

KAJIAN DAMPAK KEPUTUSAN KEUANGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN. Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI Periode 2003-2010

Oleh:

Banter Laksana

(Dosen di Politeknik Negeri Bandung)

Abstract

This empirical study aims to examine the effect of financial decision-making consists of financing and investment decisions on profitability and firm value. This study population is a manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange with the observation period 2003 to 2010. The method of data gathering is purposive sampling, and obtained a sample of 160 companies. Furthermore, examination of five hypotheses in this research using path analysis with Amos 16.0 package program.

The findings of this study indicate that financial decisions affect the profitability of the significance level (α) less than 5% that the hypothesis 1 and hypothesis 2. The results of this study received three hypotheses (hypotheses 1, 2 and 5), reject two hypotheses (hypotheses 3 and 4).

Key words: Decisions financing, investment decisions, profitability and firm value.

Pendahuluan

Keputusan keuangan adalah keputusan yang penting sekali bagi kegiatan perusahaan. Keputusan keuangan perusahaan terdiri dari keputusan pendanaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen (Weston dan Copeland, 1992). Keputusan pendanaan merupakan keputusan penting yang dibuat manajer dalam menentukan struktur modal perusahaan untuk menentukan bagaimana sumber-sumber pembiayaan. Keputusan investasi merupakan kegiatan untuk menentukan berapa besar kelebihan dana yang dimiliki perusahaan akan diinvestasikan pada berbagai alternatif yang mungkin dipilih.

Keputusan investasi merupakan inti dari seluruh analisis keuangan yaitu membuat keputusan yang memaksimalkan nilai perusahaan (Fama, 1978). Keputusan keuangan perusahaan yang diambil manajer adalah keputusan untuk memaksimalkan sumberdaya perusahaan. Manajer adalah pengelola perusahaan yang diberikan kepercayaan oleh pemilik (pemegang saham). Suatu ancaman bagi pemegang saham apabila manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Dalam konteks ini masing-masing pihak memiliki kepentingan sendiri-sendiri. Adanya konflik kepentingan (*agency problem*) akibat adanya pemisahan fungsi kepemilikan dan pengelola (Jensen dan Meckling, 1976).

Berdasarkan dari hasil penelitian terdahulu yang menguji hubungan antara Pendanaan dengan Kinerja Keuangan perusahaan, maka dapat ditentukan *research gap* sebagai berikut:

Gap 1:

- Masih ada perbedaan hasil penelitian hubungan/pengaruh antara *profitability* (ROA) dan utang (*leverage*).
- Petersen dan Rajan (1994), menemukan asosiasi positif yang signifikan antara profitabilitas dan utang .
- Rajan dan Zingales (1995); Titman & Wessels (1988), Baskin (1989), menemukan bukti bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*(utang).

Gap 2:

- Masih ada perbedaan hasil penelitian hubungan/pengaruh antara *profitability* (ROA) dan Nilai Perusahaan.
- Ulupui (2007), bmenemukan bahwa ROA berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham atau nilai perusahaan.
- Brigham *et al.* (1999) dan Kaaro (2002), menemukan ROA berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan beberapa kontradiktif dari konsep dan *research gap* yang ditemukan dari hasil studi empiris, maka dapat dirumuskan permasalahannya, yaitu "Bagaimana keputusan keuangan oleh manajer perusahaan yaitu keputusan investasi dan keputusan pendanaan dapat meningkatkan nilai perusahaan?".

Selanjutnya untuk mendukung penelitian empiris, dapat dikembangkan menjadi beberapa pertanyaan dalam penelitian ini, sebagai berikut:

1. Apakah keputusan pendanaan berpengaruh terhadap Kinerja Keuangan perusahaan?
2. Apakah keputusan investasi berpengaruh terhadap Kinerja Keuangan perusahaan?
3. Apakah keputusan pendanaan perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
4. Apakah keputusan investasi perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
5. Apakah profitabilitas perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

Landasan Teori

Dalam ruang lingkup manajemen keuangan keputusan keuangan perusahaan terdiri dari keputusan pendanaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen (Weston dan Copeland, 1992). Keputusan pendanaan merupakan keputusan penting yang dibuat manajer, hasil kajian ilmiah di bidang keuangan dalam merumuskan teori ini untuk menjelaskan mengapa perusahaan harus mengambil keputusan pendanaan terdapat beberapa teori yang penting tentang struktur modal perusahaan. Ada beberapa teori struktur modal yang dikembangkan oleh beberapa ahli, diantaranya pendekatan Tradisional, pendekatan Modigliani dan

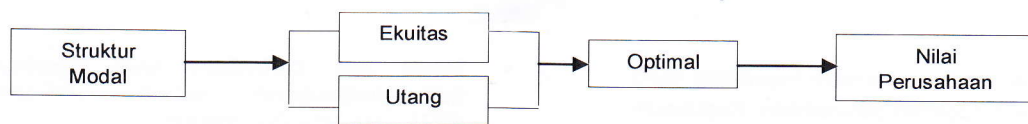
Miller (MM), pendekatan Laba Bersih atau *Net Income* (NI), pendekatan Laba Operasi atau *Net Operating Income* (NOI), *Balanced Theory* dan *Pecking Order Theory*.

Dalam inti strategi bisnis secara keseluruhan struktur modal adalah penting dan merupakan pemilihan bauran pendanaan permanen (jangka panjang) yang digunakan perusahaan. Bauran pendanaan yang ideal dan selalu diupayakan manajemen sebagai pencapaian struktur modal yang optimal. Struktur modal atau pendanaan yang optimal ditujukan untuk menciptakan suatu bauran sumber dana permanen sedemikian rupa agar mampu memaksimalkan harga saham sehingga tujuan manajemen memaksimalkan nilai perusahaan tercapai. Komposisi pendanaan optimal dengan

meminimalkan biaya modal perusahaan adalah setara dengan memaksimalkan nilai pasar perusahaan.

Ada dua pandangan yang terus diperdebatkan oleh ahli-ahli keuangan di dunia tentang struktur modal perusahaan. Pandangan tradisional diwakili oleh dua teori yaitu *trade off theory* dan *pecking order theory* (Myers, 1984). Pandangan kedua Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Myers dan Majluf (1984), menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *intemal equity* terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external financing*, maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*.

Gambar 1
Pendanaan (struktur modal) optimal dan nilai perusahaan



Sumber : diolah dari Agnes Sawir (2004), dikembangkan untuk penelitian ini.

Dikatakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pendapat ini dominan sampai dengan awal tahun 1950-an. Menurut (Husnan, 1998) keadaan perusahaan menjadi lebih baik setelah perusahaan menggunakan utang karena nilai perusahaan meningkat (atau biaya modal perusahaan menurun). Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga tingkat leverage tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Namun demikian setelah *leverage* rasio utang tertentu, biaya utang dan biaya modal sendiri meningkat. Menurut pendekatan tradisional, terdapat struktur modal yang optimal untuk setiap perusahaan. Struktur modal yang optimal tersebut terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang minimum.

Husnan (1998), menyebutkan bahwa dimungkinkan adanya proses arbitrase yang akan membuat harga saham (nilai perusahaan) yang tidak menggunakan utang maupun yang menggunakan utang, akhirnya sama. Dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, Modigliani dan Miller merumuskan bahwa biaya modal sendiri akan berperilaku sebagai berikut:

$$K_e = K_{eu} + (K_{eu} - K_d) (B/S)$$

Dimana:

- Ke : biaya modal sendiri
- Keu : biaya modal sendiri pada saat perusahaan tidak menggunakan utang
- Kd : biaya utang
- B : nilai pasar utang
- S : nilai modal sendiri

Modigliani dan Miller menunjukkan bahwa dalam keadaan pasar modal yang sempurna dan tidak ada pajak, maka keputusan pendanaan menjadi tidak relevan, artinya penggunaan utang maupun modal sendiri akan memberikan dampak yang sama bagi kemakmuran pemilik perusahaan. Dalam keadaan ada pajak, Modigliani dan Miller

berpendapat bahwa keputusan pendanaan menjadi tidak relevan.

Pendekatan laba bersih mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi (K_e) yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah utangnya dengan tingkat biaya utang (K_d) yang konstan pula. Karena K_e dan K_d konstan maka semakin besar jumlah utang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata tertimbang (K_o) akan semakin kecil.

$$K_o = D/D+E \cdot K_d (1 - T) + E/D+E \cdot K_e$$

Dimana:

- K_o : biaya modal rata-rata tertimbang
- D : nilai pasar utang perusahaan
- E : nilai pasar saham biasa perusahaan
- K_d : biaya utang
- T : tingkat pajak perusahaan
- Ke : biaya modal sendiri

Berdasarkan *balanced theory* perusahaan berusaha mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan untuk memaksimalkan nilai pasar. *Balanced theory* yang selanjutnya disebut dengan *Trade Off Theory* sebagai penyeimbang manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan utang. Sejauh manfaat lebih besar, utang akan ditambah. Tetapi apabila pengorbanan karena menggunakan utang sudah lebih besar, maka utang tidak boleh lagi ditambah (Husnan, 1998).

Kebijakan pendanaan (struktur modal) memfokuskan pada penentuan bauran pendanaan atau struktur keuangan yang terbaik, karena dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Struktur modal yang digunakan perusahaan digambarkan dengan memperbandingkan antara utang jangka panjang (*long term debt*) dengan jumlah modal sendiri (saham) yang digunakan perusahaan (Weston dan Copeland, 1998; Brealey dan Myers, 2000).

Perbandingan ini diantaranya diukur oleh suatu indikator yang disebut *book debt to equity ratio* (Kallapur dan Trombey, 1999), yaitu suatu rasio yang mencerminkan perbandingan antara nilai buku utang dengan nilai buku ekuitas.

Pembentukan struktur modal perusahaan merupakan salah satu aspek penting di dalam perusahaan khususnya dalam pendanaan jangka panjang perusahaan yang dapat dipenuhi oleh hutang (obligasi) dan saham. Dalam penggunaan utang harus diusahakan agar beban bunga yang akan dibayar (*cost of debt*) lebih rendah daripada tingkat pengembaliannya (*Trade-off Theory*; Fama dan Miller, 1972), hal ini dilakukan agar dapat menguntungkan bagi pemegang saham. Sebaliknya apabila perusahaan hanya mendasarkan pada modal sendiri (saham) saja, maka biayanya akan sangat mahal (*Pecking Order Theory*; Myers dan Majluf, 1984).

Keputusan investasi, merupakan keputusan penting yang dibuat manajer sebagai kebijakan untuk menentukan berapa besar jumlah aktiva yang diperlukan perusahaan. Menurut Jensen dan Smith (1984), dan Weston dan Brigham (1991), menjelaskan keputusan keuangan terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen.

Keputusan investasi merupakan kegiatan untuk menentukan berapa besar kelebihan dana yang dimiliki perusahaan akan diinvestasikan pada berbagai alternatif yang mungkin dipilih. Kegiatan investasi dapat memberikan keuntungan, Fama (1978), mengatakan suatu investasi dikatakan menguntungkan (*profitable*) kalau investasi tersebut bisa membuat pemodal menjadi lebih kaya, atau kemakmuran pemodal menjadi besar setelah melakukan investasi. Lebih lanjut Fama (1978), mengatakan bahwa keputusan investasi merupakan inti dari seluruh analisis keuangan yaitu membuat keputusan yang memaksimalkan nilai perusahaan.

Perusahaan yang akan tetap eksis dalam kehidupan kegiatan ekonomi (kelangsungan hidup perusahaan), apabila memiliki kedua kombinasi antara *asset in place* dan kesempatan investasi (investasi berkelanjutan). Kedua kombinasi tersebut dapat mempengaruhi struktur modal dan nilai perusahaan. Arifin (2005), mengatakan instrumen tersebut juga akan memunculkan dan mengeksplorasi kesempatan investasi.

Kelangsungan hidup perusahaan dapat terjadi dengan melakukan investasi berkelanjutan yang produktif (*Productivity Sustainable Investment*). Investasi berkelanjutan yang produktif merupakan kegiatan perusahaan dengan memperoleh peluang investasi yang lebih besar berinvestasi pada aktiva-aktiva (Adam dan Goyal, 2008) dan mengidentifikasi penyebaran *cross-sectional* dalam ukuran perusahaan (Gala dan Julio, 2010). Ukuran perusahaan, dalam berbagai bentuk, adalah salah satu variabel yang paling umum digunakan dalam penelitian empiris keuangan perusahaan. Ukuran perusahaan digunakan sebagai kontrol dalam studi struktur modal (Hovakimian, Opler dan Titman, 2001); Barclay dan Smith (1995), dana kas (Opler, Pinkowitz, Stulz dan Williamson, 1999), kebijakan

pembayaran (Fama dan French, 2001), dan manajerial kompensasi (Jensen dan Murphy, 1990).

Pertumbuhan total assets perusahaan dari tahun ke tahun menunjukkan perkembangan investasi perusahaan. Tingkat pertumbuhan perusahaan diukur dengan pertumbuhan penjualan perusahaan (Adedeji (1998), Yuningsih (2002)).

