

**PENGARUH PROFITABILITAS DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN DENGAN STRUKTUR MODAL SEBAGAI
VARIABEL *INTERVENING*
(Studi pada Perusahaan Manufaktur Yang *Listing* Di Bursa Efek
Indonesia Periode 2009-2012)**

Oleh
Redy Khoirianto⁽
Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Balitar

Abstract

The main objective of the study is to examine the impact of profitability, dividend policy, and capital structure on firms value in Indonesia Stock Exchange (IDX). Population in this study are public company listed in Indonesia Stock Exchange during 2009-2012. The data were then analyzed by the multiple regression analysis, using the SPSS Program version 16.0. The results of this study show that (1) profitability have positive and significant influence on capital structure, (2) profitability have negative and significant influence on capital structure, (3) profitability have positive and significant influence on firm value, (4) dividend policy have not significant influence on firm value, (5) capital structure have negative and significant influence on firm value, (6) profitability have significant influence on firm value weather capital structure, (7) devident policy have significant influence on firm value weather capital structure, (8) by simultan profitability, dividend policy, and capital structure have significant influence on firm value.

Keyword: *profitability, dividend policy, capital structure, and firms value*

Pendahuluan

Setiap perusahaan yang menerbitkan saham secara umum bertujuan untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham, yakni dengan melalui maksimisasi nilai perusahaan (Sartono, 2001:8). Nilai perusahaan sangat penting karena mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan (Kusumajaya, 2011). Nilai perusahaan merupakan salah satu pertimbangan bagi para investor untuk menanamkan modalnya di suatu perusahaan. Investor cenderung memilih perusahaan yang mempunyai nilai tinggi di pasar. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan pemilik perusahaan, sebab akan meningkatkan kemakmuran para pemegang saham atau *stockholder wealth maximization* (Brigham & Ehrhardt, 2006:10). Semakin tinggi nilai perusahaan menunjukkan prospek

perusahaan yang semakin baik di masa yang akan datang. Selain itu nilai perusahaan yang tinggi merupakan jaminan bagi para investor dalam menanamkan modalnya.

Berdasarkan penelitian terdahulu, beberapa faktor yang dapat meningkatkan nilai perusahaan diantaranya 1. Profitabilitas {Solihah & Taswan (2002); Amiryah & Atmini (2007); Sujoko & Soebiantoro (2007); dan Ayuningtias & Kurnia (2013)}, 2. Kebijakan dividen {Taswan (2003); Amiryah & Atmini (2007); Sujoko & Soebiantoro (2007); Sugiarto (2011); dan Ayuningtias & Kurnia (2013)}, 3. Struktur modal {Sujoko & Soebiantoro (2007); Mas'ud (2008); Chowdhury (2010); Antwi et al. (2012); Maxwell & Kehinde (2012)}.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, beberapa faktor tersebut (profitabilitas, dividen, dan struktur modal) memiliki hubungan dan pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tidak konsisten. Karena ketidak konsistenan hasil penelitian, dalam penelitian ini profitabilitas, dividen, dan struktur modal digunakan sebagai faktor-faktor yang mempengaruhi perusahaan. Tujuan utama dari studi ini adalah untuk menguji pengaruh profitabilitas, kebijakan dividen, dan struktur modal terhadap nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2012. Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2012. Alasan dipilihnya perusahaan manufaktur sebagai obyek penelitian karena perusahaan manufaktur memiliki jumlah perusahaan yang paling banyak di Bursa Efek Indonesia dibandingkan jenis usaha lain. Meskipun terdiri dari berbagai macam industri, perusahaan manufaktur memiliki karakteristik yang serupa. Selain itu, perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang memiliki aktivitas produksi yang berkesinambungan. Sehingga dibutuhkan pengelolaan modal kerja dan aktiva yang baik dan pada gilirannya akan menarik investor untuk menanamkan modalnya. Maka dari itu, sektor industri ini sangat menarik untuk diteliti.

