

**PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEPEMILIKAN ASING
SEBAGAI VARIABEL MODERATING PADA PERUSAHAAN
LEMBAGA KEUANGAN YANG TERDAFTAR DI BEI**

SKRIPSI

*Diajukan Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi
Pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang*



Oleh:

FAUZAN DIPA SUMITRA
2005/67593

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2011**

HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

Judul : Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Asing sebagai Variabel Moderating pada Perusahaan Lembaga Keuangan yang Terdaftar di BEI

Nama : Fauzan Dipa Sumitra

BP/NIM : 2005/ 67593

Program Studi : Akuntansi

Fakultas : Ekonomi Universitas Negeri Padang

Padang, Februari 2011

Pembimbing I

Pembimbing II

Eka Fauzihardani, SE, M.Si, Ak
NIP. 19710522 200003 2 001

Nelvirita, SE, M.Si, Ak
NIP. 19740706 199903 2 002

Ketua Prodi

Lili Anita, SE, M.Si, Ak
NIP. 19710302 199802 2 001

HALAMAN PENGESAHAN LULUS UJIAN SKRIPSI

*Dinyatakan Lulus Setelah Dipertahankan di Depan Tim Penguji
Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang*

**Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan
Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Asing
sebagai Variabel Moderating pada Perusahaan
Lembaga Keuangan yang Terdaftar di BEI**

Nama : Fauzan Dipa Sumitra
BP/NIM : 2005/ 67593
Program Studi : Akuntansi
Fakultas : Ekonomi Universitas Negeri Padang

Padang, Februari 2011

Tim Penguji

No	Jabatan	Nama	Tanda Tangan
1.	Ketua	Eka Fauzihardani, SE, M.Si, Ak	_____
2.	Sekretaris	Nelvirita, SE, M.Si, Ak	_____
3.	Anggota	Herlina Helmy, SE, MS, Ak	_____
4.	Anggota	Charoline Cheisvianny, SE, M.Ak	_____

ABSTRAK

Fauzan Dipa Sumitra. (67593). Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Asing sebagai Variabel Moderating Pada Perusahaan Lembaga Keuangan yang Terdaftar di BEI

Pembimbing I : Eka Fauzihardani, SE, MSi, Ak

Pembimbing II : Nelvirita, SE,MSi,Ak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji 1) pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, 2) pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan 3) pengaruh kepemilikan asing dalam mempengaruhi hubungan struktur modal terhadap nilai perusahaan 4) pengaruh kepemilikan asing mempengaruhi hubungan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Populasi dalam penelitian adalah perusahaan lembaga keuangan yang terdapat di BEI pada tahun 2004-2008. Pemilihan sampel penelitian menggunakan metode *purposive sampling*. Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah desain kausal. Data dalam penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu data perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data tersebut diperoleh dengan cara studi dokumentasi yang berasal dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Teknik analisis data yang digunakan adalah regresi berganda dengan pendekatan uji interaksi atau sering disebut dengan *Moderated Regression Analysis* dan dilakukan uji t untuk melihat pengaruh secara parsial dan uji f untuk melihat pengaruh secara simultan.

Temuan penelitian menunjukkan: 1) struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ yaitu $4,852 > 1,975$. (sig $0,000 < \alpha 0,05$). 2) pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $0,745 < 1,975$ (sig $0,457 > \alpha 0,05$). 3) Kepemilikan asing sebagai variabel moderating tidak memperkuat atau memperlemah pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan secara signifikan, karena memiliki signifikansi $0,056 (> 0,05)$ dengan koefisien regresi sebesar $-0,025$. 4) Kepemilikan asing sebagai variabel moderating tidak memperkuat atau memperlemah pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan secara signifikan, karena memiliki nilai signifikansi $0,350 (> 0,05)$ dengan koefisien regresi sebesar $-0,243$.

Untuk peneliti lanjutan disarankan untuk menggunakan sampel jenis seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dan periode penelitian lebih panjang agar mendapatkan hasil yang lebih digeneralisir.

KATA PENGANTAR



Puji dan syukur Penulis ucapkan pada Allah SWT, karena berkat limpahan rahmat dan karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **“Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Asing sebagai Variabel Moderating pada Perusahaan Lembaga Keuangan yang Terdaftar di BEP”**. Skripsi ini merupakan salah satu syarat dalam menyelesaikan studi strata satu pada Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

Rasa terima kasih yang tulus penulis sampaikan kepada berbagai pihak yang berperan dalam membantu penulis untuk menyelesaikan skripsi.

Oleh karena itu perkenankan penulis menyampaikan terima kasih kepada:

1. Ibu Eka Fauzihardani, SE, M.Si, Ak selaku Pembimbing I, yang telah memberikan pengarahan dan waktu bimbingan dalam mewujudkan karya skripsi ini.
2. Ibu Nelvirita, SE, M.Si, Ak selaku Pembimbing II, yang telah memberikan pengarahan dan waktu bimbingan dalam mewujudkan karya skripsi ini.
3. Bapak Prof. Syamsul Amar B,M.S, selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bapak / Ibu Pembantu Dekan.
4. Ibu ketua Program Studi dan Bapak sekretasis Program Studi Akuntansi.
5. Bapak-bapak dan Ibu-ibu dosen penelaah dan penguji, yang telah bersedia meluangkan waktunya untuk menguji penulis.
6. Bapak-bapak Ibu-ibu dosen Fakultas Ekonomi serta karyawan dan karyawan yang telah membantu penulis selama menuntut ilmu di almamater ini.

7. Papa dan Mama yang telah memberikan perhatian, do'a, dan kasih sayang dan pengorbanan kepada penulis hingga akhirnya penulis dapat menyelesaikan studi.
8. Kakak-kakak dan adik-adik yang telah memberikan motivasi dan pengorbanan baik secara moril maupun materil untuk menyelesaikan studi dan skripsi ini.
9. Teman-teman yang telah memberikan dorongan moril kepada penulis untuk menyelesaikan skripsi ini.
10. Untuk semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu atas dukungan dalam menyelesaikan skripsi ini.

Dalam rangka penyempurnaan isi skripsi ini penulis mengharapkan sumbangan pikiran para pembaca berupa kritikan dan saran, semoga skripsi ini dapat dijadikan bahan bacaan bagi rekan-rekan dimasa yang akan datang.

