

PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN KEPUTUSAN INVESTASI TERHADAP PROFITABILITAS DAN NILAI PERUSAHAAN

Norma Safitri

nurma.savitri@yahoo.com

Aniek Wahyuati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

The purpose of this research is to find out the influence of capital structure and investment decision to the profitability and firm value on the cement companies in Indonesia Stock Exchange during 2009 – 2013 periods. The samples of this research are 3 cement companies which are listed in Indonesia Stock Exchange and they have been selected by using purposive sampling. The secondary data is used as the research data which has been obtained from the Indonesian Capital Market Directory (ICMD) from 2009 to 2013. The path analysis technique is used as the data analysis in order to see the influence of capital structure and investment decision to the profitability and firm value. The result of the research describes that capital structure does not have any significant influence to the profitability; the investment decision has significant and positive influence to the profitability; the capital structure has significant and negative influence to the firm value; the investment decision has significant and positive influence to the firm value; the profitability does not have significant influence to the firm value.

Keywords: Capital Structure, Investment Decision, Profitability, Firm Value

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal dan keputusan investasi terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan pada perusahaan semen di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013. Sampel penelitian terdiri dari 3 perusahaan semen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan dipilih secara purposive sampling. Data penelitian merupakan data sekunder yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) tahun 2009 sampai dengan tahun 2013. Analisis data yang digunakan adalah teknik analisis jalur (path analysis) untuk melihat pengaruh struktur modal dan keputusan investasi terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas; Keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas; Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan; Keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan; Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: Struktur Modal, Keputusan Investasi, Profitabilitas, Nilai Perusahaan

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan yang telah *go publik* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan. Martono dan Harjito (2013:13) mengatakan bahwa nilai perusahaan sangat penting karena dengan meningkatnya nilai perusahaan berarti meningkatnya kemakmuran pemilik perusahaan atau pemegang saham perusahaan. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen aset (Hermuningsih, 2013:128).

Melakukan kegiatan investasi merupakan keputusan tersulit bagi manajemen perusahaan karena akan mempengaruhi nilai perusahaan (Vranakis and Prodromos, 2012). Tujuan dilakukannya keputusan investasi adalah mendapat laba yang besar dengan risiko yang dapat dikelola dengan harapan dapat mengoptimalkan nilai perusahaan. Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa adanya sejumlah investasi yang akan mendapat surplus jika perusahaan mampu membuat keputusan investasi yang tepat. Surplus yang diperoleh akan memberikan kontribusi terhadap *cash inflow*, kemudian

diakumulasikan pada peningkatan profit perusahaan. Sebaliknya jika keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan diartikan bahwa perusahaan memiliki defisit atas sejumlah investasi yang dilakukan sehingga akan mengurangi ekuitas dan pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan.

Untuk dapat melakukan investasi, agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana dan akses perusahaan tersebut kepada sumber dana yang tersedia, baik itu sumber dana eksternal berupa hutang, maupun sumber dana internal berupa ekuitas. Struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Menurut Brigham dan Houston (2011) struktur modal (*capital structure*) merupakan kombinasi hutang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Struktur modal merupakan masalah yang penting bagi perusahaan karena baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek langsung terhadap posisi finansial perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Manajemen keuangan harus dapat bijaksana dalam membuat keputusan struktur modal. Kesalahan dalam menentukan struktur modal akan mempunyai dampak yang luas terutama apabila perusahaan terlalu besar dalam menggunakan hutang, maka beban tetap yang harus ditanggung perusahaan semakin besar pula. Struktur modal yang optimal yaitu struktur modal yang dapat meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Penilaian kinerja keuangan perusahaan sebagai akibat dari proses pengambilan keputusan manajemen, merupakan persoalan yang kompleks karena menyangkut efektivitas pemanfaatan modal dan efisiensi dari kegiatan perusahaan. Salah satu cara pengukuran kinerja perusahaan dapat dilihat dari tingkat profitabilitasnya. Profitabilitas adalah rasio dari efektivitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang dihasilkan dari penjualan dan investasi. Semakin besar profitabilitas maka kinerja perusahaan semakin baik dalam mengelola sumber dana pembiayaan operasional secara efektif untuk menghasilkan laba bersih (profitabilitas meningkat).

Berdasarkan latar belakang maka rumusan masalahnya adalah sebagai berikut: (1) Apakah struktur modal berpengaruh terhadap profitabilitas? (2) Apakah keputusan investasi berpengaruh terhadap profitabilitas? (3) Apakah struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan? (4) Apakah keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan? (5) Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal dan keputusan investasi terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan. Objek penelitian ini adalah perusahaan go public dalam kelompok industri semen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jangka waktu pengambilan sampel mulai tahun 2009 hingga 2013.

TINJAUAN TEORITIS DAN HIPOTESIS

Struktur Modal

Struktur modal menurut Weston dan Brigham (2010:150) merupakan bauran atau perpaduan dari utang, saham preferen, saham biasa yang dikehendaki perusahaan dalam struktur modalnya. Struktur modal yang optimal merupakan kombinasi dari hutang dan ekuitas yang akan memaksimalkan harga saham perusahaan, dan struktur modal ini pada umumnya meminta rasio utang yang lebih rendah daripada rasio yang memaksimalkan EPS yang diharapkan.

Beberapa konsep struktur modal yang dikemukakan oleh beberapa ahli, antara lain sebagai berikut:

1) Pendekatan Tradisional

Menurut Sjahrial (2008:179), mereka yang menganut pendekatan tradisional berpendapat bahwa kondisi pasar modal yang sempurna dan tidak ada pajak, nilai perusahaan bisa dirubah dengan cara mengubah struktur modalnya. Pendapat ini dominan

sampai dengan awal tahun 1950-an. Pendekatan ini mengasumsikan bahwa pada tingkat leverage tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Namun demikian setelah rasio leverage tertentu, biaya utang dan biaya modal sendiri meningkat. Pendekatan tradisional mengemukakan bahwa terjadi perubahan struktur modal optimal dan peningkatan nilai total perusahaan dengan menggunakan jumlah utang tertentu. Dengan menggunakan utang yang semakin besar, pada mulanya perusahaan dapat menurunkan biaya modal dan meningkatkan nilai perusahaan.