Pada penelitian ini akan digunakan persamaan berikut untuk menguji investasi berkelanjutan yang produktif:

$$PSI = \frac{PBI_t}{TAt-1}$$

Dimana:

PSI adalah investasi berkelanjutan yang produktif, PBI_t adalah pertumbuhan penjualan bersih untuk perusahaan i pada tahun t , dan $TAt-1$ adalah Total aktiva dari perusahaan ditahun $t-1$.

Nilai perusahaan adalah total nilai pasar utang dan nilai pasar saham. Nilai pasar utang relatif tidak berubah atau tetap, sedangkan nilai pasar saham berubah-ubah atau berfluktuasi. Nilai pasar saham yang dimaksud adalah harga saham perusahaan. Perkembangan harga saham pada beberapa perusahaan manufaktur di BEI yang diamati sebagian besar berfluktuasi naik dan turun. Kecenderungan naik dan turunnya harga saham ini tidak terlepas dari kondisi internal ataupun eksternal perusahaan. Kemampuan setiap perusahaan menghadapi perubahan kondisi eksternal tidaklah sama, tergantung pada kekuatannya.

Menurut Fama (1978); Wright dan Ferris (1997); Walker (2000); dan Qureshi (2006), mengatakan secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga pasar sahamnya. Meningkatkan nilai perusahaan berarti memaksimalkan kekayaan atau kesejahteraan para pemegang saham (Martin *et al.*, 1994). Perusahaan sebagai badan usaha yang masih beroperasi memiliki nilai perusahaan berjalan. Myers (1977), mengatakan nilai perusahaan berjalan tergantung pada strategi investasi di masa yang akan datang.

Optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French, 1998).

Menurut Jensen (1986) dengan adanya utang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh para manajemen sehingga bisa menghindari investasi yang sia-sia.

Dari hasil studi yang pernah dilakukan terdahulu menemukan bahwa nilai perusahaan mengacu pada aspek nilai buku dan aspek nilai pasar (Myers, 1977; Fama dan French, 1998). Sedangkan menurut Copeland (1999), menyatakan nilai perusahaan diukur berdasarkan *cash flow* yang dihasilkan saat ini dan masa yang akan datang.

Nilai perusahaan dapat diukur dengan melihat perkembangan harga pasar saham di bursa efek atau pasar sekunder. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya (Fama, 1978).

Untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti utang, warran, maupun saham preferen (Jensen, 2001). Jadi nilai perusahaan adalah total nilai pasar utang ditambah nilai pasar saham.

Pengukuran nilai perusahaan telah banyak dilakukan dengan menggunakan berbagai macam proksi dalam penelitian-penelitian bidang keuangan dan akuntansi. Seperti Masulis dan Korwar (1986), nilai perusahaan diproksi dengan menggunakan harga saham perusahaan. Murali dan Welch (1989), menjelaskan nilai pasar perusahaan melalui *fixed assets* dan *other net intangible assets*. Penelitian Fama dan French (1998), nilai perusahaan diproksi dengan *excess total market value of firm* dan *book value of assets* dibagi *book value of assets*.

Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*). Peningkatan utang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar (Brigham, 1999). Menurut Brigham, Nilai perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV).

Berdasarkan teori keputusan keuangan, permasalahan mengoptimalkan keputusan pendanaan adalah menetapkan struktur modal yang optimal, dengan asumsi dasar dalam menentukan berapa jumlah dana yang ditambahkan untuk mendukung kebijakan investasi dan operasi perusahaan, sehingga kinerja keuangan perusahaan dapat bertumbuh sehat dengan risiko yang kecil. Fama (1978), mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi.

Keputusan pendanaan perusahaan yang tercermin pada kebijakan utang perusahaan juga memiliki implikasi penting untuk menjelaskan ROA perusahaan.

Peningkatan kesempatan pertumbuhan berpengaruh pada kebijakan penurunan utang. Tetapi, kesempatan pertumbuhan tinggi menimbulkan persoalan *underinvestment* yaitu persoalan dalam hal pemegang saham menolak investasi dengan peningkatan nilai karena lebih menguntungkan kreditur.

Profitabilitas terkait dengan efisiensi dan keputusan investasi. Perusahaan yang beroperasi secara efisien akan memiliki keunggulan dalam bersaing dan dalam memperoleh profit relatif lebih tinggi. Profitabilitas merupakan suatu indikator kinerja yang dilakukan manajemen dalam mengelola kekayaan perusahaan ditunjukkan dengan laba yang dihasilkan. Laba yang dihasilkan perusahaan berasal dari penjualan dan investasi yang dilakukan perusahaan. Fama (1978), mengatakan suatu investasi menguntungkan (*profitable*) kalau investasi tersebut bisa membuat pemodal menjadi lebih kaya, atau kemakmuran pemodal menjadi besar setelah melakukan investasi.

Profitabilitas didasarkan pada investasi yaitu diukur dari perbandingan antara laba operasi dengan total aktiva: *Return On Assets* (ROA). *Return On Assets* (ROA) adalah indikator akuntansi

untuk mengukur variabel kinerja perusahaan. Brigham (1997), menegaskan bahwa ukuran ROA ini lebih tepat digunakan sebagai dasar perbandingan kinerja antar perusahaan dengan tingkat pajak berbeda.

a. Pengaruh Keputusan Pendanaan (*Leverage*) terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (ROA)

Hubungan antara Kinerja Keuangan Perusahaan (profitabilitas) dan struktur modal dapat dijelaskan dengan bukti menurut Titman dan Wessels (1988) dan Barton *et al.* (1989), setuju bahwa keuntungan perusahaan yang tinggi, akan menjaga rasio utang relatif rendah. Bukti empiris dari studi sebelumnya konsisten dengan sebagian besar studi, menemukan hubungan negatif antara profitabilitas dan struktur modal (Friend dan Lang, 1988; Barton *et al.*, 1989; Shydam-Myers, 1999; Van der Wijst dan Thurik, 1993; Chittenden *et al.*, 1996; Mishra dan Mc Conanghy, 1999; Michaelas *et al.*, 1999). Cassar dan Holmes (2003), Esperanca *et al.* (2003) dan Hall *et al.* (2004) menyatakan terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dan utang jangka pendek. Petersen dan Rajan, (1994) menemukan asosiasi positif yang signifikan antara profitabilitas dan utang.