Hipotesis Penelitian

Profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap struktur modal, dengan didasarkan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi akan mengurangi ketergantungan pada pihak luar. Tingkat keuntungan yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk memperoleh sebagian besar pendanaannya dari laba ditahan. Dengan kata lain, perusahaan yang *profitable* menggunakan hutang dalam jumlah kecil. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory*. Implikasi *pecking order theory* adalah perusahaan yang mempunyai profit tinggi, akan menggunakan utang dalam jumlah rendah dan sebaliknya

H1 : Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal

Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap *leverage* (Myers 1996 dalam Amiryah dan Atmini, 2007). Pengaruh ini mengindikasikan bahwa dividen dapat mensubstitusi fungsi hutang dalam mengurangi risiko perusahaan. Penggunaan dividen

dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*) pada perusahaan yang *profitable* dan *low-growth*. Dengan demikian, perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang.

H2 : Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. *Signaling theory* menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang baik, sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut dan nilai perusahaan akan meningkat.

H3 : Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Teori *signaling* menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Dividen memberikan informasi atau isyarat mengenai keuntungan perusahaan karena pembayaran dividen akan meningkatkan keyakinan akan keuntungan perusahaan. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen agar investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan.

H4 : Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. *Trade off theory* menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Dengan asumsi titik target struktur modal optimal belum tercapai, maka hipotesis kelima adalah.

H5 : Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Perusahaan yang berhasil membukukan laba yang meningkat, mengindikasikan perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang baik. Kemudian manajer keuangan dapat mengelola laba tersebut melalui keputusan keuangan yang tepat, salah satunya mengenai keputusan pendanaan (struktur modal). Ketika keputusan pendanaan sudah tepat,

maka dapat menciptakan sentimen positif para investor dan dapat membuat harga saham perusahaan meningkat. Meningkatnya harga saham di pasar, maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian Amirya & Atmini (2007) memberi hasil bahwa profitabilitas melalui struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H6 : Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

Pembayaran dividen dapat meningkatkan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan eksternal dalam operasi perusahaan. Dengan adanya penggunaan hutang akan terjadi penghematan pajak yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Amirya & Atmini (2007) kebijakan dividen melalui *leverage*, berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sugiarto (2011) kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang (struktur modal) sebagai variabel *intervening*.

H7 : Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

Metode Penelitian

Populasi Dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang listing di BEI yang secara aktif tercatat dari tahun 2009-2012. Berdasarkan data dari *IDX Fact Book 2012*, jumlah perusahaan manufaktur yang tercatat secara aktif di Bursa Efek Indonesia (BEI) sampai tahun 2012 adalah sebanyak 131 perusahaan. Pengambilan sampel dalam penelitian ini secara *purposive sampling* dengan beberapa kriteria sebagai berikut: (1) perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI tahun 2009-2012. (2) perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan secara terus-menerus selama periode penelitian. (3) perusahaan memiliki laba tidak negatif (tidak mengalami kerugian) selama periode penelitian. (4) perusahaan tersebut selama periode penelitian, yaitu tahun 2009-2012 selalu membagikan dividen. (5) perusahaan tersebut memiliki usaha yang relatif homogen.

Data Dan Sumber Data

Dalam melakukan penelitian ini penulis hanya melakukan studi pustaka dan mengambil data yang diperoleh melalui ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) tahun 2009-2012, dan situs internet www.idx.co.id (*Indonesia Stock Exchange*). Jenis data yang diolah dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder yang digunakan adalah data yang telah diolah berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur tahun 2009-2012. Penulisan penelitian ini menggunakan teknik pengumpulan data dengan teknik dokumentasi.

Metode Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat dua variabel bebas yaitu profitabilitas

dan kebijakan dividen. Variabel terikat adalah nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel antara. Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumenter. Teknik pengambilan sampel dengan mengambil semua populasi sehingga penelitian ini merupakan penelitian populasi.

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur. Analisis jalur digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung seperangkat bebas (*eksogen*) terhadap variabel terikat (*endogen*).

Untuk mengetahui signifikansi persamaan tersebut dengan menggunakan uji F dan t untuk mengambil angka probabilitas sebesar 5 %. Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima, sedangkan apabila $F_{hitung} < F_{tabel}$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak dan Jika $t_{hitung} > t_{tabel}$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima, sedangkan apabila $t_{hitung} < t_{tabel}$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak.

