

Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Nilai Perusahaan Dengan *Capital Structure* Sebagai Variabel Mediasi

Eji Fajilet dan Linda Santioso

Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi

Universitas Tarumanagara, Jakarta

Email: efajilet@gmail.com

Abstract: *The purpose of this research is to examine empirical evidence the influence of firm size, asset growth and profitability toward firm value as capital structure mediating variable on manufacturing companies in the Indonesian Stock Exchange in the period of 2015-2017. This research uses a sample of 66 companies that selected using purposive sampling method. Eviews version 9.0 is used to processed data for analysis and hypothesis test. The result of this research shows that firm size has positive effect to capital structure. Asset growth and profitability have no effect to capital structure. Capital structure able to mediate the effect of firm size to firm value. Capital structure unable to mediate the effect of asset growth and profitability to firm value. Capital structure has positive effect to firm value.*

Keywords: *Firm Value, Capital Structure, Firm Size, Asset Growth, Profitability.*

Abstrak: Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris pengaruh *firm size*, *asset growth*, dan *profitability* terhadap nilai perusahaan dengan *capital structure* sebagai variabel mediasi pada perusahaan manufaktur di bursa efek Indonesia selama periode 2015-2017. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 66 perusahaan yang dipilih menggunakan metode *purposive sampling*. Pengolahan data untuk analisis dan uji hipotesis menggunakan *Eviews* versi 9.0. Hasil dari penelitian ini adalah ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Pertumbuhan aset dan profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Struktur modal dapat memediasi ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan. Struktur modal tidak dapat memediasi pertumbuhan aset dan profitabilitas dengan nilai perusahaan. Struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: Nilai Perusahaan, Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Aset, Profitabilitas.

LATAR BELAKANG

Salah satu industri yang menyumbang pemasukan ekonomi yang cukup besar adalah perusahaan manufaktur. Industri manufaktur merupakan industri yang potensial bagi investor untuk dijadikan perhatian, karena perusahaan yang menerapkan prinsip ekonomi tidak terfokus hanya dalam pencapaian laba maksimal tetapi juga berfokus untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran dalam kepemilikan modalnya, sehingga perusahaan pun membuat rencana untuk mencapai tujuan tersebut dengan mengacu pada harga saham untuk menarik perhatian investor. Semakin tinggi harga saham di suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula nilai perusahaan.

Banyak faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan seperti penelitian yang dilakukan oleh (Paminto *et al.*, 2016; Purwohandoko, 2017) adalah faktor *firm size*, *asset*

growth dan *profitability*, sedangkan menurut penelitian yang dijalankan oleh (Novianto, 2016; Setiadharna dan Machali, 2017) menjelaskan bahwa dalam meneliti *firm size*, *asset growth*, dan *profitability* tidak dapat secara langsung menentukan baik atau buruknya, tinggi atau rendahnya dari suatu nilai perusahaan. Dibutuhkannya variabel mediasi atau variabel *intervening* yaitu *capital structure* untuk membantu menentukan nilai dari sebuah perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu mengenai nilai perusahaan dengan *capital structure* sebagai variabel mediasi yang masih kontradiktif antara satu dan lainnya, maka diperlukan pengujian kembali mengenai faktor-faktor yang diduga mempengaruhi nilai perusahaan dengan *capital structure* sebagai variabel mediasi. Selain itu masih sedikitnya penelitian yang membahas mengenai peranan *capital structure* sebagai variabel mediasi dan pentingnya pemahaman mengenai nilai perusahaan sebagai salah satu indikasi sustainability perusahaan manufaktur.

KAJIAN TEORI

Teori Signalling. Menurut (Prasiwi, 2015), teori sinyal merupakan hubungan antara manajemen yang memberikan informasi (sinyal) dengan persepsi investor atas informasi yang diberikan oleh manajemen. Informasi tersebut diharapkan mampu memberikan suatu sinyal yang akan direspon oleh investor, sehingga tujuan manajemen pun akan tercapai yaitu untuk pengambilan keputusan atas investasi yang berkaitan dengan pihak luar.