Dari hasil studi yang pernah dilakukan terdahulu keterkaitan struktur modal dengan profitabilitas, Carleton dan Silberman (1977), Titman dan Wessels (1988), Barton dan Sundaram (1989), Baskin (1989), serta Kaaro (2001), menemukan bukti bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Berdasarkan uraian diatas dapat ditentukan hipotesis 1 sebagai berikut:

H1: Utang (*leverage*) berpengaruh negatif terhadap Profitabilitas perusahaan (ROA).

b. Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (ROA)

Fama (1978), mengatakan suatu investasi menguntungkan (*profitable*) kalau investasi tersebut bisa membuat pemodal menjadi lebih kaya, atau kemakmuran pemodal menjadi besar setelah melakukan investasi.

Hubungan keputusan investasi oleh manajer perusahaan dengan profitabilitas menurut Jensen (1986), mengatakan bahwa para manajer mungkin menahan *cash* dalam perusahaan, yang menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang hanya meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham (Jiraporn dan Ning, 2006). Pernyataan ini sejalan dengan Grossman dan Hart (1980) dan Easterbrook (1984).

Berdasarkan uraian diatas dapat ditentukan hipotesis 2 sebagai berikut:

H2: Keputusan Investasi berpengaruh positif terhadap Kinerja keuangan perusahaan (ROA).

c. Pengaruh Keputusan Pendanaan (*Leverage*) terhadap Nilai perusahaan.

Hubungan utang dan nilai perusahaan menurut beberapa peneliti seperti, Masulis (1988) menyatakan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan harga pasar saham, sedangkan penurunan utang akan menurunkan harga pasar saham. Masulis (1988); Jensen dan Meckling (1976); Miller dan Modigliani dalam Brigham (1999), menemukan bahwa rasio utang naik akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi sampai pada titik tertentu tambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan. Fama dan French (1998), dari hasil penelitian mereka mengatakan keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan berdasarkan teori *trade off*, perusahaan dipandang sebagai *setting* dari suatu target rasio utang dengan nilai perusahaan, dimana perusahaan secara bertahap akan menuju target tersebut (Myers, 1984). Menurut Rao (1995:475), penggunaan *leverage* yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan akan menyebabkan biaya bunga semakin besar sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar karena adanya penghematan pembayaran pajak penghasilan badan. Penelitian Soliha dan Taswan (2002), mengatakan kebijakan utang berpengaruh positif, namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (*firm value*). Sarkar dan Zapatero (2003), melalui teori *trade off* menjelaskan adanya hubungan yang negatif antara *leverage* optimal dengan tingkat pendapatan yang ada. Penentuan tingkat *leverage* keuangan yang optimal atau komposisi pendanaan optimal dengan meminimalkan biaya modal perusahaan adalah setara dengan memaksimalkan nilai pasar perusahaan, karena itu perlu diamati implikasi restrukturisasi modal untuk mencapai komposisi pendanaan optimal. Alonso, Iturriaga dan Sanz (2005), hasil penelitian mereka mengkonfirmasi keterkaitan dari utang dan dividen dalam penciptaan nilai perusahaan dengan menunjukkan suatu hubungan yang negatif antara nilai perusahaan dengan utang, dan pembayaran dividen pada peluang pertumbuhan.

Berdasarkan uraian diatas dapat ditentukan hipotesis 3 sebagai berikut:

H3: Utang (*Leverage*) berpengaruh negatif terhadap Nilai perusahaan.

c. Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Kontrak kinerja dalam bentuk target *performance* akan memberikan motivasi kepada manajemen untuk meningkatkan nilai perusahaan. Penciptaan nilai perusahaan dilakukan dengan melakukan investasi. Fama (1978), mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena

untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Nilai perusahaan dapat ditentukan dari gabungan antara aktiva riil dengan pilihan investasi di masa yang akan datang. Menurut Subekti dan Kusuma (2001), dan Fijrijanti dan Hartono (2002), membuktikan kemampuan set kesempatan investasi dalam memprediksi pertumbuhan perusahaan yang berdampak terhadap nilai perusahaan dan nilai pemegang saham. Adam dan Goyal (2003), menyatakan bahwa *investment opportunity* memainkan peran penting di dalam keuangan perusahaan dalam kaitannya dengan pencapaian tujuan perusahaan.

Ulupui (2007) menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power* dari aset perusahaan. *Investment opportunity set* dan *leverage* berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Andri dan Hanung, 2007).

Berdasarkan uraian diatas dapat ditentukan hipotesis 4 sebagai berikut:

H4: Keputusan Investasi (SI) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

e. Pengaruh Profitabilitas (Prft) terhadap Nilai Perusahaan (NP)

Hubungan profitabilitas dengan nilai perusahaan menurut Ulupui (2007) menemukan hasil bahwa ROA berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham satu periode ke depan. Oleh karena itu, ROA merupakan salah satu faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Carlson dan Bathala (1997) juga menemukan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Suranta dan Pratana (2004), menemukan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil yang berbeda diperoleh Kaaro (2002) dalam penelitiannya menemukan bahwa ROA berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan pada uraian hal-hal diatas dapat ditentukan hipotesis 5:

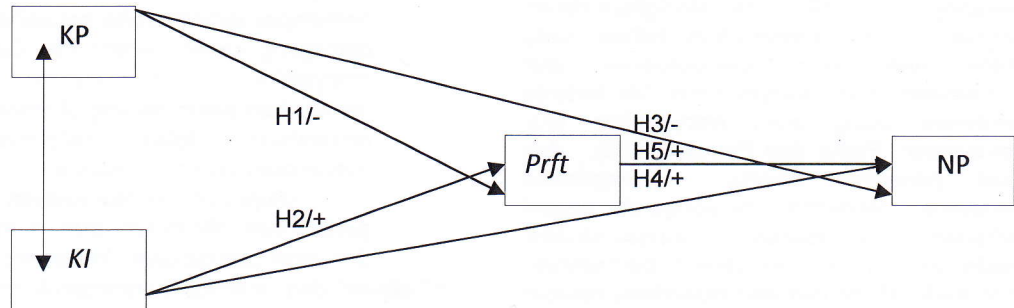
H5: Profitabilitas (Prft) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

Berdasarkan dari hasil hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 5 diatas dapat digambarkan model empirik dalam penelitian ini seperti dalam Gambar 3.1.

Metode Penelitian

Studi ini menggunakan populasi perusahaan yang berasal dari perusahaan manu-faktur yang terdaftar di BEI selama 8 tahun, yaitu periode tahun 2003-2010. Penelitian ini menggunakan data sekunder, yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market* (ICMD) tahun 2011.

Gambar 2
MODEL EMPIRIK PENELITIAN: HUBUNGAN ANTARA VARIABEL KEPUTUSAN KEUANGAN, PROFITABILITAS DAN NILAI PERUSAHAAN.