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Hasil Penelitian

Tabel 1
Hasil Pengujian Pengaruh Langsung

V. Bebas	V. Terikat	Beta	p-Value	Keterangan
Profitabilitas	S. Modal	3,216	0,000	Signifikan
K. Dividen	S. Modal	-1,128	0,003	Signifikan
Profitabilitas	Nilai Perusahaan	5,577	0,000	Signifikan
K. Dividen	Nilai Perusahaan	0,894	0,127	Tidak Signifikan
S. Modal	Nilai Perusahaan	-0,416	0,029	Sigifikan

Suber: Data Diolah

Tabel 2
Hasil Pengujian Pengaruh Tidak Langsung

Variabel Bebas	Variabel Antara	Variabel Terikat	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tidak Langsung	Keterangan
Profitabilitas	S. Modal	Nilai Perusahaan	5,577	$3,216 \times -0,416 = -1,338$	Signifikan
K. Dividen	S. Modal	Nilai Perusahaan	0,894	$-1,128 \times -0,416 = 0,469$	Signifikan

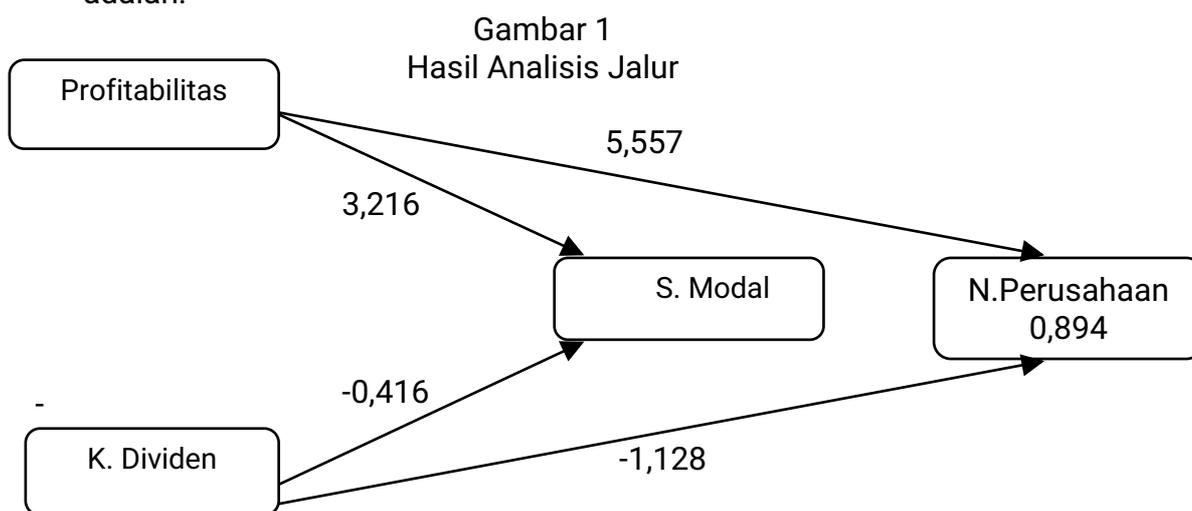
Suber: Data Diolah

Pengaruh tidak langsung antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal, diperoleh dari hasil kali antara

