1. Kerangka Konsep Penelitian

dengan fokus terletak pada penjelasan hubungan antar variabel (Singarimbun dan Effendi, 1995:5).

Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode penelitian tahun 2007-2013 berdasarkan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang memenuhi kriteria sebagai populasi. Metode pemilihan sampel menggunakan teknik *non-random sampling* (teknik *non-probability sampling*) yaitu metode *sampling* jenuh atau metode sensus.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data kuantitatif dan menggunakan sumber data berupa data sekunder. Data sekunder yang digunakan berupa data keuangan perusahaan yang diperoleh dari berbagai sumber yaitu dari pojok Bursa Efek Indonesia Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya, *website*: www.idx.co.id, *website* perusahaan, dan ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*).

Metode Analisis Data

Berdasarkan kerangka konseptual yang telah dijelaskan sebelumnya, maka penelitian ini menggunakan metode *path analysis* (analisis jalur) yang bertujuan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh yang diberikan variabel ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan kepemilikan manajerial terhadap struktur modal dan nilai perusahaan. Selain melakukan analisis deskriptif dan *path analysis* (analisis jalur), secara kualitatif menambahkan penjelasan sudut pandang atau perspektif yaitu *pecking order theory*.

Masalah penelitian yang dianalisis dengan menggunakan *path analysis* (analisis jalur) dapat diturunkan menjadi suatu model struktural dengan dua langkah yang persamaan fungsinya dapat dirumuskan pada persamaan struktur sebagai berikut:

- Model 1: Hubungan antara X_1, X_2, X_3, X_4 terhadap Y_1

$$\text{Struktur Modal}_{it} = \rho_1 \text{Ukuran Perusahaan}_{it} + \rho_2 \text{Profitabilitas}_{it} + \rho_3 \text{Pertumbuhan Penjualan}_{it} + \rho_4 \text{Kepemilikan Manajerial}_{it} + \varepsilon_1$$

- Model 2: Hubungan antara X_1, X_2, X_3, X_4, Y_1 terhadap Y_2

$$\text{Nilai Perusahaan}_{it} = \rho_5 \text{Ukuran Perusahaan}_{it} + \rho_6 \text{Profitabilitas}_{it} + \rho_7 \text{Pertumbuhan Penjualan}_{it} + \rho_8 \text{Kepemilikan Manajerial}_{it} + \rho_9 \text{Struktur Modal}_{it} + \varepsilon_2$$

 Keterangan: ρ_{it} : *Standardized* koefisien jalur

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian Hipotesis

Dasar pengambilan keputusan pengujian hipotesis digunakan nilai signifikansi (*p-value*) dengan kriteria apabila *p-value* > 0,05, maka H_0 diterima atau H_a ditolak, artinya koefisien jalur yang diperoleh adalah tidak signifikan. Apabila *p-value* < 0,05, maka H_0 ditolak atau H_a diterima, artinya koefisien jalur yang diperoleh adalah signifikan.

Hipotesis 1 : Ukuran perusahaan yang meningkat akan menurunkan struktur modal.

Hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai koefisien jalur variabel ukuran perusahaan (ρ_1) sebesar -0,236, koefisien ρ_1 menunjukkan besarnya kontribusi ukuran perusahaan yang secara langsung berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Pengaruh tersebut secara statistik signifikan, karena $t_{hitung} (-2,343) > t_{tabel} (1,990)$ yang didukung dengan nilai Sig t (0,022) < 0,05, sehingga hipotesis (H_1) diterima.

Hipotesis 2 : Profitabilitas yang meningkat akan menurunkan struktur modal.

Hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai koefisien jalur variabel profitabilitas (ρ_2) sebesar -0,245, koefisien ρ_2 menunjukkan besarnya kontribusi profitabilitas yang secara langsung berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Pengaruh tersebut secara statistik signifikan, karena $t_{hitung} (-2,525) > t_{tabel} (1,990)$ yang didukung dengan nilai Sig t (0,014) < 0,05, sehingga hipotesis (H_2) diterima.