Sumber : Dikembangkan untuk penelitian ini

Dalam penelitian ini terdapat tiga variabel laten, dua variabel independen yaitu Kepemilikan manajerial dan Utang. Satu variabel dependen yaitu Profitabilitas/kinerja perusahaan.

- a. Keputusan investasi (KI) sebagai variabel independen.

Aktivitas operasi perusahaan membutuhkan investasi, baik untuk aset yang bersifat jangka pendek (*inventory and account receivable*) maupun jangka panjang (*property, plant, and equipment*). Keputusan investasi merupakan ukuran investasi perusahaan, atau menunjukkan besarnya rasio *Net sales to total assets*.

$$KI / SI = \frac{\text{Penjualan bersih}}{\text{Total Assets}}$$

- a. Variabel Utang (*Leverage: Lev*) sebagai variabel independen

Variabel struktur modal diproksi dengan *Leverage* yaitu perbandingan antara total utang dan total aset.

$$Lev = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

- b. Profitabilitas sebagai variabel *intervening*.

Profitabilitas dalam penelitian ini berperan sebagai variabel *intervening* bagi hubungan antara tingkat *leverage* dengan nilai perusahaan. Profitabilitas diproksi dengan *return on assets* (ROA),

$$ROA = \frac{EAT}{\text{Total Assets}}$$

Dimana: ROA = *Return On Assets*
 EAT = *Earning After Tax*

- d. Nilai Perusahaan (NP) sebagai variabel dependen.

Nilai perusahaan dapat diukur dengan melihat perkembangan harga pasar saham di Bursa efek atau pasar sekunder. Ada beberapa pengukuran terhadap nilai perusahaan, dalam studi ini nilai perusahaan diukur atau diproksi dengan *Price to Book Value* (PBV). Husnan (2003), menjelaskan *Price to Book Value* adalah perbandingan antara harga pasar dan nilai buku saham. *Price to Book Value*, mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham, 1999: 92). Secara matematis dapat ditulis:

$$PBV = \frac{NP / \text{Harg a / Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku / Lembar Saham}}$$

Dimana:
 NP = Nilai Perusahaan
 PBV = *Price to Book Value*

Selanjutnya, untuk lebih menjelaskan tentang pengukuran dari berbagai variabel dan indikator penelitian yang digunakan dalam penelitian ini, maka disajikan definisi operasional dan pengukuran variabel pada Tabel 1 berikut ini:

TABEL 1
DIFINISI OPERASIONAL DAN PENGUKURAN VARIABEL PENELITIAN

Variabel	Dimensi / Konsep Variabel	Pengukuran Variabel	Justifikasi
Nilai Perusahaan (NP)	Suatu konsep yang berharga untuk mengukur kemakmuran pemegang saham, yang menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap satuan uang untuk setiap tambahan investasi (Copeland, 2002; dan Lindenberg dan Ross, 1981).	- $PBV = \frac{Harg a / LembarSaham}{NilaiBuku / LembarSaham}$ Dimana: $PBV = Price to Book Value$ (Nilai Perusahaan).	Husnan (2003); Brigham (1999)
Keputusan Pendanaan (Leverage)	Merupakan ukuran (proporsi) dari penggunaan total hutang untuk membiayai seluruh investasi perusahaan.	$Lev / KP = \frac{TotalDebt}{TotalAssets}$	Lemmon & Lins, 2001; Ahmed <i>et al.</i> , 2002; Rozeff, 1982; Jun <i>et al.</i> , 2006; Belkhir, 2006; Kha <i>et al.</i> , 2007; Li dan Zhao, 2007, Moser dan Puckett, 2008.
Keputusan Investasi (Sustainable Investment/SI)	Merupakan ukuran investasi perusahaan, atau menunjukkan besarnya rasio <i>Net sales to total assets</i> .	$KI / SI = \frac{Penjualanbersih}{TotalAssets}$	Adam dan Goyal (2008); Gala dan Julio, (2010).
Profitabilitas (Prft)	Merupakan ukuran dari tingkat pengembalian (<i>return</i>) atas seluruh aktiva yang dimiliki perusahaan atau mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba dari seluruh aset perusahaan.	$ROA / prft = \frac{EAT}{TotalAssets}$	Naceur <i>et al.</i> (2006); Denis & Osobov (2007); Amidu (2007); Chen & Sun (2007); Samad <i>et al.</i> (2008); Belkhir (2008).

Sumber: beberapa jurnal dan dikembangkan untuk penelitian ini

Metode analisis data penelitian ini menggunakan *path analysis* yang digunakan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh dari variabel-variabel eksogen terhadap variabel-variabel endogen. Sewall Wright (1934), dikutip Bachrudin dan Tobing (2003) yang mengembangkan *Path analysis*, menyatakan bahwa tujuan dikembangkan *Path analysis* untuk menerangkan akibat langsung dan tidak langsung dari seperangkat variabel, sebagai variabel penyebab, terhadap seperangkat variabel lainnya yang merupakan variabel akibat. Dalam penelitian ini alat analisis data menggunakan alat bantu *software AMOS versi 16.0 for Windows*

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Dan, hasil pengujian normalitas *multivariate* pada kolom *Critical Ratio* (C.R.) menunjukkan hasil perhitungan sebesar 1,713, yang berarti lebih kecil dari nilai batas $\pm 2,58$. Dengan demikian, dapat ditarik kesimpulan bahwa hasil pengujian normalitas untuk data penelitian ini adalah telah memenuhi syarat untuk dikategorikan sebagai normal secara *multivariate*.

Berdasarkan hasil pengembangan hipotesis penelitian dapat ditentukan diagram jalur model empiris penelitian sebagaimana dapat dilihat pada gambar 3.