pengaruh langsung profitabilitas terhadap struktur modal dan pengaruh langsung antar struktur modal terhadap nilai perusahaan. Sehingga diperoleh nilai pengaruh tidak langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal adalah -1,338. Karena pengaruh langsung keduanya signifikan, maka pengaruh tidak langsung antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal juga signifikan. Melihat nilai koefisien hubungan langsung lebih besar (5,577) daripada nilai koefisien hubungan tidak langsung (-1,338), maka dapat disimpulkan bahwa hubungan yang sebenarnya antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan adalah langsung. Sehingga kebijakan hutang tidak menjadi variabel *intervening* dalam pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh tidak langsung antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal, diperoleh dari hasil kali antara pengaruh langsung kebijakan dividen terhadap struktur modal dan pengaruh langsung antara struktur modal terhadap nilai perusahaan. Sehingga diperoleh nilai pengaruh tidak langsung kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal adalah 0,469. Melihat nilai koefisien hubungan langsung lebih besar (0,894) daripada nilai koefisien hubungan tidak langsung (0,469), tetapi karena hubungan langsung tidak signifikan (p-value sebesar 0,127) maka dapat disimpulkan bahwa hubungan yang sebenarnya antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah tidak langsung yaitu melalui struktur modal. Sehingga kebijakan hutang menjadi variabel *intervening* dalam pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil pengaruh secara langsung dan tidak langsung tersebut, diperoleh hasil analisis jalur (*path*) secara keseluruhan adalah.



Hasil perhitungan R^2_m mengindikasikan keragaman data yang dapat dijelaskan oleh model tersebut adalah sebesar 93,9% atau dengan kata lain informasi yang terkandung dalam data 93,9 % dapat dijelaskan

oleh model tersebut. Sedangkan 6,1% keragaman sisanya dijelaskan oleh variabel lain (yang belum terdapat di dalam model).

Pembahasan

1. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Dalam penelitian ini profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan prediksi H1 yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Arah positif mengandung arti bahwa semakin besar profitabilitas maka semakin besar pula struktur modal perusahaan. Ketika profitabilitas naik akan direspon oleh perusahaan dengan meningkatkan aktifitas bisnis perusahaan dengan cara memperbesar hutang. Perusahaan cenderung memakai hutang dibandingkan dengan mengeluarkan saham, untuk membiayai aktifitas bisnisnya. Hal inilah yang menyebabkan struktur modal meningkat. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal dapat terjadi karena perusahaan melakukan ekspansi yang membutuhkan banyak dana untuk mendorong peningkatan laba di masa yang akan datang. Dari sisi kreditor, perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi merupakan sinyal positif tentang kualitas perusahaan. Sehingga semakin besar tingkat pengembalian perusahaan maka semakin besar fasilitas pendanaan yang ditawarkan kreditor. Jadi pada hakekatnya tingkat pengembalian yang tinggi tidak membuat perusahaan mengurangi jumlah hutang dalam struktur modal mereka.

Temuan ini mendukung *Signaling Theory*. Model *signaling* memprediksi perusahaan yang tinggi profitabilitasnya akan memberi sinyal dengan memakai porsi hutang yang besar. Berarti hubungan hutang dengan profitabilitas adalah positif. Model *signaling* juga memberikan penjelasan berkaitan dengan perbedaan respon pasar atas berbedanya tipe sekuritas yang diterbitkan perusahaan. Penerbitan hutang merupakan sinyal adanya "*good news*" yaitu berupa manajer yang lebih yakin atas kinerja perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga harga saham akan meningkat dengan adanya pengumuman kenaikan hutang. Sementara itu penerbitan saham dianggap sebagai "*bad news*" yaitu berupa kemungkinan turunnya *earning* dimasa yang akan datang, sehingga harga saham menurun dengan adanya pengumuman penerbitan saham baru (Mas'ud, 2008).

Hasil temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Mas'ud (2008) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Tetapi tidak mendukung penelitian Taswan (2003), Sujoko & Soebiantoro (2007), Amirya & Atmini (2007), dan Erkaningrum (2008), yang menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

2. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Struktur Modal

Dalam penelitian ini kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini sesuai dengan prediksi H2

yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Arah negatif mengandung arti hubungan keduanya terbalik. Ketika kebijakan dividen naik, struktur modal perusahaan akan turun. Pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal untuk mengawasi perilaku manajer. Perusahaan yang memiliki *dividen payout ratio* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri karena pembayaran dividen akan meningkatkan kewajiban perusahaan. Oleh karena itu manajer akan lebih berhati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang (Yenantie dan Destriana, 2010). Dengan demikian peningkatan dividen akan menurunkan penggunaan jumlah hutang yang ada di dalam suatu perusahaan. Sehingga naiknya kebijakan dividen akan menurunkan struktur modal perusahaan.