Padang, Februari 2011

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTRAK	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	vi
DAFTAR GAMBAR	vii
 BAB I PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang.....	1
B. Rumusan Masalah	7
C. Tujuan Penelitian.....	7
D. Manfaat Penelitian.....	8
 BAB II KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	
A. Kajian Teori.....	9
1. Nilai Perusahaan	
a. Pengertian	9
b. <i>Price to book value</i>	10
2. Struktur Modal	
a. Pengertian	11
b. Trade-Off Theory	12
c. Struktur Modal dan Nilai Perusahaan	14
3. Pertumbuhan Perusahaan	
a. Pengertian.....	16
b. Pertumbuhan Perusahaan dan Nilai Perusahaan.....	17
4. Kepemilikan Asing	
a. Pengertian.....	18
b. Perusahaan dengan Kepemilikan Asing	19
B. Kajian Penelitian Terdahulu	22
C. Pengembangan Hipotesis.....	26
D. Kerangka Konseptual	27
E. Hipotesis Penelitian	29

BAB III METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian.....	30
B. Populasi dan Sampel	30
C. Jenis dan Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data	32
D. Variabel Penelitian	32
E. Model dan Teknik Analisis Data.....	33
1. Model	33
2. Teknik Analisis	33
a. Uji Asumsi Klasik.....	33
b. Uji Model.....	35
c. Uji Hipotesis	36
F. Definisi Operasional.....	37

BAB IV ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN

A. Temuan Penelitian.....	38
1. Gambaran Umum PT. Bursa Efek Indonesia (BEI).....	38
2. Gambaran Umum Perusahaan Lembaga Keuangan di Indonesia.....	39
B. Analisis Data	41
1. Analisis Deskriptif	48
2. Teknik Pengujian Data.....	51
a. Uji Normalitas Data	51
b. Uji Asumsi Klasik.....	54
3. Analisa Regresi Berganda	
a. Model Regresi	57
b. Pengujian Hipotesis.....	61
C. Pembahasan.....	65

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan	75
B. Keterbatasan	75
C. Saran.....	76

DAFTAR PUSTAKA	77
-----------------------------	-----------

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel		Halaman
1	Kajian Penelitian Terdahulu	24
2	Sampel Penelitian	31
3	Struktur Modal (DER) Perusahaan Lembaga Keuangan tahun 2004-2008	43
4	Pertumbuhan Perusahaan pada Lembaga Keuangan tahun 2004-2008	44
5	Kepemilikan Asing pada Lembaga Keuangan tahun 2004-2008	46
6	Nilai Perusahaan (PBV) pada Lembaga Keuangan tahun 2004-2008	47
7	Statistik Deskriptif Sebelum Dilakukan Transformasi	49
8	Distribusi Perusahaan Kepemilikan Asing	50
9	Statistik Deskriptif Setelah Dilakukan Transformasi	51
10	Uji Statistik Kolmogorov-Smirnov (Sebelum Dilakukan Transformasi)	52
11	Uji Statistik Kolmogorov-Smirnov (Setelah Dilakukan Transformasi)	53
12	Uji Autokorelasi	54
13	Uji Multikolinearitas	55
14	Uji Heterokedastisitas Metode Glesjer	56
15	Uji Normalitas Residual	57
16	Hasil Analisa Regresi	58
17	Nilai Hitung Signifikansi	61
18	Uji Koefisien Determinasi	62

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1 Kerangka Konseptual	28
Gambar 2. Kurva Uji Autokorelasi	55

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Krisis keuangan beberapa waktu lalu berdampak pada aktivitas pasar modal global. Perkembangan indeks bursa saham di beberapa bursa dunia yang sebelumnya menunjukkan kinerja yang sangat baik terkoreksi turun sampai dengan level yang tidak diperkirakan. Jika dibandingkan dengan awal tahun 2008, pada akhir 2008 Indeks bursa Shanghai telah turun sebesar 64 %, Kuala Lumpur Composite Index sebesar 34 %. Begitu juga dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Bursa Efek Indonesia per tanggal 16 September 2008 menyentuh level terendah Rp. 1.719,25 terkoreksi 39,3 % dihitung dari level IHSG tertinggi 9 Januari 2008 di level Rp. 2.830,26. Kerugian langsung mungkin hanya dialami sebagian kecil investor yang memiliki exposure atas aset-aset yang terkait langsung dengan lembaga-lembaga keuangan Amerika Serikat yang bermasalah.

Melemahnya IHSG akibat sentimen global krisis keuangan Amerika Serikat sebenarnya memberikan hikmah positif karena tanpa kita sadari kinerja IHSG selama ini relatif *overvalued*. Turunnya IHSG ke level terendah beberapa waktu lalu lebih mewakili kondisi fundamental yang sebenarnya (*priced-in*). Pada tingkat likuiditas global relatif tinggi, diperkirakan tujuan investasi para investor akan ditujukan ke berbagai bursa-bursa *emerging market* yang dapat memberikan potensi tingkat pengembalian/imbil hasil (*expected return*) yang menarik bagi investor, tak terkecuali Indonesia. Inilah

sebenarnya berkah terselubung krisis keuangan Amerika Serikat untuk pasar modal Indonesia. Investor asing membawa sebagian modalnya untuk masuk berinvestasi di Indonesia yang tentunya mempertimbangkan tingkat pengembalian investasi yang tergambar dalam nilai perusahaan.

Setiap perusahaan yang didirikan menginginkan harga saham yang dijual memiliki potensi harga tinggi dan menarik minat investor untuk membelinya. Hal ini dikarenakan, semakin tinggi harga saham suatu perusahaan, maka akan semakin tinggi nilai perusahaan tersebut. Nilai perusahaan yang diindikasikan dengan *price to book value* (PBV) yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab akan meningkatkan kemakmuran para pemegang saham (Soliha & Taswan, 2002).

Price to book value merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per saham. Adapun nilai buku per lembar saham adalah perbandingan antara modal dengan jumlah saham yang beredar (Fakhuddin & Hadiano, 2001).

Fama dan French (1998) berpendapat bahwa optimalisasi nilai perusahaan merupakan tujuan perusahaan yang dapat dicapai melalui fungsi manajemen keuangan dan setiap satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan akan berdampak pada nilai perusahaan. Nilai pasar perusahaan merupakan nilai pasar dari suatu ekuitas perusahaan ditambah nilai pasar hutang (Helfert, 1997). Dengan demikian, penambahan dari jumlah ekuitas perusahaan dengan hutang perusahaan dapat mencerminkan nilai perusahaan.

Weston dan Brigham (1985) mengartikan bahwa struktur keuangan (*financial leverage*) merupakan cara asset perusahaan dibelanjai/ dibiayai; hal ini seluruhnya merupakan bagian kanan neraca, sedangkan struktur modal (*capital structure*) merupakan pembiayaan permanen perusahaan, terutama hutang jangka panjang, saham preferen/ prioritas dan modal saham biasa, tetapi tidak semua dikelompokkan ke dalam kredit jangka pendek. Dengan demikian struktur modal dalam suatu perusahaan dapat diukur dengan menghitung rasio total utang terhadap total ekuitasnya (*debt to equity ratio*).

Struktur modal menunjukkan perbandingan modal sendiri dan utang dalam perusahaan. Perusahaan yang tumbuh dengan pesat akan lebih banyak menggunakan modal eksternal, hal ini terkait dengan biaya modal yang harus ditanggung. Biaya emisi saham baru jauh lebih besar daripada biaya yang akan dikeluarkan jika menggunakan utang (Weston, Brigham 1997).

Untuk dapat meningkatkan harga saham, manajemen harus dapat menentukan struktur modal optimal yang dapat digunakan perusahaan. Oleh karena setiap sumber dana mempunyai biaya modal, maka struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang meminimalkan biaya modal perusahaan sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Horne dan Wachowich; 1998).