2) Pendekatan Laba Operasi Atau *Net Operating Income* (NOI)

Sartono (2008:229) mengatakan bahwa pendekatan NOI mengasumsikan bahwa investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan hutang oleh perusahaan. Pendekatan ini melihat bahwa bagaimana biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapapun tingkat hutang yang digunakan perusahaan dan penggunaan hutang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Artinya apabila perusahaan menggunakan hutang yang lebih besar, maka pemilik saham akan memperoleh bagian laba yang semakin kecil. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya risiko perusahaan. Pada pendekatan laba operasi, peningkatan penggunaan hutang mempengaruhi tingkat keuntungan (*return*) yang disyaratkan. Namun nilai total perusahaan dan harga saham per lembar tidak berubah walaupun struktur modalnya berubah.

3) Pendekatan Modigliani dan Miller (*MM Approach*)

Martono dan Harjito (2013: 262-263) mengatakan Franco Modigliani dan MH Miller (disingkat MM) menentang pendekatan tradisional dengan menawarkan pembenaran perilaku tingkat kapitalisasi perusahaan yang konstan. MM berpendapat bahwa risiko total bagi seluruh pemegang saham tidak berubah walaupun struktur modal perusahaan mengalami perubahan. Hal ini didasarkan pada pendapat bahwa pembagian struktur modal antara hutang dan modal sendiri selalu terdapat perlindungan atas nilai investasi. Karena nilai investasi total perusahaan tergantung dari keuntungan dan risiko, sehingga nilai perusahaan tidak berubah walaupun struktur modalnya berubah. Asumsi-asumsi yang digunakan MM adalah:

1. Pasar modal adalah sempurna, dan investor bertindak rasional.
2. Nilai yang diharapkan dari distribusi probabilitas semua investor sama.
3. Perusahaan mempunyai risiko usaha (*business risk*) yang sama.
4. Tidak ada pajak.

Martono dan Harjito (2013: 262-263) mengatakan pendapat MM didukung oleh adanya proses arbitrase yaitu proses mendapatkan dua aktiva yang pada dasarnya sama dan membelinya dengan harga yang termurah dan menjual lagi dengan harga yang lebih tinggi.

4) Teori *Trade-Off*

Teori *trade-off* dari struktur modal menunjukkan bahwa hutang bermanfaat bagi perusahaan karena bunga dapat dikurangkan dalam menghitung pajak, tetapi hutang juga menimbulkan biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan yang aktual dan potensial. Struktur modal yang optimal berada pada keseimbangan antara manfaat pajak dari hutang dan biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan. Hal ini disebut juga dengan *balance theory*, dimana perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang optimal dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan.

5) *Pecking Order Theory*

Pada *pecking order theory* mengatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal perusahaan. Penggunaan dana internal lebih didahulukan dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal. Perusahaan akan menggunakan sumber dana eksternal apabila sumber internal tidak mencukupi.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah sedikit. Hal ini bukan disebabkan karena perusahaan tersebut mempunyai target *debt ratio* rendah, tapi karena perusahaan tersebut memerlukan sumber dana eksternal yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan hutang merupakan sumber dana eksternal yang disukai.

6) *Agency Theory*

Teori biaya keagean (*agency cost*) diawali dengan masalah keagenan (*agency problem*) yang terjadi di dalam suatu perusahaan. Manajemen perusahaan merupakan agen dari pemegang saham dan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan insentif dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti melakukan audit atas laporan keuangan dan membatasi kegiatan manajemen, membentuk struktur organisasi yang dapat membatasi manajemen mengambil keputusan. Kegiatan pengawasan memutuhkan biaya yang disebut biaya keagenan.

Keputusan Investasi

Keputusan investasi sering dianggap sebagai keputusan terpenting dalam pengambilan keputusan manajer keuangan perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Keputusan investasi menyangkut tentang keputusan alokasi dana baik dana yang berasal dari dalam perusahaan maupun dana dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Keputusan investasi meliputi investasi pada aktiva jangka pendek (aktiva lancar) dan aktiva jangka panjang (aktiva tetap). Aktiva jangka pendek biasanya didefinisikan sebagai aktiva dengan jangka waktu kurang dari satu tahun atau kurang dari satu siklus bisnis, dalam hal ini dana yang diinvestasikan pada aktiva jangka pendek diharapkan akan diterima kembali dalam waktu dekat atau kurang dari satu tahun dan diterima sekaligus.

Keputusan investasi dimulai dengan identifikasi peluang investasi, yang sering disebut dengan proyek investasi modal. Manajer keuangan harus membantu perusahaan mengidentifikasi proyek-proyek yang menjanjikan dan memutuskan berapa banyak akan diinvestasikan dalam tiap proyek. Keputusan investasi juga disebut dengan keputusan penganggaran modal, karena sebagian besar perusahaan mempersiapkan anggaran tahunan yang terdiri dari investasi modal yang disahkan (Myers *et al.*, 2008:4).

Keputusan investasi berhubungan langsung dengan perusahaan, dalam artian bahwa keputusan investasi erat kaitannya dengan kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan. Sudana (2011:6) menyatakan bahwa keputusan investasi berkaitan dengan proses pemilihan satu atau lebih alternatif investasi yang dinilai menguntungkan dari sejumlah alternatif investasi yang tersedia bagi perusahaan. Keputusan investasi dapat mempengaruhi nilai perusahaan karena dengan komposisi investasi yang baik akan dapat menarik investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut.

Keputusan investasi tidak bisa diamati secara langsung oleh pihak luar. Beberapa studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi salah satunya adalah *Investment Opportunities Set (IOS)* yang dikenalkan oleh Myers pada tahun 1977. IOS memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang.