Penelitian ini mendukung teori *Pecking Order*, yaitu perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal. Penggunaan dividen dalam urutan pendanaan bisa dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*). Dengan demikian, perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang (*debt financing*). Hal ini sesuai dengan penelitian Amirya & Atmini (2007) dan Erkaningrum (2008) yang mengatakan kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Tetapi hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Taswan (2003) bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal.

3. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan prediksi H3 yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Arah profitabilitas positif terhadap nilai perusahaan. Artinya ketika profitabilitas naik, maka nilai perusahaan juga akan naik, atau sebaliknya. Adanya pengaruh positif terjadi karena terciptanya sentimen positif pada para investor. Sehingga harga saham meningkat, dan meningkatnya harga saham membuat nilai perusahaan akan meningkat. Dengan demikian, semakin besar laba yang dihasilkan perusahaan, maka akan melahirkan sentimen positif yang sangat kuat pada para investor. Perusahaan yang berhasil membukukan laba yang meningkat, mengindikasikan perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang baik, sehingga dapat menciptakan sentimen positif para investor. Sehingga ketika profitabilitas perusahaan naik, akan direpson positif oleh investor dan nilai perusahaan akan meningkat.

Hasil penelitian ini mendukung *signaling theory*. *Signaling theory* menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang baik,

sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut dan nilai perusahaan akan meningkat. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Soliha & Taswan (2002), Sujoko & Soebiantoro (2007), dan Ayuningtyas & Kurnia (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

4. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa investor dalam membeli saham perusahaan publik, variabel kebijakan dividen tidak menjadi pertimbangan yang signifikan. Adanya pengaruh positif dan tidak signifikan dapat dimungkinkan dengan adanya pembayaran dividen selama empat tahun berturut-turut tersebut tidak mampu menciptakan sentimen positif yang kuat para investor. Sehingga nilai perusahaan peningkatannya relatif kecil. Temuan penelitian ini mendukung penelitian Ayuningtyas & Kurnia (2013) yang menemukan bukti bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Sujoko & Soebiantoro (2007) menyimpulkan bahwa dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

5. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi H5 yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Arah struktur modal negatif terhadap nilai perusahaan, artinya pada tingkat hutang rendah nilai perusahaan akan meningkat. Sebaliknya pada tingkat hutang tinggi nilai perusahaan akan menurun. Hal ini disebabkan karena posisi struktur modal perusahaan manufaktur selama periode pengamatan berada di atas titik optimalnya, maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Semakin tinggi hutang maka biaya bunga akan meningkat melebihi penghematan pajak. Sehingga tambahan hutang akan mengakibatkan biaya kebangkrutan lebih besar dibandingkan dengan penghematan pajak dari beban bunga utang perusahaan. Akibatnya ketika struktur modal meningkat akan menurunkan nilai perusahaan, sebaliknya penurunan struktur modal akan menaikkan nilai perusahaan.

Temuan penelitian ini tidak mendukung teori Modigliani & Miller (1963) yang menyatakan bahwa struktur modal (hutang) yang semakin meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya penghematan pajak dari penggunaan hutang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Sujoko & Soebiantoro (2007) dan Amirya & Atmini (2007) menyimpulkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

6. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal

Hasil penelitian menemukan bukti bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal, dan struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan prediksi H6 yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal. Arah profitabilitas negatif terhadap struktur modal dan struktur modal negatif terhadap nilai perusahaan

Profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Profitabilitas yang meningkat membuat perusahaan meningkatkan aktifitas bisnisnya, dengan jalan meningkatkan struktur modal (hutang). Sedangkan struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Struktur modal perusahaan manufaktur berada di atas titik optimalnya, maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Semakin tinggi hutang maka biaya bunga akan meningkat melebihi penghematan pajak. Akibatnya, meningkatnya struktur modal akan menurunkan nilai perusahaan. Sebaliknya penurunan struktur modal akan menaikkan nilai perusahaan.