Dalam Husnan & Pudji (2002) Modigliani dan Miller berpendapat bahwa nilai perusahaan yang menggunakan utang akan lebih besar daripada nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang. Modigliani dan Miller menunjukkan bahwa sejauh pembayaran bunga bisa digunakan untuk mengurangi beban pajak, maka penggunaan utang memberikan manfaat bagi

pemilik perusahaan.

Perusahaan-perusahaan yang *go public* di BEI, keberadaannya bervariasi ada yang berukuran besar dan kecil (ICMD; 2006). Ukuran perusahaan bergantung pada tingkat pertumbuhan perusahaan itu sendiri. Semakin baik tingkat pertumbuhan perusahaan, maka semakin perusahaan itu memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana atau pinjaman karena investor melihat adanya peningkatan kinerja perusahaan sehingga permintaan terhadap saham perusahaan tersebut akan meningkat (Purba: 2001). Peningkatan permintaan terhadap saham akan meningkatkan nilai perusahaan (*price to book value*) yang merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per saham.

Pertumbuhan perusahaan dapat diukur dari pertumbuhan aktiva. Hendersor (1984) mengatakan bahwa pertumbuhan perusahaan dapat terjadi jika produktivitas dan tingkat keuntungan untuk pemegang saham meningkat. Kedua hal ini akan saling berhubungan. Meningkatnya produktivitas perusahaan akan meningkatkan laba perusahaan sehingga keuntungan untuk pemegang saham juga akan meningkat. Meningkatnya keuntungan untuk pemegang saham mengindikasikan bahwa terjadi peningkatan kinerja perusahaan.

Menurut Sudarma (2005), ada banyak hal yang mempengaruhi nilai perusahaan, diantaranya adalah ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan perusahaan, nilai aktiva, dividen, penghematan pajak, fluktuasi nilai tukar, keadaan pasar modal dan struktur modal. Dalam penelitiannya, menemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai

perusahaan, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian terdahulu, Yunique (2008) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, hal ini disebabkan karena peningkatan struktur modal yang berarti juga peningkatan utang jangka panjang menyebabkan semakin besarnya resiko perusahaan.

Solihah dan Taswan (2002) menemukan bukti bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Modigliani and Miller pada tahun 1963 bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Sriwardany (2006) meneliti pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan struktur modal dan dampaknya terhadap perubahan harga saham pada perusahaan manufaktur, menemukan bukti bahwa struktur modal mempunyai pengaruh negatif terhadap perubahan harga saham, yang memberi arti bahwa jika kebijaksanaan struktur modal perusahaan lebih banyak menggunakan hutang maka akan terjadi penurunan harga saham, sedangkan pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang langsung terhadap harga saham.

Dalam pertumbuhan dan pengembangan perusahaan, manajer berupaya untuk mencari tambahan pendanaan. Sumber dana perusahaan dari internal berasal dari laba ditahan dan depresiasi yang diperoleh dari para pemilik perusahaan merupakan modal sendiri. Sumber dana eksternal perusahaan berasal dari pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan hutang bagi perusahaan, salah satunya melalui investor asing.

Berdasarkan data dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) per tanggal 31 Juli 2008 kepemilikan saham investor Asing di Bursa Efek Indonesia sebesar 64 %, sisanya 36 % adalah kepemilikan saham oleh investor lokal. Peran investor asing ini di satu sisi membawa dampak positif meningkatkan likuiditas berupa aliran modal masuk (*capital inflow*), tetapi di sisi lain merupakan ancaman instabilitas pasar ketika investor asing ini keluar dan menarik modalnya (*capital outflow*) secara masif dan tiba-tiba. Penambahan sumber dana dari kepemilikan asing ini tentu saja akan mempengaruhi susunan struktur modal dan pertumbuhan perusahaan yang akan mencerminkan nilai dari perusahaan itu sendiri.

Ketika investor asing menanamkan modal dalam bentuk saham, maka terjadi penambahan jumlah saham beredar (*outstanding share*). Hal tersebut mengakibatkan terjadinya penambahan ekuitas di sisi kanan neraca, yang akan merubah perbandingan antara total hutang dan total ekuitas (*debt to equity ratio*) sehingga mempengaruhi hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Dampak lain dari adanya kepemilikan asing, yaitu bertambahnya nilai kelompok aktiva akibat penjualan saham pada investor asing. Menurut *SFAC no. 3* dalam Hendriksen (2005) aktiva merupakan manfaat ekonomis mendatang yang mungkin akan diperoleh atau dikendalikan oleh kesatuan ekonomi tertentu sebagai akibat transaksi atau peristiwa yang lalu. Sedangkan pertumbuhan perusahaan dapat diukur dari pertumbuhan aktiva (Sudarma, 2005). Karena itu kepemilikan asing juga mempengaruhi hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan.

Perusahaan lembaga keuangan adalah lembaga *intermediary* yang berfungsi menghimpun dana dan menyalurkannya kembali ke masyarakat. Mengingat pemilik kepentingan (*stakeholder*) perusahaan lembaga keuangan pada umumnya bukan hanya pemilik perusahaan tetapi juga masyarakat luas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian tentang **“Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Asing sebagai Variabel Moderating pada Perusahaan Lembaga Keuangan yang Terdaftar di BEI”**.

B. Rumusan Masalah

Dari latar belakang di atas, penulis mencoba merumuskan masalah sebagai berikut:

1. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
2. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
3. Apakah kepemilikan asing mempengaruhi hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan.
4. Apakah kepemilikan asing mempengaruhi hubungan pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan.

C. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dalam melakukan penelitian ini adalah untuk mengetahui:

1. Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.
2. Pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan.
3. Pengaruh kepemilikan asing dalam mempengaruhi hubungan struktur modal terhadap nilai perusahaan.

4. Pengaruh kepemilikan asing mempengaruhi hubungan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan.

D. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi peneliti diharapkan penelitian ini dapat menambah pemahaman mengenai pengaruh struktur modal dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan kepemilikan asing sebagai variabel moderating.
2. Bagi peneliti selanjutnya dan akademisi penelitian ini diharapkan akan melengkapi temuan-temuan empiris yang telah ada di bidang akuntansi untuk kemajuan dan pengembangan ilmiah di masa yang akan datang.
3. Bagi manajemen, penelitian ini diharapkan akan memberikan informasi terutama manajer keuangan untuk dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam penentuan struktur modal dan pertumbuhan perusahaan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.
4. Bagi investor, penelitian ini diharapkan dapat dijadikan sebagai pertimbangan dalam pengambilan keputusan untuk melakukan investasi pada perusahaan lembaga keuangan di Bursa Efek Indonesia.