Investment Opportunities Set (IOS) merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, dimana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang besar. IOS tidak bisa diobservasi secara langsung, sehingga dalam perhitungannya menggunakan proksi.

Proksi IOS dapat digolongkan menjadi 3 jenis, yaitu sebagai berikut:

1. Proksi IOS berdasar harga (*price-based proxies*)

IOS berbasis harga (*price-based proxies*), merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi berdasarkan anggapan yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh. IOS yang didasari pada harga akan terbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan.

2. Proksi IOS berdasar investasi (*investment-based proxies*)

Proksi IOS berbasis pada investasi merupakan proksi yang percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan.

3. Proksi IOS berdasar varian (*variance measures*)

Proksi IOS berbasis pada varian merupakan proksi yang mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva.

Proksi IOS yang digunakan dalam penelitian ini adalah proksi berbasis pada harga, yaitu *market value to book of equity ratio* (MBVE), dimana rasio ini menggambarkan permodalan suatu perusahaan. Rasio MBVE merupakan perbandingan antara nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar. Rasio ini dapat diperoleh dengan mengalikan jumlah lembar saham beredar dengan harga penutupan saham terhadap total ekuitas. Rasio ini merupakan salah satu faktor yang dapat digunakan investor untuk menentukan apakah suatu saham *undervalued*. Rasio MBVE dapat mencerminkan besarnya return dari aktiva yang ada dan investasi yang diharapkan di masa yang akan datang akan melebihi *return* dari ekuitas yang diinginkan.

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan gambaran dari kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan. Profitabilitas menurut Kasmir (2010:196) merupakan ukuran untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan. Profitabilitas digunakan untuk mengukur sampai sejauh mana keefektifan dari keseluruhan manajemen dalam menciptakan keuntungan bagi perusahaan. Menurut Besley dan Brigham (2008), profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang merupakan hasil bersih dari kebijakan-kebijakan dan keputusan-keputusan manajemen baik dalam mengelola likuiditas, aset, maupun kewajiban perusahaan.

Semakin besar tingkat profitabilitas maka semakin baik bagi perusahaan itu sendiri. Semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu perusahaan maka semakin besar tingkat kemakmuran yang diberikan oleh perusahaan akan menarik minat investor untuk memiliki perusahaan tersebut dan akan memberikan dampak positif terhadap harga saham di pasar. Hal ini berarti akan menaikkan nilai perusahaan.

Rasio profitabilitas dapat diukur dengan dua pendekatan, yaitu pendekatan penjualan dan pendekatan investasi. Rasio profitabilitas sehubungan dengan penjualan adalah:

a. *Gross Profit Margin* (GPM)

Rasio ini merupakan persentase laba kotor dibandingkan dengan penjualan, digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk memproduksi secara efisien.

b. *Net Profit Margin* (NPM)

Rasio ini mengukur laba bersih setelah pajak terhadap penjualan. Semakin tinggi *net profit margin* semakin baik operasi suatu perusahaan.

Sedangkan rasio profitabilitas yang sehubungan dengan investasi adalah:

a. *Return On Equity* (ROE)

Rasio ini dihitung dengan membagi laba bersih dengan ekuitas. Rasio ini memperlihatkan sejauh manakah perusahaan mengelola modal sendiri secara efektif, mengukur tingkat keuntungan dari investasi yang telah dilakukan pemilik modal sendiri sebagai pemegang saham perusahaan.

b. *Return On Assets* (ROA)

Rasio ini dihitung dengan membagi laba bersih dengan total aktiva. Rasio ini menunjukkan seberapa banyak laba bersih yang bisa diperoleh dari seluruh kekayaan yang dimiliki perusahaan.

c. *Basic Earning Power Ratio* (BEPR)

Rasio ini dihitung dengan membagi laba sebelum bunga dan pajak (*earning before interest and taxes - EBIT*) dengan total aktiva. Rasio ini menunjukkan kemampuan menghasilkan laba dari aktiva perusahaan sebelum pengaruh bunga serta pajak. Rasio ini sangat berguna untuk membandingkan perusahaan dengan situasi pajak yang berbeda dan tingkat bunga yang berbeda.

Nilai Perusahaan

Tujuan yang ingin dicapai oleh manajer keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen aset.

Nilai perusahaan menunjukkan nilai dari berbagai aktiva yang dimiliki oleh perusahaan, termasuk surat berharga yang dikeluarkannya. Nilai perusahaan *go public* selain menunjukkan nilai seluruh aktiva, juga tercermin dari nilai pasar atau harga sahamnya, sehingga semakin tinggi harga saham mencerminkan tingginya nilai perusahaan. Harga saham juga dapat sebagai indikator keberhasilan manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan, sedangkan nilai perusahaan publik ditentukan oleh pasar saham. Salah satu tugas mendasar dari manajer adalah meningkatkan atau memaksimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*). Nilai perusahaan menunjukkan nilai berbagai aset yang dimiliki perusahaan, termasuk surat-surat berharga yang telah dikeluarkannya.

Salah satu alternatif yang digunakan dalam menilai nilai perusahaan adalah dengan menggunakan Tobin's Q. Rasio ini dikembangkan oleh Profesor James Tobin (1967). Rasio ini merupakan konsep yang berharga karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap dolar investasi inkremental. Jika Tobin's Q di atas satu, ini menunjukkan bahwa investasi dalam aktiva menghasilkan laba yang memberikan nilai yang lebih tinggi daripada pengeluaran investasi. Hal ini akan merangsang investasi baru. Jika Tobin's Q di bawah satu, investasi dalam aktiva tidaklah menarik. Jadi Tobin's Q merupakan ukuran yang lebih teliti tentang seberapa efektif manajemen memanfaatkan sumber-sumber daya ekonomis dalam kekuasaannya.