Teori Keagenan. Menurut (Scott, 2015), teori keagenan merupakan hubungan yang timbul dari suatu kontrak antara prinsipal dan agensi, prinsipal yang bertindak sebagai pengguna laporan keuangan dan pihak agen sebagai pihak yang mengelola laporan keuangan.

Teori Trade Off. Menurut (Kartika dan Dana, 2015), struktur modal akan terjadi secara optimal jika manfaat yang dihasilkan lebih besar dari pengorbanan yang timbul karena penggunaan hutang.

Nilai Perusahaan. Menurut (Arfan dan Rofizar, 2016), nilai perusahaan merupakan suatu ukuran yang digunakan sebagai indikator atau tingkat keberhasilan perusahaan dari perusahaan awal didirikan sampai dengan saat ini.

Capital Structure. Menurut (Dewi dan Wirajaya, 2016), *capital structure* adalah pendanaan dari suatu utang dan modal di dalam suatu perusahaan. Jika penggunaan struktur modal pada tingkat tertentu akan memberikan manfaat yang lebih besar akan meningkatkan nilai perusahaan sesuai dengan manfaat yang dihasilkan. Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh (Pratiwi *et al.*, 2016) yang berpendapat bahwa *capital structure* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pandangan yang dilakukan dalam penelitian (Paminto *et al.*, 2016) yang berpendapat bahwa *capital structure* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

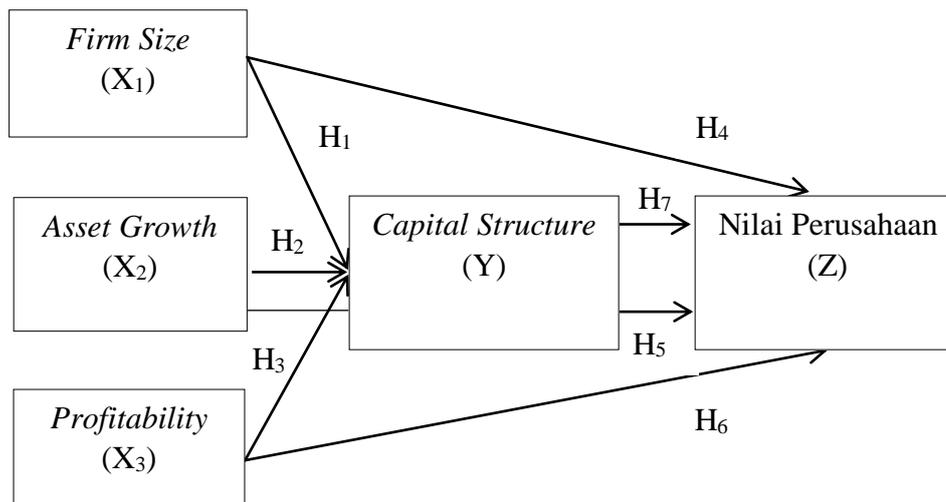
Firm Size. Menurut (Hartono, 2016), *firm size* adalah ukuran sebuah perusahaan yang merupakan cerminan dari besarnya kekayaan perusahaan sehingga dapat menunjukkan besar atau kecilnya suatu perusahaan. Perusahaan yang memiliki skala ukuran yang besar akan lebih mudah mendapatkan akses pendanaan dari berbagai sumber, sedangkan perusahaan yang memiliki skala ukuran yang kecil cenderung belum konsisten dalam mengelola perusahaannya sehingga lebih sulit untuk mendapatkan sumber pendanaan. Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh (Pratiwi *et al.*, 2016) yang berpendapat bahwa terdapat pengaruh positif *firm size* terhadap *capital structure*, sedangkan dalam penelitian (Setiadharna dan Machali, 2017) berpendapat bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap *capital structure*.