BAB II

KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

A. Kajian Teori

1. Nilai Perusahaan

Berdasarkan perspektif manajemen keuangan yang melihat tujuan utama dari perusahaan dalam menjalankan operasinya dapat dibedakan menjadi dua yaitu: tujuan jangka pendek yang berupa usaha untuk memperoleh laba secara maksimum, dan tujuan jangka panjang untuk memaksimumkan kemakmuran pemegang saham. Hal ini memberikan tuntutan kepada manajer untuk memaksimumkan nilai perusahaan yang dilihat dari harga sahamnya. Semakin tinggi nilai saham semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan diciptakan oleh perusahaan melalui kegiatan perusahaan dari waktu ke waktu agar mencapai nilai perusahaan yang maksimum diatas nilai buku (Welly, 2007).

a. Pengertian

Penilaian terhadap suatu perusahaan dalam bidang akuntansi dan keuangan sekarang ini masih beragam. Di satu pihak nilai perusahaan ditunjukkan dengan laporan keuangan perusahaan, khususnya neraca perusahaan yang berisi informasi keuangan masa lalu, sementara pihak lain beranggapan bahwa nilai suatu perusahaan tercermin dari nilai saham perusahaan (Fitriani, 2008).

Myers (1977) dalam Fitriani (2008) mengemukakan konsep nilai perusahaan sebagai suatu kombinasi aktiva yang dimiliki dan opsi investasi di

masa yang akan datang. Gaver dan Gaver (1983) dalam Fitriani (2008) mengemukakan bahwa nilai perusahaan dapat diartikan sebagai nilai jual perusahaan maupun nilai tambah bagi pemegang saham.

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Harga saham merupakan harga yang terjadi pada saat saham diperdagangkan di pasar. (Fakhrudin & Hadiananto, 2001)

Untuk perusahaan yang sudah *go public*, harga sahamnya dapat dijadikan salah satu indikator kinerja perusahaan. Rasio nilai pasar saham dapat digunakan untuk menilai apakah nilai saham perusahaan yang beredar termasuk kategori *undervalued* atau *overvalued* atau juga moderat bila dibandingkan dengan harga pasarnya. (Umar, 2008)

Nilai perusahaan lazim diindikasikan dengan *price to book value*. *Price to book value* yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan ke depan. Hal itu juga yang menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab nilai perusahaan yang tinggi mengindikasikan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. (Soliha & Taswan, 2002)

b. *Price to book value*

Price to book value adalah rasio dari nilai pasar perlembar saham biasa atas nilai buku perlembar ekuitas. Nilai buku perlembar ekuitas mencerminkan nilai ekuitas pemilik yang tercatat pada neraca perusahaan, dan mencerminkan klaim pemilik yang tersisa atas suatu aktiva (Helfert, 1997). Sedangkan nilai pasar perlembar saham mencerminkan kinerja perusahaan di masyarakat umum, dimana nilai pasar pada suatu saat dapat

dipengaruhi oleh pilihan dan tingkah laku dari mereka yang terlibat di pasar, suasana psikologis yang ada di pasar, sengitnya perang pengambilalihan, perubahan ekonomi, perkembangan industri, kondisi politik, dan sebagainya (Helfert, 1997).

$$PBV = \frac{\text{nilai pasar perlembar saham}}{\text{nilai buku perlembar ekuitas}}$$

2. Struktur Modal

a. Pengertian

Struktur modal adalah pembelanjaan permanen di dalam mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal tercermin pada hutang jangka panjang dan unsur-unsur modal sendiri, dimana kedua golongan tersebut merupakan dana permanen atau dana jangka panjang. Dengan demikian maka struktur modal hanya merupakan sebagian saja dari struktur *financial*. Struktur *financial* mencerminkan perimbangan baik dalam artian absolut maupun relatif antara keseluruhan modal asing (baik jangka pendek maupun jangka panjang) dengan jumlah modal sendiri (Riyanto, 1999).

Struktur modal merupakan kombinasi hutang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Tidak seperti *debt ratio* atau *leverage ratio* yang hanya menggambarkan target komposisi hutang dan ekuitas dalam jangka panjang pada suatu perusahaan (Arifin, 2005)

Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan, jika keputusan investasi dan kebijakan deviden dipegang konstan. Dengan kata lain, jika perusahaan

menggantikan sebagian modal sendiri dengan hutang atau sebaliknya apakah harga saham akan berubah, apabila perusahaan tidak merubah keputusan-keputusan keuangan lainnya. Seandainya perubahan struktur modal tidak merubah nilai perusahaan, berarti bahwa tidak ada struktur modal yang terbaik. Semua struktur modal adalah baik. Tetapi kalau dengan merubah struktur modal ternyata nilai perusahaan berubah, maka akan diperoleh struktur modal yang terbaik. Struktur modal yang akan memaksimumkan nilai perusahaan adalah struktur modal yang terbaik (Husnan, 2004).

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

b. Trade-Off Theory

Pada tahun 1958 Modigliani dan Miller (MM) menunjukkan bukti bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal, bukti tersebut dengan berdasarkan serangkaian asumsi antara lain, tidak ada biaya broker (pialang), tidak ada pajak, tidak ada biaya kebangkrutan, para investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perseroan, semua investor mempunyai informasi yang sama, EBIT tidak dipengaruhi oleh biaya hutang. Dengan hasil tersebut menunjukkan kondisi-kondisi di mana struktur modal tidak relevan, MM juga memberikan petunjuk agar struktur modal menjadi relevan sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2001).

Pada tahun 1963 MM menerbitkan makalah lanjutan yang melemahkan asumsi tidak ada pajak perseroan. Peraturan perpajakan memperbolehkan pengurangan pembayaran bunga sebagai beban, tetapi

pembayaran dividen kepada pemegang saham tidak dapat dikurangkan. Hasil penelitiannya mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang dalam struktur modal. Kesimpulan ini diubah oleh Miller ketika memasukkan efek dari pajak perseorangan, Miller berpendapat bahwa investor bersedia menerima pengembalian atas saham sebelum pajak yang relatif rendah dibandingkan dengan pengembalian atas obligasi sebelum pajak (Brigham dan Houston, 2001).

Hasil-hasil MM yang tidak relevan juga tergantung pada asumsi tidak adanya biaya kebangkrutan. Perusahaan yang bangkrut mempunyai biaya hukum dan akuntansi yang sangat tinggi, dan mereka juga sulit untuk menahan pelanggan, pemasok dan karyawan. Bahkan, kebangkrutan sering memaksa suatu perusahaan untuk melikuidasi atau menjual hartanya dengan harga dibawah harga seandainya perusahaan beroperasi. Biaya yang terkait dengan kebangkrutan, yaitu: (1) profitabilitas terjadinya, (2) biaya-biaya yang akan timbul bila kesulitan keuangan akan muncul. Perusahaan yang labanya lebih labil, bila semua hal lain sama, menghadapi biaya kebangkrutan yang lebih besar sehingga harus menggunakan lebih sedikit hutang daripada perusahaan yang stabil (Brigham dan Houston, 2001).