Hasil pengujian ini mendukung teori *pecking order*. Apabila pendanaan internal tidak mampu memenuhi kebutuhan dana operasional, maka perusahaan akan menggunakan pendanaan eksternal yang pertama dari hutang dalam mengurangi risiko perusahaan sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan profitabilitas mewarnai struktur modal perusahaan yang akan direspon oleh para investor. Respon investor diwujudkan dengan dengan harga saham perusahaan di pasar modal yang mencerminkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Amirya & Atmini (2007), bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

7. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal

Hasil penelitian menemukan bukti bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap struktur modal dan struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan prediksi H7 yang menyatakan bahwa kebijakan dividen melalui struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Arah kebijakan dividen negatif terhadap struktur modal dan struktur modal negatif terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Penggunaan dividen dalam urutan pendanaan bisa dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*) pada perusahaan yang *profitable* dan *low-growth*. Dengan demikian perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang (*debt financing*).

Sedangkan struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian ini mendukung teori *pecking order* di mana dividen dapat mensubstitusi hutang dalam mengurangi risiko perusahaan.

Penurunan hutang akan meminimalkan risiko perusahaan sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan kebijakan dividen mewarnai struktur modal perusahaan yang akan direspon oleh para investor. Respon investor diwujudkan dengan harga saham perusahaan di pasar modal yang mencerminkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Amirya & Atmini (2007), bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

8. Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Dan Struktur Modal Secara Simultan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian memberi kesimpulan bahwa variabel profitabilitas, kebijakan dividen, dan struktur modal secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin besar laba yang dihasilkan perusahaan, maka akan melahirkan sentimen positif yang sangat kuat pada para investor. Sehingga harga saham meningkat, dan meningkatnya harga saham membuat nilai perusahaan akan meningkat pula. Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Ada saatnya dividen tidak dibagikan oleh perusahaan karena perusahaan merasa perlu untuk menginvestasikan kembali laba yang diperoleh. Besarnya dividen tersebut dapat mempengaruhi harga saham. Apabila dividen yang dibayar tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi. Begitu juga sebaliknya, jika dividen dibayarkan rendah kecil maka harga saham perusahaan yang membagikannya tersebut juga rendah. Struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur modal yang optimal adalah tingkat bauran utang dan ekuitas yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau peningkatan kesejahteraan pemegang saham. Urutan pendanaan perusahaan adalah menggunakan *internal equity* terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external equity* maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*.

Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan

1. Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI tahun 2009-2012. Semakin besar profitabilitas maka semakin besar pula struktur modal perusahaan.
2. Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI tahun 2009-2012. Peningkatan dividen akan menurunkan penggunaan jumlah hutang yang ada di dalam suatu perusahaan.
3. Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI tahun 2009-2012. Sehingga ketika profitabilitas perusahaan naik, maka akan direspon positif oleh investor dan nilai perusahaan akan meningkat.
4. Kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI tahun 2009

- 2012. Pembayaran dividen selama empat tahun berturut-turut, tidak mampu menciptakan sentimen positif yang kuat para investor. Sehingga nilai perusahaan peningkatannya relatif kecil.
5. Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI tahun 2009-2012. Tambahan hutang akan mengakibatkan biaya kebangkrutan lebih besar dibandingkan dengan penghematan pajak dari beban bunga utang perusahaan.
 6. Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI tahun 2009-2012. Hal ini menunjukkan profitabilitas mewarnai struktur modal perusahaan yang akan direspon oleh para investor. Respon investor diwujudkan dengan dengan harga saham perusahaan di pasar modal yang mencerminkan nilai perusahaan.
 7. Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI tahun 2009-2012. Hal ini menunjukkan kebijakan dividen mewarnai struktur modal perusahaan yang akan direspon oleh para investor. Respon investor diwujudkan dengan harga saham perusahaan di pasar modal yang mencerminkan nilai perusahaan.
 8. Profitabilitas, kebijakan dividen, dan struktur modal secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI tahun 2009-2012.