Berdasarkan Gambar 3 diagram jalur hasil *path analysis* untuk model empiris penelitian, hasil analisis data melalui paket program Amos 16.0. memuat koefisien-koefisien

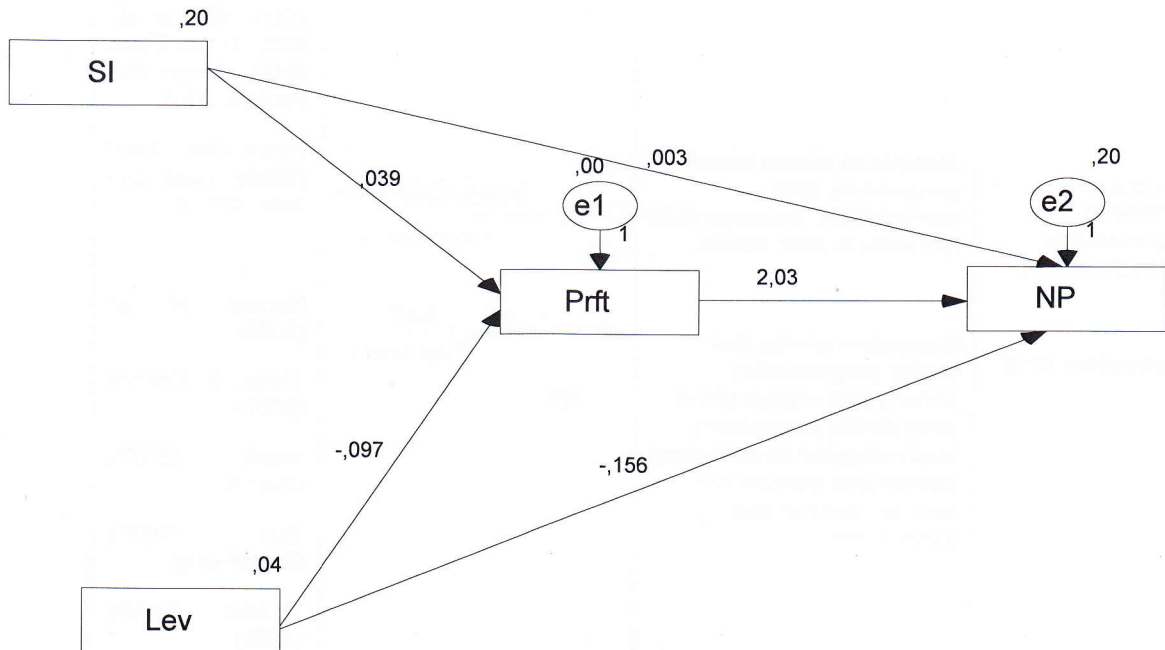
regresi dan korelasi dari seluruh variabel yang ada

dalam model ini, disajikan Tabel 2 sebagai berikut:

Tabel 2
Regression Weights Model Empirik Penelitian

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
Prft <--- SI	,039	,007	5,999	***	par_4
Prft <--- Lev	-,097	,015	-6,625	***	par_5
NP <--- Prft	2,030	,952	2,131	,033	par_1
NP <--- SI	,003	,087	,032	,974	par_2
NP <--- Lev	-,156	,199	-,785	,433	par_3

Gambar 3
Model Empiris Penelitian Hubungan antara Variabel



Keterangan:

SI = Sustainable Investment
Lev = Leverage

Prft = Profitability
NP = Nilai Perusahaan

Selanjutnya, hasil pengujian yang dilakukan untuk model empirik penelitian tersebut sesuai dengan tiga pertanyaan dalam penelitian ini, masing-masing diuraikan di bawah ini.

- Apakah keputusan pendanaan berpengaruh terhadap Kinerja Keuangan perusahaan?
- Apakah keputusan investasi berpengaruh terhadap Kinerja Keuangan perusahaan?
- Apakah keputusan pendanaan perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
- Apakah keputusan investasi perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
- Apakah profitabilitas perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

Pengujian pengaruh keputusan keuangan terhadap Kinerja Keuangan atau Profitabilitas dan Nilai Perusahaan.

Berdasarkan hasil gambar 3 diagram jalur model empiris penelitian maka dapat dibentuk sub struktur. Substruktur-substruktur yang terbentuk tersebut yang menyatakan hubungan kausalitas variabel Lev, SI (Keputusan Pendanaan dan Keputusan Investasi) dengan Prft (Profitabilitas) dan NP (Nilai Perusahaan) sebagai berikut:
Prft = 0,039 SI – 0,097 Lev 5.1
NP = 2.03 Prft + 0,003 SI – 0,156 Lev .. 5.2

- a. Pengaruh Keputusan Pendanaan (*Leverage: Lev*) terhadap Profitabilitas (*Prft*)
Berdasarkan persamaan struktural 5.1 di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh Keputusan Pendanaan (*Lev*) terhadap Profitabilitas (*Prft*) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar -0,097, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 1. Hasil pengujian terhadap model ini menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis ini, karena menghasilkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar -6,625 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,000/*** (Tabel 2), yang berarti suatu pengaruh negatif yang signifikan pada tingkat $\alpha = 0,05$. Dengan demikian hipotesis 1, yang menyatakan bahwa Keputusan Pendanaan berpengaruh negatif terhadap Profitabilitas, diterima.
- b. Pengaruh *Sustainable Investment* (*SI*) terhadap Profitabilitas (*Prft*)
Berdasarkan persamaan struktural 5.1 di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh Keputusan Investasi (*Sustainable Investment:SI*) terhadap Profitabilitas (*Prft*) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,039, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 2. Hasil pengujian terhadap model ini menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis ini, karena menghasilkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 5,999 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,000/*** (Tabel 2), yang berarti suatu pengaruh positif yang signifikan pada tingkat $\alpha = 0,05$. Dengan demikian hipotesis 2, yang menyatakan bahwa Keputusan Investasi (*Sustainable Invest-ment:SI*) berpengaruh positif terhadap Profitabilitas, diterima.
- c. Pengaruh Keputusan Pendanaan (*Leverage: Lev*) terhadap Nilai perusahaan
Berdasarkan persamaan struktural 5.2 di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh Keputusan Pendanaan (*Lev*) terhadap Nilai Perusahaan (*NP*) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar -0,156, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 3. Hasil pengujian terhadap model ini menemukan cukup bukti untuk menolak hipotesis ini, karena menghasilkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar -0,785 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,433 (Tabel 5.3), yang berarti suatu pengaruh negatif yang tidak signifikan pada tingkat $\alpha = 0,05$. Dengan demikian hipotesis 3, yang menyatakan bahwa Keputusan Pendanaan berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan, ditolak.
- d. Pengaruh *Sustainable Investment* (*SI*) terhadap terhadap Nilai perusahaan
Berdasarkan persamaan struktural 5.2 di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh Keputusan Pendanaan (*Lev*) terhadap Profitabilitas (*Prft*) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0,003, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 4. Hasil pengujian terhadap model ini menemukan cukup bukti untuk menerima

hipotesis ini, karena menghasilkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 0,032 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,974 (Tabel 5.3), yang berarti suatu pengaruh positif yang tidak signifikan pada tingkat $\alpha = 0,05$. Dengan demikian hipotesis 4, menyatakan bahwa Keputusan Investasi (*SI*) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan, **ditolak**.