Jika pendekatan Modigliani dan Miller dalam kondisi ada pajak penghasilan perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat terus karena penggunaan hutang yang semakin besar. Tetapi perlu diingat bahwa nilai sekarang dari *financial distress* dan nilai sekarang *agency cost* dapat mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan yang memiliki *leverage* (Sartono, 2001).

c. Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

Struktur modal yang dapat meminimalkan biaya modal rata-rata dikenal dengan struktur modal optimal (Riyanto, 2001). Struktur modal optimal dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan meminimalkan biaya modal rata-rata tertimbang.

Penggunaan utang dapat menguntungkan perusahaan karena adanya perbedaan perlakuan pajak terhadap bunga dan deviden. Utang menguntungkan perusahaan karena pembayaran bunga diperhitungkan sebagai biaya dan mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga jumlah pajak yang dibayar perusahaan berkurang. Sebaliknya pembagian deviden kepada pemegang saham tidak mengurangi pembayaran pajak perusahaan. Jadi dari sisi pajak, akan lebih menguntungkan jika perusahaan menggunakan utang dalam biaya investasinya.

Selain punya keuntungan, utang juga punya kelemahan, yaitu meningkatkan peluang bangkrut. Bila utang terlalu besar, peluang aliran kas tidak mencukupi pembayaran bunga dan cicilan utang juga makin besar. Ini disebut sebagai *cost of financial distress* (biaya tekanan finansial). Atmaja (2003) mengatakan bahwa *financial distress* merupakan kondisi dimana perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan terancam bangkrut. Makin besar utang, maka biaya tekanan finansial akan makin besar pula.

Dengan demikian, ada pertimbangan antara manfaat pajak dan biaya tekanan finansial. Sampai titik temu tertentu penambahan utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena manfaat pajak masih mendominasi biaya tekanan finansial. Jika penggunaan utang melampaui titik optimal ini,

biaya tekanan finansial telah mendominasi manfaat pajak sehingga penambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan.

Dapat dikatakan bahwa penambahan utang dalam struktur modal perusahaan hanya akan menurunkan biaya modal sampai pada titik tertentu saja. Melewati titik tersebut biaya modal akan kembali meningkat karena adanya *cost of financial distress*. *Financial distress* akan meningkat seiring dengan meningkatnya penggunaan utang. Untuk itu struktur modal optimal dapat dicapai dengan menyeimbangkan keuntungan penghematan pajak yang diterima akibat penggunaan utang dengan biaya-biaya yang ditimbulkan akibat penggunaan utang yang besar.

Teori *trade-off* menjelaskan bahwa (dengan asumsi titik target struktur modal belum optimum) peningkatan rasio hutang pada struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar tarif pajak dikali dengan jumlah hutang. Solihah dan Taswan (2002) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Modigliani and Miller pada tahun 1963 bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Driffield, et.al (2007) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa adanya pengaruh yang signifikan untuk struktur kepemilikan terhadap *leverage* (DAR) dan nilai perusahaan (*Tobin'Q*) di Indonesia, Korea, Malaysia. Dan tidak signifikan di Thailand.

Trade-off theory menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada dibawah titik optimal maka setiap penambahan hutang akan meningkatkan

nilai perusahaan. Dan sebaliknya, jika posisi struktur modal berada diatas titik optimal maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan (Solihah dan Taswan, 2002). Oleh karena itu, dengan asumsi titik target struktur modal optimal belum tercapai, maka berdasarkan *trade-off theory* memprediksi adanya hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan.

3. Pertumbuhan Perusahaan

a. Pengertian

Pertumbuhan adalah dampak atas arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan atau peningkatan volume usaha (Helfert, 1997). Pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal perusahaan, karena pertumbuhan yang baik memberi tanda bagi perkembangan perusahaan. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan investor pun akan mengharapkan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi yang dilakukan menunjukkan perkembangan yang baik.

Pertumbuhan perusahaan mencerminkan perkembangan kekayaan perusahaan. Pertumbuhan ini menjadi salah satu pertimbangan bagi investor untuk berinvestasi pada perusahaan yang bersangkutan karena pertumbuhan perusahaan juga menunjukkan prestasi keuangan perusahaan yang bersangkutan.

Pertumbuhan perusahaan dapat diukur dari pertumbuhan aktiva. Pengertian aktiva berdasarkan *Accounting Principles boond (APB) Statement*

no. 4 dalam Hendriksen (2005) merupakan sumber daya ekonomi perusahaan yang diakui dan diukur berdasarkan prinsip-prinsip akuntansi yang lazim, termasuk bahan tertentu yang ditangguhkan yang tidak merupakan sumber daya. Sedangkan menurut *Statement of Financial Accounting Concept no. 3* dalam Hendriksen (2005) aktiva merupakan manfaat ekonomis mendatang yang mungkin akan diperoleh atau dikendalikan oleh kesatuan ekonomi tertentu sebagai akibat transaksi atau peristiwa yang lalu. Dapat disimpulkan bahwa aktiva merupakan sumber daya perusahaan yang dapat memberikan manfaat ekonomi bagi perusahaan tersebut. Pertumbuhan perusahaan dapat diukur dengan pertumbuhan aktiva. Sudarma (2005) :

$$\text{Pertumbuhan perusahaan} = \frac{\text{total aktiva tahun } t - \text{total aktiva tahun } (t-1)}{\text{total aktiva tahun } t-1}$$

b. Pertumbuhan Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, dalam hubungannya dengan *leverage*, sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya karena penggunaan hutang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara teratur. Pertumbuhan perusahaan yang cepat maka semakin besar kebutuhan dana untuk ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai

deviden tetapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. Potensi pertumbuhan ini dapat diukur dari besarnya biaya penelitian dan pengembangan. Semakin besar R&D *cost*-nya maka berarti ada prospek perusahaan untuk tumbuh (Sartono, 2001).

Kallapur dan Trombley (1999) Realisasi pertumbuhan perusahaan diproksikan dengan nilai pertumbuhan perusahaan yang meliputi pertumbuhan aktiva dan ekuitas. Aktiva perusahaan menunjukkan keputusan penggunaan dana atau keputusan investasi pada masa lalu. Aktiva didefinisikan sebagai sumber daya yang mempunyai potensi memberikan manfaat ekonomis pada perusahaan dimasa yang akan datang. Sumber daya yang mampu menghasilkan aliran kas masuk (*cash inflow*) atau mengurangi kemampuan kas keluar (*cash outflow*) bisa disebut sebagai aktiva. Sumber daya tersebut akan diakui sebagai aktiva perusahaan memperoleh hak penggunaan aktiva tersebut sebagai hasil transaksi atau pertukaran pada masa lalu dan manfaat ekonomis masa mendatang bisa diukur, diquantifikasikan dengan tingkat ketepatan yang memadai.

4. Kepemilikan Asing

a. Pengertian

Struktur Kepemilikan (*Ownership Structure*) adalah komposisi kepemilikan dalam perusahaan yang mempengaruhi kinerja perusahaan. Struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan publik dan kepemilikan asing. Kepemilikan publik merupakan porsi saham beredar (*outstanding share*) yang dimiliki masyarakat atau publik domestik (*degree of public ownership*).