Rasio Tobin's Q dinilai dapat memberikan informasi paling baik, karena dalam Tobin's Q memasukkan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh aset perusahaan. Dengan memasukkan seluruh aset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya berfokus pada satu tipe investor saja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga kreditur karena sumber pembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitasnya saja tetapi juga dari pinjaman yang diberikan oleh kreditur. Jadi semakin besar nilai Tobin's Q menunjukkan

bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar aset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku aset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut.

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas

Pemilik perusahaan mungkin dapat mempergunakan hutang yang relatif besar untuk membatasi manajernya. Rasio hutang yang tinggi akan meningkatkan ancaman kebangkrutan untuk menjadi lebih berhati-hati dan tidak menghambur-hamburkan uang para pemegang saham.

Keputusan dalam pemilihan sumber dana merupakan hal penting sebab hal itu akan mempengaruhi struktur modal perusahaan, yang akhirnya akan mempengaruhi profitabilitas. Keputusan struktur modal yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk modal yang tinggi, yang selanjutnya dapat berakibat rendahnya profitabilitas perusahaan (Kartini dan Arianto, 2008).

Menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan tingkat keuntungan yang besar memiliki sumber pendanaan internal yang lebih besar dan memiliki kebutuhan untuk melakukan pembiayaan investasi melalui pendanaan eksternal yang lebih kecil. Perusahaan yang profitabilitasnya tinggi akan lebih banyak mempunyai dana internal daripada perusahaan yang profitabilitasnya rendah. Apabila dalam komposisi struktur modal penggunaan modal sendiri lebih besar daripada penggunaan hutang, maka rasio struktur modal akan semakin kecil. Rasio struktur modal diukur dengan DER. Jika DER semakin tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk mendapatkan profitabilitas akan semakin rendah, sehingga DER mempunyai hubungan negatif dengan profitabilitas.

Pengaruh Keputusan investasi Terhadap Profitabilitas

Salah satu cara pengukuran kinerja dapat dilihat dari tingkat profitabilitas. Profitabilitas adalah kemampuan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Investasi dapat mencerminkan pertumbuhan perusahaan dalam menjalankan aktivitas ekonomi dan bisnis. Pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah adanya kesempatan investasi yang menghasilkan keuntungan.

Keputusan investasi diharapkan dapat menghasilkan keuntungan di masa mendatang, sehingga sangat terlihat bahwa pengaruh dari keputusan investasi tersebut sangat mempengaruhi tingkat profitabilitas suatu perusahaan. Keputusan investasi akan menghasilkan return yang lebih besar dari biaya modal dan dapat mengeksploitasi kesempatan memperoleh keuntungan.

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Teori MM menunjukkan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Bukti tersebut berdasarkan serangkaian asumsi yang menunjukkan kondisi-kondisi dimana struktur modal tidak relevan. MM juga memberikan petunjuk agar struktur modal menjadi relevan sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan. Miller berpendapat bahwa investor bersedia menerima pengembalian atas saham sebelum pajak yang relatif rendah dibandingkan atas pengembalian atas obligasi sebelum pajak. Jika pendekatan Modigliani dan Miller dalam kondisi ada pajak penghasilan perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat terus karena penggunaan hutang yang semakin besar. Akan tetapi perlu diketahui, *agency cost* dapat mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan.

Teori *trade-off* dari struktur modal adalah teori yang menjelaskan bahwa struktur modal yang optimal ditemukan dengan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan hutang. *Trade of 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. Oleh karena itu, dengan asumsi titik target struktur modal belum tercapai, maka berdasarkan *trade-off theory* memprediksi adanya hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Keputusan investasi Terhadap Nilai Perusahaan

Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Hidayat (2010), kesempatan investasi merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, dalam hal ini pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan keuntungan yang lebih besar. Menurut Kallapur dan Trombley (1999) dalam Hidayat (2010) bahwa kesempatan investasi perusahaan tidak dapat diobservasi untuk pihak-pihak di luar perusahaan sehingga diperlukan suatu proksi untuk melihatnya.

Dalam hubungannya dengan nilai perusahaan, maka setiap keputusan investasi yang dibuat oleh manajer keuangan akan berdampak terhadap harga saham perusahaan tersebut. Menurut Keown *et al.*, (2011:6) maksimalisasi kekayaan pemegang saham yaitu maksimalisasi harga pasar saham perusahaan karena seluruh keputusan keuangan akan tercermin di dalamnya. Kebijakan investasi yang buruk akan mengakibatkan para investor bereaksi dan membuat harga saham menjadi turun.

Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pernyataan ini sesuai dengan hasil penelitian Fama dan French (1998) yang menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari kebijakan dividen dan *leverage* memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Analisis laporan keuangan akan bermanfaat baik bagi manajemen untuk membantu mengantisipasi kondisi-kondisi di masa depan maupun sebagai titik awal untuk melakukan perencanaan langkah-langkah akan meningkatkan kinerja perusahaan di masa mendatang.

Jika manajemen ingin memaksimalkan nilai perusahaan, maka harus mengambil keuntungan dari kekuatan-kekuatan perusahaan dan memperbaiki kelemahan-kelemahannya. Analisis laporan keuangan akan melibatkan kinerja perusahaan dengan kinerja perusahaan-perusahaan lain dalam satu bidang industri yang sama dan mengevaluasi tren posisi keuangan dari waktu ke waktu. Studi-studi ini akan membantu manajemen mengidentifikasi berbagai kekurangan dan mengambil tindakan untuk meningkatkan kinerjanya.

Profitabilitas merupakan gambaran dari kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan, yang menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Profitabilitas diukur dengan indikator *return on equity* (ROE). Pertumbuhan ROE menunjukkan prospek perusahaan yang semakin baik. Hal ini akan ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif dari perusahaan sehingga akan meningkatkan kepercayaan investor serta akan mempermudah manajemen perusahaan untuk menarik modal dalam bentuk saham. Apabila terdapat kenaikan permintaan saham suatu perusahaan, maka secara tidak langsung akan menaikkan harga saham tersebut di pasar modal.