Asset Growth. Menurut (Ervina, 2014), *asset growth* adalah perubahan total *asset* yang berkaitan dengan peningkatan atau penurunan dari *asset* yang dimiliki oleh

perusahaan. Peningkatan pertumbuhan aset diikuti dengan peningkatan pendanaan perusahaan yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasional. Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan (Adiyana dan Ardiana, 2014) yang berpendapat bahwa terdapat pengaruh positif *asset growth* terhadap *capital structure*. Pandangan yang berbeda dilakukan dalam penelitian (Setiadharna dan Machali, 2017) yang berpendapat bahwa *asset growth* tidak berpengaruh terhadap *capital structure*.

Profitability. Menurut (Hery, 2017) profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan menghasilkan laba untuk periode tertentu dengan menggunakan sumber daya yang dimiliki baik dari kegiatan penjualan, penggunaan aset, atau penggunaan modal. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan menggunakan keuntungannya untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh (Purwohandoko, 2017) yang berpendapat bahwa terdapat pengaruh negatif antara *profitability* dengan *capital structure*. Pandangan yang berbeda dalam penelitian (Adiyana dan Ardiana, 2014) berpendapat bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini seperti digambarkan dibawah ini:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Hipotesis dari model yang dibangun di atas adalah sebagai berikut:

- H₁: *Firm size* berpengaruh positif terhadap *capital structure* sebagai variabel mediasi.
- H₂: *Asset growth* berpengaruh positif terhadap *capital structure* sebagai variabel mediasi.
- H₃: *Profitability* berpengaruh negatif terhadap *capital structure* sebagai variabel mediasi.
- H₄: *Capital structure* memediasi pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan.
- H₅: *Capital structure* memediasi pengaruh *asset growth* terhadap nilai perusahaan.
- H₆: *Capital structure* memediasi pengaruh *profitability* terhadap nilai perusahaan.
- H₇: *Capital structure* sebagai variabel mediasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

METODOLOGI

Objek Penelitian. Penelitian ini difokuskan pada seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2017 yang laporan keuangannya didapat dari www.idx.co.id. Pemilihan sampel dilakukan secara *purposive sampling method* dengan kriteria: (a) Perusahaan manufaktur yang terdaftar secara berturut-turut periode 2015-2017, (b) Perusahaan manufaktur yang menggunakan mata uang Rupiah dalam laporan keuangannya pada periode 2015-2017, dan (c) Perusahaan manufaktur yang melaporkan laba

pada periode 2015-2017. Jumlah data yang memenuhi syarat sebanyak enam puluh enam perusahaan.

Variabel operasional dalam penelitian ini terdiri atas nilai perusahaan sebagai variabel dependen. *Capital structure* sebagai variabel mediasi. *Firm size*, *asset growth* dan *profitability* sebagai variabel independen.

Nilai Perusahaan. Nilai perusahaan pada penelitian ini diukur menggunakan rasio *price to book value* (PBV) dengan membandingkan antara harga saham suatu perusahaan dengan nilai buku dari saham tersebut, dengan rumus:

$$\text{Price to Book Value (PBV)} = \frac{\text{Market price of stock}}{\text{Book value of stock}} \times 100\%$$

Sumber: (Setiadharna dan Machali, 2017)

Capital Structure. *Capital structure* pada penelitian ini diukur menggunakan rasio *debt to equity* (DER) dengan menghitung proporsi dari modal yang terdapat di suatu perusahaan dengan sumber pendanaannya yang berasal dari pinjaman, dengan rumus:

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Amount of debt}}{\text{Amount of equity}} \times 100\%$$

Sumber: (Setiadharna dan Machali, 2017)

Firm Size. *Firm size* pada penelitian ini diukur menggunakan *log asset* atau *ln asset*, dengan rumus:

$$\text{Firm Size} = \text{Ln total asset}$$

Sumber: (Setiadharna dan Machali, 2017)

Asset Growth. *Asset growth* pada penelitian ini diukur menggunakan persentase perubahan *asset* pada tahun tertentu dan tahun sebelumnya dibagi dengan total *asset* pada tahun sebelumnya, dengan rumus:

$$\text{Asset Growth} = \frac{\text{Annual total asset (t)} - \text{Annual total asset (t-1)}}{\text{Annual total asset (t-1)}}$$

Sumber: (Purwohandoko, 2017)