Hipotesis 3 : Pertumbuhan penjualan yang meningkat akan menurunkan struktur modal.

Hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai koefisien jalur variabel pertumbuhan penjualan (ρ_3) sebesar -0,246, koefisien ρ_3 menunjukkan besarnya kontribusi pertumbuhan penjualan yang secara langsung berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Pengaruh tersebut secara statistik signifikan, karena $t_{hitung} (-2,501) > t_{tabel} (1,990)$ yang didukung dengan nilai Sig

$t(0,014) < 0,05$, sehingga hipotesis (H3) diterima.

Hipotesis 4: Kepemilikan manajerial yang meningkat akan menurunkan struktur modal.

Hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai koefisien jalur variabel kepemilikan manajerial (ρ_4) sebesar -0,336, koefisien ρ_4 menunjukkan besarnya kontribusi kepemilikan manajerial yang secara langsung berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Pengaruh tersebut secara statistik signifikan, karena $t_{hitung} (-3,461) > t_{tabel} (1,990)$ yang didukung dengan nilai Sig $t(0,001) < 0,05$, sehingga hipotesis (H4) diterima.

Berdasarkan pengujian hipotesis untuk model pertama, koefisien jalur hasil analisis dapat diturunkan dalam model persamaan berikut:

$$\text{Struktur modal}_{it} = -0,236 \text{ Ukuran Perusahaan}_{it} - 0,245 \text{ Profitabilitas}_{it} - 0,246 \text{ Pertumbuhan Penjualan}_{it} - 0,336 \text{ Kepemilikan Manajerial}_{it}$$

Hipotesis 5 : Ukuran perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai koefisien jalur variabel ukuran perusahaan (ρ_5) sebesar 0,198, koefisien ρ_5 menunjukkan besarnya kontribusi ukuran perusahaan yang secara langsung berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tersebut secara statistik signifikan, karena $t_{hitung} (2,158) > t_{tabel} (1,990)$ yang didukung dengan nilai Sig $t(0,034) < 0,05$, sehingga hipotesis (H5) diterima.

Hipotesis 6 : Profitabilitas yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai koefisien jalur variabel profitabilitas (ρ_6) sebesar 0,200, koefisien ρ_6 menunjukkan besarnya kontribusi profitabilitas yang secara langsung berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tersebut secara statistik signifikan, karena $t_{hitung} (2,266) > t_{tabel} (1,990)$ yang didukung dengan nilai Sig $t(0,026) < 0,05$, sehingga hipotesis (H6) diterima.

Hipotesis 7 : Pertumbuhan penjualan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai koefisien jalur (ρ_7) yang dimiliki sebesar 0,306, koefisien ρ_7 menunjukkan besarnya kontribusi pertumbuhan penjualan yang secara langsung berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tersebut secara statistik signifikan, karena $t_{hitung} (3,410) > t_{tabel} (1,990)$ yang didukung dengan nilai Sig $t(0,001) < 0,05$, sehingga hipotesis (H7) diterima.

Hipotesis 8 : Kepemilikan manajerial yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai koefisien jalur variabel kepemilikan manajerial (ρ_8) sebesar 0,308, koefisien ρ_8 menunjukkan besarnya kontribusi kepemilikan manajerial yang secara langsung berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tersebut secara statistik signifikan, karena $t_{hitung} (3,372) > t_{tabel} (1,990)$ yang didukung dengan nilai Sig $t(0,001) < 0,05$, sehingga hipotesis (H8) diterima.

Hipotesis 9 : Struktur modal yang meningkat akan menurunkan nilai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai koefisien jalur variabel struktur modal (ρ_9) sebesar -0,331, koefisien ρ_9 menunjukkan besarnya kontribusi struktur modal yang secara langsung berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tersebut secara statistik signifikan, karena $t_{hitung} (-3,373) > t_{tabel} (1,990)$ yang didukung dengan nilai Sig $t(0,001) < 0,05$, sehingga hipotesis (H9) diterima.