Penelitian yang mendukung adalah penelitian Kusumajaya (2011) yang membuktikan bahwa profitabilitas yang diukur dengan ROE berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

HIPOTESIS PENELITIAN

Hipotesis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H₁: Struktur modal berpengaruh negatif terhadap profitabilitas pada perusahaan industri sektor semen di Bursa Efek Indonesia.
- H₂: Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap profitabilitas pada perusahaan industri sektor semen di Bursa Efek Indonesia.
- H₃: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan industri sektor semen di Bursa Efek Indonesia.
- H₄: Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan industri sektor semen di Bursa Efek Indonesia.
- H₅: profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan industri sektor semen di Bursa Efek Indonesia.

METODA PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian kausal komparatif (*Causal Comparative Research*), yaitu tipe penelitian dengan karakteristik masalah berupa hubungan sebab-akibat antara dua variabel atau lebih. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif, karena penelitian kuantitatif menekankan pada pengujian teori-teori melalui pengukuran variabel-variabel penelitian dengan angka dan melakukan analisis data dengan prosedur statistik.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan *go public* dalam kelompok industri semen yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009 sampai 2013 sesuai publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Pemilihan sampel penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan *go public* yang termasuk dalam kelompok industri semen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan pengklasifikasian ICMD (*Indonesian capital market directory*); (2) Perusahaan semen yang mempublikasikan laporan keuangan secara berturut-turut dari tahun 2009 sampai dengan 2013.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel Eksogen (Independen/Bebas)

a. Struktur modal

Struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal saham. Struktur modal diukur dengan *debt to equity* (DER) adalah perbandingan total hutang yang dimiliki perusahaan dengan total ekuitas perusahaan pada perusahaan semen di BEI tahun 2009-2013.

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

b. Keputusan Investasi

Keputusan investasi adalah keputusan manajemen setiap perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI berkaitan dengan investasi yang akan dilakukan untuk mendukung pengembangan operasional perusahaan. Keputusan investasi diukur dengan *market value to book value of equity* (MBVE). MBVE merupakan proksi berdasarkan harga. Rasio ini dapat diperoleh dengan mengalikan jumlah lembar saham beredar dengan harga penutupan saham terhadap total ekuitas.

$$MBVE = \frac{\text{jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}}{\text{total ekuitas}}$$

Variabel Endogen

a. Variabel Antara

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI dalam menghasilkan laba bersih dari aktivitas perusahaan. Profitabilitas diukur dengan *return on equity* (ROE) adalah rasio antara laba bersih setelah pajak terhadap penyertaan modal sendiri pada perusahaan semen di BEI tahun 2009-2013. ROE menunjukkan seberapa banyak perusahaan yang telah memperoleh dana atas dana yang diinvestasikan oleh pemegang saham.

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{ekuitas}} \times 100\%$$

Variabel Dependen/Terikat

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI dalam mengelola sumber daya pada tahun berjalan. Nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan *Tobin's Q* adalah rasio yang memasukkan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh aset perusahaan.

$$Tobin's Q = \frac{(MVE+DEBT)}{TA}$$

$$MVE = P \times Q_{\text{shares}}$$

$$DEBT = (CL - CA) + INV + LTL$$

MVE : Nilai pasar dari jumlah lembar saham beredar

DEBT : Nilai total kewajiban perusahaan

TA : Nilai buku dari total aset perusahaan

P : Harga saham penutupan

Q_{shares} : Jumlah saham beredar akhir tahun

CL : Kewajiban jangka pendek

CA : Aset lancar

INV : Nilai buku persediaan

LTL : Kewajiban jangka panjang

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur (*path analysis*) dimana sebelumnya perlu dilakukan uji asumsi klasik. Persamaan struktural model analisis jalur dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Sub struktur 1: } ROE = \alpha + \beta_1 \text{DER} + \beta_2 \text{MBVE} + \varepsilon_1$$

$$\text{Sub struktur 2: } q = \alpha + \beta_3 \text{DER} + \beta_4 \text{MBVE} + \beta_5 \text{ROE} + \varepsilon_2$$

Keterangan:

DER = struktur modal

MBVE = keputusan investasi

ROE = profitabilitas

q = Tobin's q = nilai perusahaan

α = konstanta

$\beta_1 - \beta_5$ = koefisien regresi

ε = error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian yaitu, struktur modal, keputusan investasi, profitabilitas, dan nilai perusahaan.

Tabel 1
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	15	15,40	119,10	40,1667	27,11404
MBVE	15	1,99	5,42	3,7887	1,04605
ROE	15	10,90	32,60	22,8267	6,65545
Tobin's Q	15	1,48	3,69	2,7540	,78509
Valid N (listwise)	15				

Tabel 1 menunjukkan bahwa mean dari struktur modal adalah 40,1667% dan standar deviasi 27,11404%, dimana standar deviasinya lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan fluktuasi struktur modal yang kecil.

Keputusan investasi mempunyai nilai mean sebesar 3,7887 dan standar deviasi 1,04605, dimana standar deviasinya lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan fluktuasi keputusan investasi yang kecil.

Profitabilitas mempunyai nilai mean sebesar 22,8267% dan standar deviasi 6,65545%, dimana standar deviasinya lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan fluktuasi profitabilitas yang kecil.

Nilai perusahaan mempunyai nilai mean sebesar 2,7540 dan standar deviasi 0,78509, dimana standar deviasinya lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Hal ini menunjukkan fluktuasi nilai perusahaan yang kecil.