Kepemilikan asing merupakan porsi *outstanding share* yang dimiliki oleh investor atau pemodal asing (*foreign investors*). (Sjahrir, 1995)

Investor asing atau pemodal luar negeri seringkali menjadi bahan pembicaraan ramai di pasar modal. Sampai saat ini, kendati komposisi nilai transaksi asing sudah tidak dominan lagi dibandingkan investor lokal, tapi pamor mereka selalu menjadi perhatian. Setiap kali investor asing melakukan manuver, maka pada saat itu pula perhatian tercurah ke sana. Jika investor asing tiba-tiba memborong satu jenis saham tertentu maka gerakan itu hampir pasti akan diikuti oleh investor lokal. Investor asing masih kerap menjadi lokomotif dalam menentukan sikap beli atau jual di pasar. Keberadaan investor asing di Indonesia memang sangat dibutuhkan. Masuknya mereka ke pasar membuat investor lokal lebih percaya diri. Aliran dana dari investor asing ke pasar modal juga mengindikasikan kepercayaan internasional terhadap prospek pasar modal Indonesia (Tim BEI, 2010).

Hadirnya investor asing di BEI memang memberikan cukup banyak manfaat, terutama dalam peningkatan likuiditas dan terbentuknya efisiensi pasar. Manfaat tersebut bisa diharapkan mengingat investor asing memiliki modal yang lebih besar, akses luas ke pasar modal dunia serta lebih berpengalaman, analisis fundamental yang lebih baik, memiliki informasi yang lebih banyak dan lebih baik, dan memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menginterpretasikan informasi (Tim BEI, 2010).

b. Perusahaan dengan kepemilikan asing

Perilaku investor asing mempunyai pengaruh besar pada keadaan pasar modal Indonesia. Suatu saham yang dibeli oleh investor asing, juga

akan diburu oleh investor domestik, karena dianggap saham tersebut prospektif dan diharapkan akan mudah meraih *capital gain*. (Sjahrir, 1995)

Definisi dari investor asing adalah individu atau lembaga asing yang melakukan jual beli saham di bursa efek Indonesia. Tetapi sudah menjadi rahasia umum kalau dalam pembelian atau penjualan saham atas nama investor asing sering terjadi peminjaman nama (*nominee*). Maksudnya investor atau *broker lokal* membeli saham dengan meminjam nama investor asing. Tujuannya adalah jika jatah untuk investor asing sudah mau habis, mereka akan melepas saham atas nama asing dengan harga yang tinggi, serta meminta premium yang cukup tinggi pula. Untuk saham yang diminati oleh asing dan jatah untuk asing sudah hampir habis, maka saham tersebut banyak dicari dan harganya tinggi. (Sjahrir, 1995)

Kecenderungan ini juga banyak dimanfaatkan emiten dengan melakukan *company listing* atau partial listing, dengan tujuan untuk menambah jatah saham bagi investor asing. Saham yang diminati investor asing, harganya akan cenderung meningkat serta aktif diperdagangkan. Tetapi jika jatah tersebut sudah habis dan tidak ada yang mau melepas, asing tidak dapat membeli dan aktivitas perdagangan saham tersebut menurun. Akibatnya saham menjadi kurang likuid dan harganya akan turun. Untuk mencegah terjadinya hal tersebut, maka emiten berusaha menambahkan jumlah saham yang dicatatkan di bursa. Meskipun banyak terjadi perusahaan sudah *company listing*, tapi jumlah yang nyata-nyata diperdagangkan tetap sama dengan pertama kali *listing*. Dengan demikian emiten bertujuan untuk tetap mempertahankan bahkan meningkatkan likuiditas dan *performance* sahamnya

di bursa melalui investor asing. Ada berbagai cara untuk meningkatkan likuiditas saham, yaitu dengan memperbaiki kinerja keuangan perusahaan, melakukan *full disclosure* dengan *public expose*, membagikan deviden dan menambah jumlah saham yang dapat dibeli investor asing. (Sjahrir, 1995)

Ketika investor asing menanamkan modal dalam bentuk saham, maka terjadi penambahan jumlah saham beredar (*outstanding share*). Hal tersebut mengakibatkan terjadinya penambahan ekuitas di sisi kanan neraca, yang akan merubah perbandingan antara total hutang dan total ekuitas (*debt to equity ratio*). Saham yang diminati investor asing, harganya juga akan cenderung meningkat serta aktif diperdagangkan (Sjahrir, 1995), peningkatan harga saham juga akan memaksimalkan nilai perusahaan yang dihitung dengan *price to book value*, sehingga dengan adanya kepemilikan asing dalam suatu perusahaan dapat mengoptimalkan hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

Dampak lain dari adanya kepemilikan asing, yaitu bertambahnya nilai kelompok aktiva akibat penjualan saham pada investor asing. Menurut *SFAC no. 3* dalam Hendriksen (2005) aktiva merupakan manfaat ekonomis mendatang yang mungkin akan diperoleh atau dikendalikan oleh kesatuan ekonomi tertentu sebagai akibat transaksi atau peristiwa yang lalu. Sedangkan pertumbuhan perusahaan dapat diukur dari pertumbuhan aktiva (Sudarma 2005). Saham yang diminati investor asing, harganya juga akan cenderung meningkat serta aktif diperdagangkan (Sjahrir, 1995), peningkatan harga saham juga akan memaksimalkan nilai perusahaan yang dihitung dengan

price to book value, karena itu kepemilikan asing juga mengoptimalkan hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan.

Berdasarkan pemaparan tersebut, peneliti tertarik menggunakan kepemilikan asing sebagai variabel moderating yang mempengaruhi hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan dan pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan. Kepemilikan asing adalah kategori bagi investor asing dalam bentuk kelompok (*group*) yang memegang minimum 20% dari total jumlah saham yang beredar. Variabel kepemilikan asing diukur dengan menggunakan variabel dummy.

B. Kajian Penelitian Terdahulu

Raj S. Dhankar dan A. Jit Boora (1996) dalam penelitiannya menemukan adanya hubungan negatif antara struktur modal dengan biaya ekuitas. Dalam penelitiannya mereka juga menemukan tidak ada hubungan dan pengaruh yang signifikan struktur modal terhadap nilai perusahaan secara khusus. Mereka menggunakan biaya modal dan struktur modal sebagai variabel bebas, dan nilai perusahaan sebagai variabel terikat.

Solihah dan Taswan (2002) meneliti pengaruh kebijaksanaan hutang terhadap nilai perusahaan serta beberapa faktor yang mempengaruhinya. Variabel dependennya adalah nilai perusahaan yang diukur dengan menggunakan *price book value*, sedangkan variabel independennya terdiri dari kebijakan hutang, insider ownership, profitabilitas perusahaan dan ukuran perusahaan. Hasilnya menunjukkan bukti bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan

Modigliani and Miller pada tahun 1963 bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Insider Ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Wahyudi dan Hartini (2004) meneliti tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan, dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. Variabel dependennya adalah nilai perusahaan yang diukur dengan *price book value* (harga pasar perlembar saham atas nilai perlembar saham), sedangkan variabel independen terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi dan keputusan pendanaan tetapi tidak pada kebijakan deviden, struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan, keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi keputusan investasi dan kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui keputusan pendanaan.