Keterbatasan

1. R^2 variabel struktur modal sebesar 0,273 menunjukkan bahwa nilai struktur modal yang dijelaskan dalam penelitian adalah 27,3% dan sisanya 72,7% struktur modal dipengaruhi oleh variabel lain yang berada di luar penelitian. Sehingga untuk penelitian selanjutnya diharapkan memasukkan variabel lain dalam model penelitian mendatang semisal ukuran perusahaan.
2. R^2 variabel nilai perusahaan sebesar 0,255 menunjukkan bahwa nilai dari variabel nilai perusahaan yang dijelaskan dalam penelitian adalah 25,5% dan sisanya 74,5% nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel lain yang berada di luar penelitian. Sehingga untuk penelitian selanjutnya diharapkan memasukkan variabel lain dalam model penelitian mendatang semisal ukuran perusahaan.
3. Jumlah sampel perusahaan manufaktur yang diteliti relatif sedikit karena terbatasnya jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria yang ditetapkan dalam dan periode penelitian relatif pendek.
4. Penelitian ini hanya terbatas pada industri manufaktur di antara jenis industri lain yang listing di BEI periode 2009 -2012.

Saran

A. Bagi Perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian, investor memandang peningkatan profitabilitas sebagai faktor utama dalam menilai baik buruknya

suatu perusahaan. Oleh sebab itu pihak manajemen harus berupaya untuk terus meningkatkan profitabilitas perusahaan dari tahun ketahun.

B. Bagi Investor

Keadaan perekonomian yang agak membaik berdampak positif terhadap prospek perusahaan manufaktur di Indonesia dalam jangka panjang. Oleh karena itu, setelah melihat perilaku manajemen dalam mengurutkan penggunaan dana, sebaiknya investor berinvestasi jangka panjang pada perusahaan dibandingkan hanya mengejar *capital gain*.

C. Bagi Penelitian Selanjutnya

- a. Penelitian selanjutnya dapat mengembangkan penelitian ini di masa mendatang dengan menguji kembali konsistensi hasil penelitian ini dengan mengembangkan variabel lain, seperti risiko keuangan dan ukuran perusahaan, serta penambahan jumlah periode penelitian, misal lima atau tujuh tahun periode penelitian.
- b. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan sampel dari sektor industri selain perusahaan manufaktur yang mempunyai spesifikasi berbeda, misalnya perbankan, sehingga diperoleh perbandingan hasil penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Amirya, M. dan Atmini, S. 2007. *Faktor-faktor yang mempengaruhi Nilai Perusahaan yang dimediasi Oleh Leverage Sebagai Variabel Intervening: Sebuah Perspektif Pecking Order Theory. The 1st Accounting Conference, Depok.*
- Amirya, M. dan Atmini, S. 2008. *Determinan Tingkat Hutang Serta Hubungan Tingkat Hutang Terhadap Nilai Perusahaan: Perpektif Pecking Order Theory. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia, Vol:5.*
- Antwi, S. Mills, E.F.E. dan Zhao, X. 2012. *Capital Struture and Firm Value: Empirical Evidence From Graha. Internatonal Journal of Business and Social Science, Vol:3.*
- Ayuningtias, D dan Kurnia. 2013. *Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan: Kebijakan Deviden dan Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Antara. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi, Vol:1.*
- Brigham, E.F dan Ehrardt, M.C. 2006. *Finacial Management: Theory and Practice.* Edisi 10. Orlando: Sea Harbor Drive.
- Chen, K. 2002. *The Influenza of Capital Structure on Company Value With Different Growth Opportunities.* Paper for EFMA Annual Meeting. University of Lausanne.
- Halim,A. 2007. *Manajemen Keuangan Bisbis.* Bogor: Ghalia Indah.
- Handoko, T.H. 2002 *Manajemen Sumber Daya Manusi.* Yogyakarta: BPFE
- Hanafi, M.M dam Halim, A. 2005. *Analisa Laporan Keuangan.* Edisi dua. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Sofyaningsih, S. dan Hardiningsih, P.2011. *Struktur Kepemilikan, Kebijakan Deviden, Kebijakan Utang, dan Nilai Perusahaan. Jurnl*

Dinamika Keuangan dan Perbankan.