Uji Asumsi Klasik

a. Uji Normalitas

Hasil uji *normal probability plot* menunjukkan bahwa dari semua persamaan regresi bentuk plotting hampir mengikuti arah diagonal dan hasil uji *kolmogorov Smirnov* diperoleh nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar $0,200 > 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa data tersebut berdistribusi normal sehingga layak untuk digunakan dalam penelitian.

b. Uji Multikolinearitas

Nilai *tolerance* semua variabel bebas lebih besar dari 0,10, demikian pula nilai VIF semuanya kurang dari 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengindikasikan adanya multikolinearitas

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat pola grafik scatterplot. Hasil dari graaik scatterplot tidak menunjukkan adanya pola-pola tertentu, sehingga dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak terdapat heteroskedastisitas.

d. Uji Autokorelasi

Nilai *Durbin-Watson* persamaan regresi 1 adalah 1,515, karena nilai DW terletak diantara -2 dan 2, maka model regresi 1 bebas dari autokorelasi. Nilai *Durbin-Watson* persamaan regresi 2 adalah 1,079, karena nilai DW terletak diantara -2 dan 2, maka model regresi 2 bebas dari autokorelasi.

Path Analysis

Tabel 2 menunjukkan persamaan model regresi 1 untuk mengetahui pengaruh antara struktur modal dan keputusan investasi terhadap profitabilitas.

Tabel 2
Hasil Regresi untuk ROE sebagai Variabel Dependen

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients		
1	(Constant)	-1,089	3,991		-,273	,790
	DER	,032	,033	,130	,965	,353
	MBVE	5,975	,854	,939	6,999	,000

a. Dependent Variable: ROE

Berdasarkan hasil regresi pada tabel 2 diperoleh model persamaan regresi sebagai berikut:

$$ROE = -1,089 + 0,032DER + 5,975MBVE + \epsilon_1$$

Tabel 3 menunjukkan persamaan model regresi 2 untuk mengetahui pengaruh antara struktur modal, keputusan investasi, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan

Tabel 3
Hasil Regresi untuk Tobin's Q sebagai Variabel Dependen

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients		
1	(Constant)	,556	,157		3,533	,005
	DER	-,007	,001	-,235	-5,063	,000
	MBVE	,745	,076	,992	9,833	,000
	ROE	-,015	,011	-,130	-1,348	,205

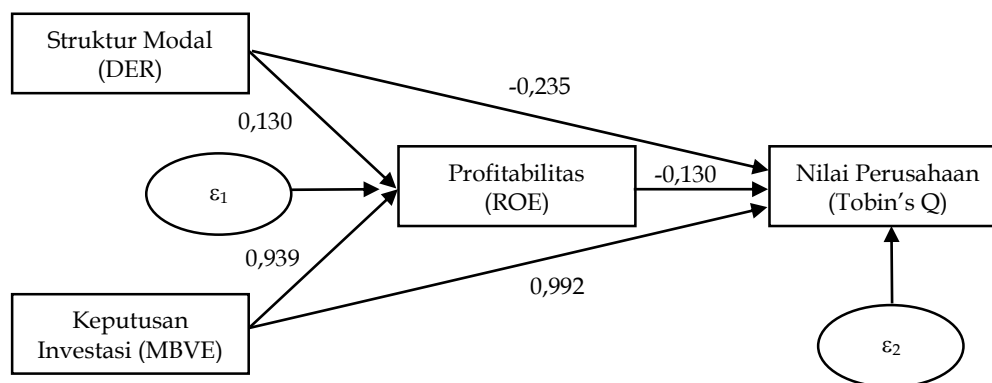
a. Dependent Variable: TobinsQ

Berdasarkan hasil regresi pada tabel 3 diperoleh model persamaan regresi sebagai berikut:

$$Tobin's Q = 0,556 - 0,007DER + 0,745MBVE - 0,015 ROE + \epsilon_2$$

Pengaruh Langsung dan Pengaruh Tidak Langsung

Gambar 1 menunjukkan pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung analisis jalur dengan melihat besarnya nilai beta untuk mengetahui variabel independen yang paling dominan mempengaruhi nilai perusahaan.



Gambar 1
Pengaruh Langsung dan Pengaruh Tidak Langsung Analisis Jalur

Pengaruh langsung struktur modal (DER) terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) negatif sebesar 0,235, begitu juga pengaruh profitabilitas (ROE) terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) negatif sebesar 0,130. Sedangkan keputusan investasi (MVBE) terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) positif sebesar 0,992. Pengaruh tidak langsung struktur modal (DER) terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) melalui profitabilitas (ROE) diperoleh dari $(\beta_1 \times \beta_5)$ yaitu $(0,130 \times -0,130) = -0,017$. Pengaruh tidak langsung keputusan investasi (MBVE) terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) melalui profitabilitas (ROE) diperoleh dari $(\beta_2 \times \beta_5)$ yaitu $(0,939 \times -0,130) = -0,122$. Jadi variabel independen yang paling dominan mempengaruhi nilai perusahaan adalah variabel keputusan investasi yang memiliki pengaruh langsung dengan beta sebesar 0,992.

Pengujian Hipotesis

Tabel 4 menunjukkan ringkasan hasil pengujian hipotesis dari kedua persamaan regresi.

Tabel 18
Rekapitulasi Hasil Uji Parsial

Model	t hitung	Sig.	Keterangan
DER→ROE	0,965	0,353	Tidak Signifikan
MVBE→ROE	6,999	0,000	Signifikan
DER→Tobin's Q	-5,063	0,000	Signifikan
MBVE→ Tobin's Q	9,833	0,000	Signifikan
ROE→ Tobin's Q	-1,348	0,205	Tidak Signifikan

Pengujian Hipotesis Pertama

H₁: Struktur modal berpengaruh negatif terhadap profitabilitas

Berdasarkan tabel 18 menunjukkan bahwa variabel struktur modal memiliki nilai t hitung sebesar 0,965 dan tingkat signifikansi sebesar 0,353. Hasil analisis menunjukkan bahwa tingkat signifikansi $(0,353) > \alpha (0,05)$ berarti H₀ diterima dan H₁ ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel struktur modal tidak berpengaruh terhadap profitabilitas.