Reni Oktavia (2007) meneliti tentang “Pengaruh Struktur Modal, Deviden dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Harga Saham Perusahaan LQ 45 pada BEJ”. Dari penelitiannya ditemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap harga saham, sedangkan deviden berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap harga saham dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham.

Yunike Harwinda (2008) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Yunike menggunakan nilai perusahaan sebagai variabel dependennya, sedangkan variabel independennya adalah struktur modal. Penelitiannya dilakukan pada perusahaan industri otomotif yang terdaftar di BEJ periode (2002-2006).

Untuk lebih mempermudah mengklasifikasikan dan menjelaskan penelitian terdahulu, berikut ringkasannya dalam bentuk tabel :

Tabel 1
Kajian Penelitian Terdahulu

Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Populasi/Tahun Penelitian	Hasil Penelitian
Raj S Dhankar dan A jit Boora (1996)	<i>Cost of Capital, Optimal Capital Structure and Value of Firm Empirical Study of Indian Companies</i>	<i>Independent : Cost of Capital, Capital Structure</i> <i>Dependent : Value of Firm</i>	Perusahaan di India tahun 1981 dan 1996	Menemukan adanya hubungan negatif antara struktur modal dengan biaya ekuitas. Dalam peneltian nya mereka juga menemukan tidak ada hubungan dan pengaruh yang signifikan struktur modal terhadap nilai perusahaan secara khusus
Shin dan Stulz (2000)	<i>Firm value, risk, and growth opportunities</i>	Variabel dependennya adalah nilai perusahaan yang diukur dengan Tobins' Q, sedangkan variabel independennya adalah risiko yang diukur dengan stock return dan pertumbuhan perusahaan diukur dengan volatilitas equity. Risiko terdiri dari systematic equity risk dan unsystematic equity risk serta total equity risk dan data diperolehnya pada CRSP database	Perusahaan yang tercatat di COMPUSTAT periode 1965 sampai dengan tahun 1992.	Hasilnya menunjukkan bahwa adanya pengaruh yang signifikan untuk struktur kepemilikan terhadap leverage (DAR) dan nilai perusahaan (Tobin'Q) di Indonesia, Korea, Malaysia. Dan tidak signifikan di Thailand.

Solihah dan Taswan (2002)	Pengaruh kebijaksanaan hutang terhadap nilai perusahaan serta beberapa faktor yang mempengaruhi nya.	Variabel dependennya adalah nilai perusahaan yang diukur dengan menggunakan <i>price book value</i> , sedangkan variabel independennya terdiri dari kebijakan hutang, insider ownership, profitabilitas perusahaan dan ukuran perusahaan.	Seluruh perusahaan manufaktur yang go publik sejak tahun 1993 sampai dengan 1997	Hasilnya menunjukkan bukti bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Modigliani and Miller pada tahun 1963 bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Insider Ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
Wahyudi dan Hartini (2004)	Struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan: dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening	Variabel dependennya adalah nilai perusahaan yang diukur dengan <i>price book value</i> (harga pasar perlembar saham atas nilai perlembar saham), sedangkan variabel independen terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden.	Perusahaan go publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2003 dengan tahun 2002 sebagai komperasinya, kecuali untuk perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lainnya serta perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah Republik Indonesia	Menunjukkan bahwa Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi dan keputusan pendanaan tetapi tidak pada kebijakan deviden, Struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan, Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi keputusan investasi dan kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui keputusan pendanaan.
Reni Oktavia (2007)	Pengaruh Struktur Modal, Deviden dan Pertumbuhan perusahaan terhadap harga saham perusahaan LQ 45 pada BEJ	Variabel dependennya harga saham, sedangkan variabel independennya adalah struktur modal, deviden dan pertumbuhan perusahaan	Perusahaan LQ 45 pada BEJ (2003-2006)	Menemukan struktur modal berpengaruh negatif terhadap harga saham, sedangkan deviden berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap harga saham dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham

Yunike Harwinda (2008)	Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan Industri Otomotif yang Terdaftar di BEJ periode (2002-2006)	Variabel dependennya nilai perusahaan, sedangkan variabel independennya adalah struktur modal	Perusahaan Industri Otomotif yang Terdaftar di BEJ periode (2002-2006)	Menemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.
------------------------	---	---	--	---

C. Pengembangan Hipotesis

Trade-off theory menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Dan sebaliknya, jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Oleh karena itu, dengan asumsi titik target struktur modal optimal belum tercapai, maka berdasarkan *trade-off theory* memprediksi adanya hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan.

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Biaya pengembangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk penerbitan surat hutang, yang mendorong perusahaan untuk lebih banyak mengandalkan hutang. Shin dan Stulz (2000) dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa hubungan negatif antara perubahan *total equity risk* terhadap perubahan nilai perusahaan, yang berarti bahwa dengan adanya kesempatan pertumbuhan pada perusahaan kecil akan mengurangi dampak yang merugikan dari peningkatan risiko terhadap nilai perusahaan. Hubungan positif antara perubahan *total equity risk* terhadap nilai perusahaan, yang berarti bahwa dengan adanya kesempatan pertumbuhan pada perusahaan besar maka perusahaan tersebut dapat dengan mudah akses ke pasar modal dan skala ekonomi dari risiko

manajemen. Berdasarkan asumsi tersebut, terdapat adanya hubungan antara tingkat pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan.

Ketika investor asing menanamkan modal dalam bentuk saham, maka terjadi penambahan jumlah saham beredar (*outstanding share*). Hal tersebut mengakibatkan terjadinya penambahan ekuitas di sisi kanan neraca, yang akan merubah perbandingan antara total hutang dan total ekuitas (*debt to equity ratio*) sehingga mempengaruhi hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

Dampak lain dari adanya kepemilikan asing, yaitu bertambahnya nilai kelompok aktiva akibat penjualan saham pada investor asing. Menurut *SFAC no. 3* dalam Hendriksen (2005) aktiva merupakan manfaat ekonomis mendatang yang mungkin akan diperoleh atau dikendalikan oleh kesatuan ekonomi tertentu sebagai akibat transaksi atau peristiwa yang lalu. Sedangkan pertumbuhan perusahaan dapat diukur dari pertumbuhan aktiva (Sudarma, 2005). Karena itu kepemilikan asing juga mempengaruhi hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan.

Untuk menelaah lebih lanjut terhadap hubungan tersebut dan adanya fenomena bahwa investor asing sangat dominan dalam pasar modal Indonesia khususnya pada perusahaan lembaga keuangan maka peneliti tertarik untuk menguji pengaruh variabel kepemilikan asing sebagai variabel moderating terhadap hubungan struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan nilai perusahaan.