- e. Pengaruh Profitabilitas (*Prft*) terhadap Nilai Perusahaan (*NP*).
Berdasarkan persamaan struktural 5.2 di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh Profitabilitas (*Prft*) terhadap Nilai Perusahaan (*NP*) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 2,030, suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 5. Hasil pengujian terhadap model ini menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis ini, karena menghasilkan nilai *critical ratio* (c.r.) sebesar 2,131 dengan nilai *sig-t* sebesar 0,033 (Tabel 5.3), yang berarti suatu pengaruh positif yang signifikan pada tingkat $\alpha = 0,05$. Dengan demikian hipotesis 5, yang menyatakan bahwa Profitabilitas (*Prft*) berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan, **diterima**.

Pengujian Pengaruh Mediasi

Hasil pengujian pengaruh mediasi Profitabilitas terhadap hubungan kausalitas antara Keputusan Keuangan (Keputusan Pendanaan dan Keputusan Investasi) dan Nilai Perusahaan. Hasilnya sebagai berikut :

Standardized Direct Effect

	Lev	SI	Prft
Prft	-,4311	,390	,000
NP	-,069	,003	,202

Standardized Indirect Effects

	Lev	SI	Prft
Prft	,000	,000	,000
NP	-,087	,079	,000

Berdasarkan output Amos: Estimates menunjukkan pengaruh langsung Lev terhadap NP sebesar -0,069 dan pengaruh tidak langsungnya lebih besar yaitu -0,087. Ini berarti bahwa profitabilitas tidak memediasi hubungan kausalitas Keputusan Pen-danaan (*Lev*) dan Nilai Perusahaan.

Berdasarkan output Amos: Estimates menunjukkan pengaruh langsung IS ter-hadap NP sebesar 0,003 dan pengaruh tidak langsungnya lebih besar yaitu 0,079. Ini berarti bahwa profitabilitas memediasi hubungan kausalitas Keputusan Investasi (*IS*) dan Nilai Perusahaan.

Dari semua hipotesis yang dihasilkan Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap profitabilitas (*Prft*) dan Nilai perusahaan (hipotesis 2 dan 4). Hasil ini menjelaskan bahwa keputusan investasi perusahaan yang efisien ditunjukkan dengan penggunaan semua struktur aktivitya.

Struktur aktiva menunjukkan tingkat efisiensi penggunaan aktiva perusahaan di dalam menghasilkan laba. Semakin tinggi struktur aktiva berarti semakin efisien penggunaan keseluruhan aktiva di dalam menghasilkan laba. Apabila penggunaan struktur aktiva tidak efisien tingkat profitabilitas akan rendah atau negatif dan akan menurunkan kemampuan perusahaan untuk tumbuh dan berkembang. Taswan (2003), menyatakan pertumbuhan sebagai pertumbuhan total aset masa lalu akan menggambarkan profitabilitas dan pertumbuhan yang akan datang. Putrakrisnanda (2009), mengatakan pertumbuhan aset menggambarkan pertumbuhan aktiva perusahaan yang akan mempengaruhi profitabilitas perusahaan, bahwa persentase perubahan total aktiva merupakan indikator yang lebih baik dalam mengukur pertumbuhan perusahaan. Adam dan Goyal (2003), menyatakan bahwa *investment opportunity* memainkan peran penting di dalam keuangan perusahaan dalam kaitannya dengan pencapaian tujuan perusahaan.

Pengaruh negatif penggunaan Utang (*Leverage*) terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan (hipotesis 1 dan 3) menjelaskan bahwa utang yang besar akan dapat menurunkan profitabilitas perusahaan (ROA). Hal ini disebabkan karena beban pokok dan bunga pinjaman semakin besar mengurangi laba perusahaan. Sebaliknya apabila penggunaan Utang (*Leverage*) kecil akan meningkatkan kemampuan profitabilitas (ROA) karena beban pokok dan bunga pinjaman semakin kecil mengurangi laba perusahaan.

Merujuk pada bukti empiris dari studi sebelumnya Husnan (1998) mengatakan keadaan perusahaan menjadi lebih baik setelah perusahaan menggunakan utang karena nilai perusahaan meningkat (atau biaya modal perusahaan menurun). Hal ini memberikan bukti bahwa Keputusan Pendanaan sebagai salah satu dari keputusan keuangan akan efektif pada proporsi yang sesuai dapat meningkatkan profitabilitas. Keputusan Pendanaan apabila nilainya besar akan meningkatkan biaya perusahaan yang pada akhirnya akan menurunkan profitabilitas perusahaan. Dengan adanya utang mendorong manajer untuk bekerja keras mendapatkan laba untuk membayar beban utang dan bunga. Dengan adanya laba yang tinggi menjadi sumber pendanaan internal perusahaan dan manajer akan mengurangi penggunaan utang atau penggunaan utang menjadi rendah. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian empirik Titman dan Wessels (1988) dan Barton *et al.* (1989), yang mengatakan setuju bahwa keuntungan perusahaan yang tinggi, akan menjaga rasio utang relatif rendah.

Keputusan Pendanaan perusahaan yang tercermin pada kebijakan utang ini memiliki implikasi penting pada nilai perusahaan. Tingginya proporsi utang relatif terhadap ekuitas meningkatkan risiko perusahaan. Sebagaimana rasio lainnya, faktor industri dan ekonomi sangat mempengaruhi, baik tingkat *debt* maupun sifat *debt*. Seperti, industri dengan modal yang intensif cenderung untuk

menggunakan tingkat *debt* yang tinggi untuk mendanai *property, plan, and equipmentnya*. *Debt* (utang) untuk mendanai kegiatan seperti itu harus bersifat jangka panjang agar sesuai dengan jangka waktu aset yang diperoleh. Rao (1995:475), mengatakan penggunaan *leverage* yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan dapat menyebabkan biaya bunga semakin besar sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar karena adanya penghematan pembayaran pajak penghasilan badan. Tetapi pada tingkatan tertentu, penggunaan *leverage* justru akan menurunkan nilai perusahaan karena meningkatkan risiko perusahaan. Pembayaran angsuran dan bunga utang dapat menyebabkan *financial distress* karena *cash flow* perusahaan tidak mampu menutupinya.

Rao, Soliha dan Taswan (2002), mengatakan nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal. Semakin tinggi proporsi struktur modal maka semakin tinggi harga saham, tetapi pada titik tertentu peningkatan utang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang lebih kecil dari biaya yang ditimbulkannya.