Pengujian Hipotesis Kedua

H₂: Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap profitabilitas

Berdasarkan tabel 18 menunjukkan bahwa variabel keputusan investasi memiliki nilai t hitung sebesar 6,999 dan tingkat signifikansi sebesar 0,000. Hasil analisis menunjukkan bahwa tingkat signifikansi $(0,000) < \alpha (0,05)$. Hasil ini menunjukkan bahwa H₀ ditolak dan H₂ diterima sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas.

Pengujian Hipotesis Ketiga

H₃: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan tabel 18 menunjukkan bahwa variabel struktur modal memiliki nilai t hitung sebesar -5,063 dan tingkat signifikansi sebesar 0,000. Hasil analisis menunjukkan bahwa tingkat signifikansi $(0,000) < \alpha (0,05)$. Hasil ini menunjukkan bahwa H₀ ditolak dan H₃ diterima sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengujian Hipotesis Keempat

H₄: Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan tabel 18 menunjukkan bahwa variabel keputusan investasi memiliki nilai t hitung sebesar 9,833 dan tingkat signifikansi sebesar 0,000. Hasil analisis menunjukkan bahwa tingkat signifikansi $(0,000) < \alpha (0,05)$. Hasil ini menunjukkan bahwa H₀ ditolak dan H₄

diterima sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengujian Hipotesis Kelima

H₅: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan tabel 18 menunjukkan bahwa variabel profitabilitas memiliki nilai t hitung sebesar -1,348 dan tingkat signifikansi sebesar 0,205. Hasil analisis menunjukkan bahwa tingkat signifikansi (0,205) > α (0,05). Hasil ini menunjukkan bahwa H₀ diterima dan H₅ ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel profitabilitas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Nilai adjusted R Square persamaan regresi 1 sebesar 0,780. Hal ini berarti variabel profitabilitas (ROE) pada perusahaan semen yang terdaftar di BEI dapat diterangkan oleh variabel struktur modal (DER) dan keputusan investasi (MBVE) sebesar 78% sedangkan sisanya 22% dipengaruhi variabel lain di luar model penelitian. Nilai *Adjusted R Square* persamaan regresi 2 sebesar 0,976. Hal ini berarti variabel nilai perusahaan (Tobin's Q) pada perusahaan semen yang terdaftar di BEI dapat diterangkan oleh variabel struktur modal (DER), keputusan investasi (MBVE), dan profitabilitas (ROE) sebesar 97,6% sedangkan sisanya 2,4% dipengaruhi variabel lain di luar model penelitian. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa variabel independen dalam penelitian memiliki pengaruh yang sangat kuat.

Hasil uji F model regresi 1 diperoleh nilai hitung sebesar 25,852 serta nilai signifikansi sebesar 0,000. Sedangkan model regresi 2 diperoleh nilai hitung sebesar 187,255 serta nilai signifikansi sebesar 0,000. Hasil ini menunjukkan bahwa kedua model regresi memenuhi kriteria fit.

PEMBAHASAN

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas

Hasil pengujian hipotesis pertama diperoleh bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap profitabilitas pada perusahaan semen yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa informasi perubahan struktur modal yang bisa diperoleh dari laporan keuangan tidak berpengaruh terhadap pengembalian atas ekuitas yang dimiliki perusahaan. Hal ini dikarenakan semakin tinggi tingkat hutang dalam struktur modal, beban bunga akan meningkat sehingga *discretionary expense* meningkat, tetapi tidak meningkatkan profitabilitas, yaitu laba bersih dibandingkan dengan ekuitas pemegang saham. *Discretionary expense* adalah beban yang dikeluarkan berdasarkan kebijakan manajemen, meliputi beban operasi, beban non operasi, beban bunga, serta gaji dan upah. Dalam hal ini *discretionary expense* adalah jumlah beban usaha ditambah beban bunga.

Hasil temuan ini sejalan dengan penelitian Kusumasari dkk, (2009) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh tidak signifikan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Kusumajaya (2011) yang menemukan bahwa struktur modal memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas.

Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Profitabilitas

Hasil pengujian hipotesis kedua diperoleh bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas pada perusahaan semen yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013.

Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa keputusan investasi yang semakin meningkat maka tingkat profitabilitas yang diterima pemegang saham juga akan meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa ada tidaknya kesempatan investasi berdampak langsung terhadap peningkatan *return on equity* perusahaan. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi, akan memiliki prospek ke depan yang cerah dan akan mempengaruhi pada

peningkatan harga saham, sehingga profitabilitas perusahaan semen yang tercatat di Bursa Efek Indonesia juga meningkat.

Penelitian ini mendukung penelitian Dadri (2011) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian hipotesis ketiga diperoleh bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan semen yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013.

Hutang adalah unsur dari struktur modal perusahaan. Struktur modal adalah proporsi pendanaan dengan hutang (*debt financing*). Penentuan target struktur modal optimal merupakan salah satu dari tugas utama manajemen perusahaan Sesuai dengan teori *trade off*, apabila struktur modal berada di atas target optimalnya, maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Penelitian ini didukung Muliarti (2010) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan dimana dipengaruhi faktor eksternal. Sedangkan hutang menimbulkan beban tetap tanpa melihat besarnya pendapatan. Dengan demikian, semakin besarnya hutang semakin tinggi probabilitas kebangkrutan yang berkaitan dengan ketidakmampuan perusahaan dalam membayar bunga dan pokoknya. Selain itu, semakin tinggi hutang, maka bunga hutang akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak sehingga kebijakan manajemen dalam menggunakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan struktur modal perusahaan yang lebih banyak menggunakan hutang maka akan terjadi penurunan harga saham sehingga akan menurunkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Kusumajaya (2011) yang menemukan bahwa struktur modal memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga tidak mendukung penelitian Savitri, dkk (2012) yang menemukan bahwa struktur modal tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian hipotesis keempat diperoleh bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan semen yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013. Hasil ini menunjukkan bahwa keputusan investasi yang semakin meningkat maka nilai perusahaan juga akan meningkat.

Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang investasi dan *discretionary expense* di masa yang akan datang. Efek langsung keputusan investasi terhadap nilai perusahaan merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi itu sendiri melalui pemilihan proyek atau kebijakan lainnya seperti menciptakan produk baru, penggantian mesin yang lebih efisien, pengembangan *research* dan *development*. Pengeluaran modal perusahaan sangat penting untuk meningkatkan nilai perusahaan karena jenis investasi tersebut memberikan sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan dalam hal ini pertumbuhan aset dan prospek kapitalisasi nilai pasar saham yang diharapkan di masa yang akan datang. Kaestner dan Liu (1998) dalam Dadri (2011) mengatakan bahwa *investment opportunity set* yang ada bagi perusahaan merupakan faktor utama yang menentukan pergerakan harga saham.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Prasetyo, dkk (2013) dan Kusumajaya (2011) yang menemukan bahwa keputusan investasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Hamid (2012) mendapat hasil bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh secara positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian hipotesis kelima diperoleh bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan semen yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa tingkat keuntungan yang diterima pemegang saham tidak mempengaruhi nilai perusahaan pada perusahaan semen yang terdaftar di BEI.

Profitabilitas diukur dengan rasio profitabilitas, yaitu *return on equity* (ROE). *Return on equity* merupakan bagian dari total profitabilitas ke pemegang saham. Investor yang tertarik dengan *return on equity* yang tinggi akan membeli saham dan meningkatkan permintaan saham.

ROE merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih untuk pengembalian ekuitas pemegang saham. Semakin besar hasil ROE maka kinerja manajemen meningkat dalam mengelola sumber dana pembiayaan operasional secara efektif untuk menghasilkan laba bersih. Akan tetapi, tidak semua perusahaan akan membagikan labanya ke pemegang saham. Untuk tumbuh dan berkembang, perusahaan akan membutuhkan dana lebih untuk sumber pembiayaan di masa yang akan datang selain sumber dana dari hutang dan ekuitas perusahaan. Jika profitabilitas perusahaan meningkat, manajer akan menggunakan laba bersih untuk mengembangkan usahanya dan melakukan ekspansi ketimbang membagikan laba kepada pemegang saham. Oleh karena itu profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Kusumajaya (2011) yang menemukan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Simpulan hasil penelitian ini dapat dikemukakan sebagai berikut: (1) Variabel struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas; (2) Keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas; (3) Variabel struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan; (4) Keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan; (5) Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan; (6) Dalam penelitian ini variabel yang paling dominan mempengaruhi nilai perusahaan adalah variabel keputusan investasi.

Saran

Peneliti selanjutnya yang berminat meneliti pengaruh struktur modal dan keputusan investasi terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan, disarankan agar melakukan penelitian lanjutan dengan memperluas sampel perusahaan yang mencakup semua sektor industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan menggunakan periode penelitian yang lebih panjang, serta dapat menggunakan proksi lain. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan faktor eksternal perusahaan seperti suku bunga, inflasi, kurs mata uang, situasi sosial politik, dan risiko bisnis sebagai variabel independen yang mempengaruhi nilai perusahaan dengan model penelitian yang memadai.

DAFTAR PUSTAKA

- Besley, S. dan Brigham, E.F. 2008. *Essential of Managerial Finance*. Edisi Empatbelas. Pearson-Prentice Hall. New Jersey.
- Dadri, P.T. 2011. Pengaruh Investment Opportunity Set dan Struktur Modal terhadap Return Saham pada Perusahaan Farmasi Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Universitas Udayana. Denpasar.
- Fama, E.F., dan K.R. French. 1998. Taxes, Financing Decision, and Firm Value. *The Journal of Finance* 53(3): 819-843.

- Hamid. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Deviden, Struktur Kepemilikan Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Progress STIE RAJAWALI* 8(2): 153-183.
- Hermuningsih, S. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. Oktober 2013: 127-148.
- Hidayat, R. 2010. Keputusan Investasi dan Financial Constraints: Studi Empiris pada Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, April 2010: 457-479
- Kallapur, S., dan M.A Trombley. (1999). The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance & Accounting* Mei: 505-519.
- Kartini dan Arianto. 2008. Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 12(1) Januari: 11-21.
- Kasmir. 2010. *Analisis Laporan Keuangan*. PT Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- Keown, A.J., D.F. Scott, J.D. Martin, dan J.W. Petty. 2011. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. PT Indeks. Jakarta.
- Kusumajaya, D.K.O. 2011. Pengaruh Struktur Modal Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Pascasarjana Universitas Udayana. Denpasar.
- Kusumasari, Artini, dan Nitiyasa. 2010. Pengaruh Risiko Bisnis, Pertumbuhan Aset, Dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan di PT Telekomunikasi Selular. *Jurnal bisnis dan akuntansi* 13(1)
- Martono, dan A. Harjito. 2013. *Manajemen Keuangan*. Edisi Ketiga. Ekonisia. Yogyakarta.
- Mulianti, F.M. 2010. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan. *Tesis*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Myers, S.C., R.A. Brealey, dan A.J. Marcus, 2008. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Edisi Kelima. Jilid 2. Erlangga. Jakarta.
- Prasetyo, D., Z.A. Zahroh, dan D.F. Azizah. 2013. Pengaruh Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Sektor Properti dan Real Estate yang Terdaftar di BEI Periode Tahun 2009-2011). *Jurnal Aplikasi Manajemen* 5(1): 1-8.
- Sartono, A. 2008. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi Keempat. BPFE. Yogyakarta.
- Savitri, E., U. Salim, A. Thoyib, dan Djumahir. 2012. Variabel Anteseden dari Struktur Modal: Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen* 10 (1): 85-96.
- Sjahrial, D. 2008. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Mitra Wacana Media. Jakarta.
- Vranakis, S.K. dan D.C. Prodmoros. 2012. A Conceptual Model For Machinery And Aquipment Investment Decisions. *International Journal Of Business and Management* 7(1): 36-57.
- Weston, J.F. dan Brigham, E.F. 2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Erlangga. Jakarta.