D. Kerangka Konseptual

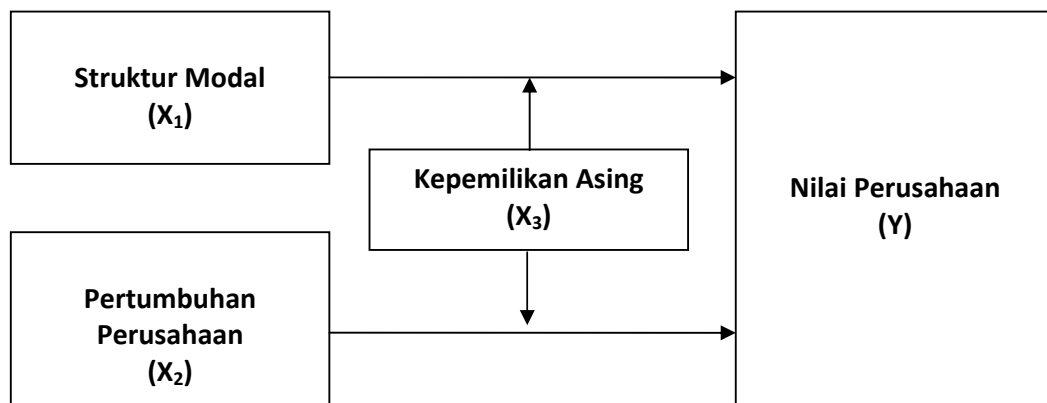
Struktur modal oleh beberapa peneliti dipercaya memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi struktur modal, maka semakin tinggi

nilai perusahaannya, karena manfaat pengurangan pajak yang diperoleh dari kebijakan penggunaan hutang.

Perusahaan yang bertumbuh berarti memiliki perkembangan kekayaan perusahaan, meminimalkan resiko perbandingan ekuitas. Investor menganggap pertumbuhan perusahaan menunjukkan prestasi keuangan perusahaan yang bersangkutan, dan menjadikan pertumbuhan perusahaan sebagai salah satu pertimbangan dalam berinvestasi. Semakin baik tingkat pertumbuhan perusahaan, maka akan semakin tinggi nilai perusahaan.

Investor asing dipercaya memiliki kelebihan dalam menentukan informasi yang tepat untuk berinvestasi. Hubungan struktur modal dan nilai perusahaan dapat meningkat karena adanya kepemilikan asing, begitu pula dengan hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan.

Kerangka konsep dibangun untuk mengetahui pengaruh struktur modal (X_1), dan pertumbuhan perusahaan (X_2) sebagai variabel independent terhadap variabel dependent yaitu nilai perusahaan (Y) dengan kepemilikan asing (X_3) sebagai variable moderating.. Kerangka konsep penelitian di digambarkan dengan model sebagai berikut :



Gambar 1
Kerangka Konseptual

E. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan teoritis dan kerangka konseptual, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut :

- H1 : Struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.
- H2 : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.
- H3 : Terdapat interaksi variabel kepemilikan asing (variabel moderating) dalam mempengaruhi hubungan struktur modal dan nilai perusahaan.
- H4 : Terdapat interaksi variabel kepemilikan asing (variabel moderating) dalam mempengaruhi hubungan pertumbuhan perusahaan dan nilai perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Dari hasil analisis dan pembahasan dapat di ambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Secara parsial, struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
2. Secara parsial, pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
3. Kepemilikan asing sebagai variabel moderating tidak memperkuat atau memperlemah pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan secara signifikan.
4. Kepemilikan asing sebagai variabel moderating tidak memperkuat atau memperlemah pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan secara signifikan.

B. Keterbatasan

1. Penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan lembaga keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode penelitian tahun 2004 sampai dengan tahun 2008.
2. Penelitian ini hanya meneliti pengaruh dua variabel independen terhadap satu variabel dependen yaitu struktur modal dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan variabel moderating yaitu kepemilikan asing. Hasil dari penelitian ini memiliki nilai koefisien determinasi yang

rendah atau masih dibawah 50% sehingga pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen dalam penelitian ini memiliki pengaruh yang sangat lemah dan diperkirakan ada variabel independen lain yang mempengaruhi nilai perusahaan.

3. Penelitian ini tidak lebih lanjut membahas kegiatan investasi dari perusahaan, karena setelah membaiknya perekonomian Indonesia, diprediksi perusahaan sudah lebih berani melakukan investasi.

C. Saran

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan penelitian, maka perlu dilakukan penyempurnaan terhadap penelitian yang dilakukan. Adapun saran untuk peneliti selanjutnya adalah sebagai berikut:

1. Untuk peneliti lanjutan disarankan untuk menggunakan sampel jenis seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dan periode penelitian lebih panjang agar mendapatkan hasil yang lebih digeneralisir.
2. Untuk peneliti lanjutan dapat menambahkan variabel lain seperti, ukuran perusahaan serta perubahan nilai valuta asing yang diprediksi bisa mempengaruhi dari nilai perusahaan.
3. Bagi pihak investor, hendaknya dalam melakukan investasi mempertimbangkan struktur modal perusahaan, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan kepemilikan asing. Hal ini perlu dipertimbangkan agar pihak investor pun dalam melakukan investasi dapat menerima *return* yang baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Zaenal. 2005. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.
- Atmaja, Lukas Setia. 2003. *Manajemen Keuangan Tanya Jawab*. Yogyakarta: ANDI
- Brigham, E.F., dan J. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Edisi Indonesia .Penerjemah Hermawan Wibowo.. Buku II. Jakarta: Erlangga.
- Dhankar, S. Raj, and A jit S Boora. 1996. "Cost of Capital, Optimal Capital Structure and Value of Firm ; An Empirical Study of Indian Companies". *The Modern Theory Of Corporate Finance*; Vol 21. No.3, pp. 29-36.
- Driffeild, N., V.Mahambare, and S.Pal. 2007. "How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence From East Asia". [www.google.com/search/ Capital Structure and Firm Value](http://www.google.com/search/Capital+Structure+and+Firm+Value) . Di download pada tanggal 15 Januari 2010.
- Fama, E.F., dan K.R.French.1998. "Taxes, Financing Decision, and Firm Value". *The Journal Of Finance*;Vol.LIII. No.3, June, PP.819-843.
- Fakhruddin, M. & Hadioanto, M.S. 2001. *Perangkat dan Model Analisis Investasi di Pasar Modal*. Jakarta; Elex Media Komputindo.
- Fitriani. 2008. *Analisa Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Pertumbuhan Perusahaan, Kualitas Audit Terhadap Penerimaan Opini Going Concern*. Universitas Bung Hatta.
- Helfert, E.A. 1997. *Teknik Analisis Keuangan*. Penerjemah Herman Wibowo. Edisi Kedelapan. Jakarta: Erlangga.
- Hendensor, Glenn V. 1984. *An Introduction of Financial Management*. USA : Addison Wesley
- Hendriksen. 2005. *Teori Akuntansi Jilid I*. alih bahasa Nugroho. Jakarta : Erlangga
- Horne, Van JC dan John, M Wachowich. 1998. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. alih bahasa Sutojo. Jakarta: Salemba Empat
- Husnan, Suad dan Enni Pudjiastuti. 2002. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : UPP AMP YPKN