Berdasarkan pengujian hipotesis untuk model kedua, koefisien jalur hasil analisis dapat diturunkan dalam model persamaan berikut:

$$\text{Nilai Perusahaan}_{it} = 0,198 \text{ Ukuran Perusahaan}_{it} + 0,200 \text{ Profitabilitas}_{it} + 0,306 \text{ Pertumbuhan Penjualan}_{it} + 0,308 \text{ Kepemilikan Manajerial}_{it} - 0,331 \text{ Struktur Modal}_{it}$$

Tabel 1. Hasil Pengujian Hipotesis

Pengaruh	Koef.	Sig.	Keterangan
Ukuran Perusahaan (X_1) → Struktur Modal (Y_1)	-0,236*)	0,022	Hipotesis (H1) diterima
Profitabilitas (X_2) → Struktur Modal (Y_1)	-0,245*)	0,014	Hipotesis (H2) diterima
Pertumbuhan Penjualan (X_3) → Struktur Modal (Y_1)	-0,246*)	0,014	Hipotesis (H3) diterima
Kepemilikan Manajerial (X_4) → Struktur Modal (Y_1)	-0,336*)	0,001	Hipotesis (H4) diterima
Ukuran Perusahaan (X_1) → Nilai Perusahaan (Y_2)	0,198*)	0,034	Hipotesis (H5) diterima
Profitabilitas (X_2) → Nilai Perusahaan (Y_2)	0,200*)	0,026	Hipotesis (H6) diterima
Pertumbuhan Penjualan (X_3) → Nilai Perusahaan (Y_2)	0,306*)	0,001	Hipotesis (H7) diterima
Kepemilikan Manajerial (X_4) → Nilai Perusahaan (Y_2)	0,308*)	0,001	Hipotesis (H8) diterima
Struktur Modal (Y_1) → Nilai Perusahaan (Y_2)	-0,331*)	0,001	Hipotesis (H9) diterima

Keterangan: *) Pengaruh Signifikan (alpha 5%)

PEMBAHASAN

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan besar umumnya memiliki tingkat penjualan dan menghasilkan tingkat keuntungan yang besar. Kebutuhan dana yang besar tersebut dipenuhi dengan menggunakan sumber dana internal. Hasil penelitian ini mendukung Cole (2008) yang menyatakan ukuran perusahaan yang meningkat akan menurunkan struktur modal. Temuan penelitian ini mendukung *pecking order theory* (Myers, 1984:9-10), yang menjelaskan bahwa perusahaan akan melakukan strategi pendanaan berdasarkan preferensi dalam pemilihan sumber dana.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi akan lebih memilih menggunakan laba ditahan sebagai pendanaan internal dan cenderung menghindari penggunaan hutang sehingga jumlah hutang dalam struktur modal mengalami penurunan. Hasil penelitian ini mendukung Titman dan Wessels (1988), Wiwattanakantang (1999), Ratnawati (2001), Abor (2008), Al Najjar dan Taylor (2008) dan Cole (2008) yang menunjukkan profitabilitas yang meningkat akan menurunkan struktur modal. Temuan penelitian ini mendukung *pecking order theory* (Myers, 1984:9-10), yang menyarankan manajer lebih memilih menggunakan urutan sumber dana yang paling kecil risiko dan biayanya, yaitu laba ditahan, hutang dan penjualan saham baru.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi akan membuat perusahaan mencadangkan laba ditahan, sehingga hal ini membuat perusahaan cenderung menggunakan dana internal sehingga jumlah hutang dalam struktur modal mengalami penurunan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Huang dan Song (2004) dan Buferna, *et al.* (2005) yang menunjukkan pertumbuhan penjualan yang meningkat akan menurunkan struktur modal. Hasil penelitian mendukung *pecking order theory* (Myers, 1984:9-10), dimana ketika perusahaan membutuhkan tambahan dana, maka perusahaan akan menggunakan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Kepemilikan manajerial terhadap *pecking order theory* menjelaskan bahwa semakin besar kepemilikan manajerial maka hal ini akan mendorong kepentingan manajer dengan pemegang saham yang semakin baik sehingga penggunaan hutang sebagai alat kontrol kurang diperlukan. Hal ini sesuai dengan penelitian Huang dan Song (2004), Al Najjar dan Taylor (2008) dan Abor (2008) yang menunjukkan kepemilikan manajerial yang meningkat akan menurunkan struktur modal.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang berskala besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan dalam pangsa pasarnya, sehingga hal ini akan direspon positif oleh investor dan berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung Ratnawati (2001) dan Ghosh dan Ghosh (2009) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang dapat meningkatkan profitnya secara stabil, maka hal tersebut dipandang sebagai sinyal positif oleh investor terkait kinerja perusahaan, sehingga hal ini akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung Ratnawati (2001),