Simpulan dan Saran

Dari hasil olah data dan pembahasan dapat ditarik kesimpulan:

- Keputusan pendanaan (Lev) berpengaruh negatif dan signifikan α kurang dari 0,05 terhadap Profitabilitas (Prft).
- Keputusan Investasi (SI) berpengaruh positif dan signifikan α kurang dari 0,05 terhadap Profitabilitas (Prft).
- Keputusan pendanaan (Lev) berpengaruh negatif dan tidak signifikan α lebih dari 0,05 terhadap Nilai Perusahaan (NP).
- Keputusan Investasi (SI) berpengaruh positif dan tidak signifikan α lebih dari 0,05 terhadap Nilai Perusahaan (NP).
- Profitabilitas (Prft) berpengaruh positif dan signifikan α kurang dari 0,05 terhadap Nilai Perusahaan (NP).

Berdasarkan kesimpulan tersebut, penulis menyarankan:

- Sebaiknya perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI lebih memperhatikan pengelolaan modalnya (struktur pendanaannya), dimana proporsi antara aktiva lancar dan aktiva tetap kurang atau tidak berimbang karena pendanaan internal sebagian besar tertanam di aktiva lancar. Lev perusahaan juga tinggi, jika Lev semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk mendapatkan profitabilitas akan semakin rendah. Sebaiknya utang yang dijamin oleh dana internal jangan melebihi jumlah dana internal tersebut, bahkan kalau bisa di bawah 50% dari jumlah dana internalnya.

- b. Penelitian ini hanya menggunakan pendanaan eksternal (utang) saja, belum diukur bagaimana pengaruh equity (pendanaan internal) terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan. Model ini memenuhi *Goodness of fit*, diharapkan untuk peneliti berikutnya yang mengembangkan penelitian ini menambah observasi sehingga tidak terjadi model tidak memenuhi *Goodness of fit*.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Tim and Goyal, K Vidhan, 2008, "The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variable", *The Journal of Financial Research*. Vol. XXXI, (1), pp 41-63
- Arifin, Zaenal, 2005, "Hubungan Antara Corporate Governance dan Variabel Pengurang Masalah Agensi," *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol.1, No.10, Juni
- Barclay, M dan Holderness, C., 1991, "Control of Corporations by Active Block Investor", *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol.4 hal.68-77.
- Barclay M. and C. Smith, 1995, "The maturity structure Of corporate-debt", *Journal of Finance*,50 (2): 609-631.
- Brigham, Eugene R., and Daves, Phillip R., 2002, *Intermediate Financial Management*, 8th Edition, Thomson Analytics Business School Edition.
- Copeland, Thomas E., dan Weston, J. Fred., 1983, "Financial Theory dan Corporate Policy", 2nd Ed., Reading Mass: Addison-Wesley.
- Cassar, G. and Holmes S., 2003, *Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence*, *Journal of Accounting and Finance* 43, pp.123-147.
- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P., 1996, *Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation*, *Small Business Economics*, 8, pp.59-67.
- Esperanca JP, Ana PMG & Mohamed AG., 2003, *Corporate debt policy of small firms: an empirical (re)examination*, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 10(1), pp.62-80.
- Euis Soliha dan Taswan, 2002, "Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan serta beberapa faktor yang mempengaruhi", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.
- Fama, E.F. and French, K.R., 1998, "Taxes, Financing Decision, and Firm Value", *The Journal of Finance* vol.LIII no.3, June, p 819-843.
- Fama, E. and K. French, 2001, Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?, *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Gala, V.D. and B. Julio, 2010, "Convergence in corporate investments and aggregate investment dynamics", *Working Paper, London Business School*.
- Grossman, S.J. and Hart, O., 1988, "One share-one vote and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: pp. 175-202.
- Holmes, S. and Kent, P., (1991), 'An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises', *Journal of Small Business Finance*, 1 (2), pp.141-154.
- Hovakimian, A., Opler, T. and S. Titman, 2001, The debt-equity choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 124.
- Jensen, M. and K.J.Murphy, 1990, Performance pay and top-management incentives, *Journal of Political Economy* 98, 225-264.
- Jensen M. C. e K. J. Murphy, 1990a, "CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How" in *Harvard Business Review*, maggio-giugno, pp.138-153. Prof. Marco Bigelli - DSA - Università di Bologna
- Jensen M. C. e K. J. Murphy, 1990b, "Performance Pay and Top- Management Incentives" in *Journal of Political Economy*, n. 98, pp. 225-264.
- Kallapur, S & M. A Trombley., 1999, "The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business Finance & Accounting*, 26, pp 505-519.
- Kallapur, S & M. A Trombley., 2001, "The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement", *Journal of Managerial Finance*, vol 27, no 3.
- Karro, Hermeindito & Hartono Jogyanto, 2002, "Perilaku Keputusan Investasi berbasis Peluang Investasi dan Ketersediaan Keuangan Internal", *Simposium Nasional Akuntansi 5*, Semarang.
- Masulis, R., 1988," The Debt-Equity Choice, Institutional Investor Series in Finance", *Ballinger Press*.
- Michaelas, N., F. Chittenden, and P. Poutziouris, 1999, *Financial policy and capital structure Choice in UK SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data*, *Small Business Economics*, 12, pp.113-130
- Miller, M.H. & Modigliani, F., 1958, "The cost of capital, corporation Finance and the Theory of investment", *American Economic Review*, no.13, pp 261-297.
- Miller, M.H & Modigliani, F., 1961, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, October, pp 411-433.
- Myers, S., 1977, "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5 No. 5, pp.147-175
- Myers SC, 1984, "The Capital Structure Puzzle". *Journal of Finance*, 39,
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and R. Williamson, 1999, The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Finance*, 52, 346.

- Putrakisnanda, 2009, Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia.(online), (www.scribd.com).
- Rajan, Raghuram and Luigi Zingales, 1995, "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance*, Vol.1, N0.5, pp.1421-1460
- Sakar, Sudipto dan Zapatero, Fernando, 2003, "The Trade Off Model with Reverting Earnings: Theory and Empirical Tests", *The Economic Journal*, 113, pp.834-860.
- Suad Husnan, 1998, "Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)", Edisi IV, cetakan I, BPFE Yogyakarta.
- Titman, S., 1984, *The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decisions*, *Journal of Financial Economics*, 13, pp.137-151
- Van der Wijst, N., & Thurik, R., 1993, *Determinants of Small Firm Debt Ratios: An Analysis of Retail Panel Data*. *Small Business Economics*, 5(1), pp.55-65
- Weston J. Fred, dan Brigham Eugene F., 1998, "Dasar-Dasar Manajemen Ke-uangan," Edisi Kesembilan. Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Wright, Peter, dan Ferris, Stephen P., 1997, "Agency Conflict & Corporate Stategy: The Effect of Divestment on Corporate Value". *Strategic Management Journal*. Vol. 18: pp. 77-83.