Amidu (2007), Ghosh dan Ghosh (2009) dan Chowdury dan Chowdury (2010) yang menyatakan profitabilitas yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Investor akan menganggap perusahaan yang dapat menghasilkan keuntungan tinggi karena mampu meningkatkan penjualan perusahaan. Pertumbuhan penjualan yang tinggi akan mampu meningkatkan penilaian investor terhadap perusahaan dan pada akhirnya nilai perusahaan akan ikut meningkat. Hasil penelitian ini mendukung Amidu (2007) yang menyatakan pertumbuhan penjualan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian mendukung peran saham kepemilikan manajemen untuk menyelaraskan kepentingan antara pihak manajemen dan pemegang saham. Hasil penelitian ini mendukung Ruan, *et al.* (2009) dan Meca dan Ballesta (2011) yang menyatakan kepemilikan manajerial yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi tingkat profitabilitas, maka semakin rendah kebutuhan dana eksternal termasuk dari hutang. Nilai perusahaan dipengaruhi secara positif oleh ekspektasi terhadap tingkat profitabilitas di masa mendatang. Jika perusahaan memiliki dana internal yang kurang, maka hal ini akan direspon negatif oleh investor sehingga nilai perusahaan menurun. Hasil penelitian ini mendukung Ratnawati (2001) dan Onaolapo dan Kajola (2010) yang menyatakan struktur modal yang meningkat akan menurunkan nilai perusahaan.

Perspektif *Pecking Order Theory*

Pertumbuhan struktur modal industri manufaktur selama periode penelitian yang dilihat dari pertumbuhan hutang jangka panjang dan pertumbuhan ekuitas adalah rendah, bahkan ada beberapa perusahaan yang dalam struktur modal tiap tahunnya mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan mayoritas nilai struktur modal perusahaan manufaktur berada di bawah nilai rata-rata. Menurunnya tingkat struktur modal perusahaan berarti perusahaan manufaktur memiliki kecenderungan menurunkan tingkat hutang jangka panjang atau menambah tingkat ekuitasnya.

Secara umum kondisi makro di Indonesia mengalami fluktuasi. Pada tahun 2008-2009 terjadi krisis global yang dimulai dari Benua Amerika dan Eropa. Kondisi ini membawa dampak ketidakpastian usaha, namun ketidakpastian usaha ini tidak berlarut secara berkepanjangan, mengingat permintaan pasar domestik masih sangat menjanjikan dan kondisi ini didukung dengan situasi dalam negeri yang kondusif. Cermin dari membaiknya sektor industri manufaktur dibuktikan dengan turunnya rata-rata tingkat hutang, namun tingkat profitabilitas meningkat. Secara keseluruhan, hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* (Myers, 1984:9-10), yang menjelaskan bahwa semakin meningkatnya profitabilitas perusahaan, maka perusahaan memiliki cadangan uang yang bisa digunakan sebagai laba ditahan dan hal ini bisa digunakan untuk menghindari penggunaan hutang.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan industri manufaktur di Indonesia lebih memilih menggunakan pendanaan internal untuk membiayai kegiatan operasi dan investasinya, dan cenderung menghindari penggunaan hutang. Temuan penelitian ini mendukung *pecking order theory* (Myers, 1984:9-10), dimana teori ini menjelaskan perusahaan akan melakukan strategi pendanaan berdasarkan preferensi dalam pemilihan sumber dana, yaitu manajer lebih menyukai pembiayaan yang berasal dari laba ditahan, kemudian hutang dan terakhir penjualan saham baru.

Ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan meningkatnya ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan kepemilikan manajerial merupakan gambaran bahwa perusahaan mengalami pertumbuhan, mampu meningkatkan profit secara stabil, dan adanya peningkatan proporsi kepemilikan saham oleh manajerial yang meningkatkan tanggung jawab manajer sehingga akan dipandang sebagai sinyal positif oleh investor, yang selanjutnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Struktur modal memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Struktur modal yang meningkat akan menurunkan nilai perusahaan. Meningkatnya struktur modal disebabkan perusahaan menggunakan pendanaan eksternal yang dikarenakan minimnya sumber dana internal perusahaan. Jika perusahaan memiliki dana internal yang kurang, maka hal ini akan direspon negatif oleh investor sehingga nilai perusahaan menurun. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* (Myers, 1984:9-10), dimana pada saat manajemen suatu perusahaan membutuhkan pendanaan, mereka akan cenderung lebih memilih menggunakan pendanaan internal atau dana sendiri. Bila pilihan tersebut tak dapat digunakan, perusahaan akan menerbitkan hutang, kemudian *convertible bonds* dan pilihan terakhir yang akan diambil adalah menerbitkan saham biasa.

Berdasarkan pengujian hipotesis secara keseluruhan, dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* dalam menjelaskan perilaku pendanaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian.

Saran

Perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia hendaknya memperhatikan kebijakan perusahaan dalam penggunaan hutang dan struktur modal sebagai tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Berkaitan dengan *pecking order theory*, perusahaan manufaktur lebih memperhatikan tersedianya dana internal yang cukup.

Bagi investor maupun calon investor dalam memberikan dana pinjaman hendaknya memperhatikan

kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban finansial menyangkut risiko kredit macet. Berkaitan dengan *pecking order theory*, investor maupun calon investor lebih memperhatikan aspek profitabilitas yang berhubungan dengan struktur modal perusahaan, sehingga investor dapat memperoleh tingkat pengembalian sesuai dengan apa yang diharapkan.

Penelitian selanjutnya dikembangkan dengan menambahkan perspektif lain dan meningkatkan jumlah sampel. Penelitian selanjutnya disarankan menguji variabel lain yang diduga berpengaruh terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, seperti memasukkan variabel makro ekonomi atau variabel mikro ekonomi lainnya yang belum terdapat pada model penelitian.

DAFTAR RUJUKAN

- Abor, J. 2008. Determinants of The Capital Structure of Ghanaian Firms. *AERC Research Paper 176. African Economic Research Consortium*, Nairobi.
- Al-Najjar, B., and Taylor, P. 2008. The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure: New Evidence from Jordanian Panel Data. *Journal of Managerial Finance*. Vol. 34 No. 12, 2008. pp. 919-933.
- Amidu, M. 2007. How Does Dividends Policy Affect Performance of The Firm on Ghana Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*. Volume 4, Issue 2, 2007.
- Brigham, E.F., and Ehrhardt, M.C. 2005. *Financial Management: Theory and Practice*, 11e. Thomson South Western.
- Brigham, E.F., and Houston, J.F. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Buku 2. Penerbit Salemba Empat.
- Buferna, Fakher, Bangassa Kenbata and Hodgkinson Lynn. 2005. Determinants of Capital Structure Evidence from Libya. *Research Paper Series*. ISSN 1744-0718. No. 2005/08.
- Chen, Carl, R., dan Thomas, L.S. 2000. Tobin's Q, Managerial Ownership, and Analyst Coverage: A Non Linear Simultaneous Equations Model. *Journal of Economics and Business*, Vol.52, pp.365-382.
- Chowdhury, A., and Chowdhury, S.P. 2010. Impact of Capital Structure on Firm's Value: Evidence from Bangladesh. *BEH - Business and Economic Horizons*. Volume 3 | Issue 3 | October 2010 | pp. 111-122.
- Cole, R.A. 2008. What Do We Know about The Capital Structure of Privately Held Firms? Evidence from The Surveys of Small Business Finances. *Small Business Research Summary*. February 2008. p. 1-36.

- Fama, E.F., and French, K.R. 2002. Testing Trade-Off and Pecking Order. Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies* Vol. 15, No. 1:1-33.
- Ghosh, S., and Ghosh, A. 2009. Do Leverage, Dividend Policy and Profitability Influence The Future Value of Firm? Evidence from India. *Financial Analysts Journal*. Indira Gandhi Institute of Development Research.
- Hanafi, M.M. 2008. *Manajemen Keuangan*. Edisi 1. Yogyakarta: Penerbit BPFE.
- Huang, Samuel, G.H., and Song, F.M. 2004. The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *Journal of Financial Economics*. p. 1-24.
- Indonesian Commercial Newsletter, 2011. <http://www.datacon.co.id/Outlook-2012Industri.html>. [Online]. From: <http://www.google.com>. [Juli 2013].
- Mahardhika, B.P., dan Aisjah, S. 2014. Pengujian Pecking Order Theory dan Trade Off Theory pada Struktur Modal Perusahaan (Studi pada Perusahaan Consumer Goods di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*.
- Mak, Y.T., dan Kusnadi, Y. 2005. Size Really Matters : Further Evidence on The Negative Relationship between Board Size and Firm Value. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vo.13, pp. 301-318.
- Meca, E.G., and Ballesta, J.P.S. 2011. Firm Value and Ownership Structure in The Spanish Capital Market. *Journal of Corporate Governance*. Vol. 11 No. 1 2011, pp. 41-53.
- Myers, Stewart, C. 1984. Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*. Massachussets: National Business of Economic Research.
- Nuswandari, C. 2013. Determinan Struktur Modal dalam Perspektif Pecking Order Theory dan Agency Theory. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*. Hal: 92 – 102. ISSN : 1979-4878. Vol. 2, No. 1.
- Onaolapo, A.A., and Kajola, S.O. 2010. Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. ISSN 1450-2275. Issue 25 (2010).
- Ratnawati, K. 2001. Analisis Perbedaan Struktur Modal dan Faktor Intern, Faktor Ekstern Perusahaan Industri PMA dan PMDN di BEJ. Disertasi: *Program Pascasarjana Universitas Airlangga Surabaya*.
- Rahim, R.A., Yaacob, M. Hasimi, Alias Norazlan, and Nor, F.M. 2008. Investment. Board Governance and Firm Value: A Panel Data Analysis. *Managerial Auditing Journal*. p. 1-10.
- Ross, Stephen, A., Randolph, W.W., Bradford, D.J. 2003. *Fundamentals of Corporate Finance*, sixth edition. International Edition.
- Ruan, W., Tian, G., and Ma, S. 2009. Managerial Ownership and Firm Value: Evidence From China's Civilian-Run-Firms. *Journal of Accounting and Finance*. August 15, 2009.
- Singarimbun, M., Sofian, E. 1995. *Metode Penelitian Survei*. Jakarta: LP3ES.
- Titman, S., and Wessels, R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1 (Mar., 1988), pp. 1-19.
- Wiwattanakantang, Y. 1999. An Empirical Study on The Determinants of The Capital Structure of Thai Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*. Number 7_1999. pp. 371-403.