Profitability. *Profitability* pada penelitian ini diukur menggunakan rasio *return on equity* (ROE) yang merupakan suatu kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari pengelolaan modal perusahaan., dengan rumus:

$$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{Net income after tax}}{\text{Total equity}} \times 100\%$$

Sumber: (Purwohandoko, 2017)

Dalam penelitian ini dilakukan uji statistik deskriptif setelah itu melakukan Uji *Common Effect Model*, Uji *Fixed Effect Model*, dan Uji *Random Effect Model*. Pengujian selanjutnya dilakukan untuk menentukan model estimasi regresi data panel yang digunakan dalam penelitian. Uji yang dilakukan adalah Uji *Chow*, Uji *Hausman*, dan Uji *Lagrange*

Multiplier (LM). Uji asumsi klasik yang digunakan adalah Uji Heteroskedastisitas dan Uji Multikolinearitas. Uji hipotesis menggunakan, Uji F, Uji Koefisien Determinasi, Uji t dan Uji Sobel.

HASIL UJI STATISTIK

Uji statistik deskriptif yang menggambarkan tentang ringkasan data penelitian seperti *mean*, standar deviasi, minimum, dan maksimum. Hasil uji statistik deskriptif untuk periode 2015–2017 menunjukkan bahwa *firm size* memiliki nilai minimum sebesar 11.803974, nilai maksimum sebesar 19.504673, *mean* sebesar 14.715811 dan standar deviasi sebesar 1.684207. *Asset growth* memiliki nilai minimum sebesar -0.148089, nilai maksimum sebesar 1.030522, *mean* sebesar 0.120333 dan standar deviasi sebesar 0.210376. *Profitability* memiliki nilai minimum sebesar 0.000544, nilai maksimum sebesar 1.358487, *mean* sebesar 0.149356 dan standar deviasi sebesar 0.216134. *Capital structure* memiliki nilai minimum sebesar 0.076125, nilai maksimum sebesar 4.546883, *mean* sebesar 0.826876, dan standar deviasi sebesar 1.486150. Nilai perusahaan memiliki nilai minimum sebesar 0.000000, nilai maksimum sebesar 82.440000, *mean* sebesar 3.609192, dan standar deviasi sebesar 5.142343.

Uji Model Regresi Data Panel. Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, pemilihan model terbaik yang akan digunakan dalam penelitian harus dilakukan terlebih dahulu. Uji *Common Effect Model*. Dari pengujian didapatkan nilai *adjusted R-squared* sebesar 0.304948 atau 30,49%. Uji *Fixed Effect Model*. Berdasarkan pengujian diperoleh hasil *adjusted R-squared* sebesar 0.801396 atau 80,14%. Uji *Random Effect Model*. Berdasarkan pengujian diperoleh hasil *adjusted R-squared* sebesar 0.152811 atau 15,28%.

Uji *Chow*. Uji *Chow* dilakukan untuk menentukan model estimasi terbaik antara *common effect model* dan *fixed effect model*. Berdasarkan hasil uji nilai probabilitas diperoleh sebesar 0,0000, sehingga *fixed effect model* dipilih sebagai model regresi data panel. Uji *Hausman*. Uji *Hausman* merupakan pengujian yang dilakukan untuk menentukan model data panel terbaik antara *random effect model* dan *fixed effect model*. Berdasarkan hasil uji nilai probabilitas diperoleh sebesar 0,0000, sehingga *fixed effect model* dipilih sebagai model regresi data panel. Uji *Lagrange Multiplier* (LM). Uji *Lagrange Multiplier* (LM) merupakan pengujian untuk menentukan model data panel terbaik antara *common effect model* dan *random effect model*. Berdasarkan hasil uji nilai probabilitas diperoleh sebesar 0,0000 sehingga model yang lebih tepat digunakan dalam penelitian ini adalah *random effect model*.

Berdasarkan uji yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan model yang paling sesuai dengan penelitian ini adalah model *fixed effect*. Menurut (Basuki, 2016), dikarenakan model yang terpilih adalah model *fixed effect* maka diperlukan pengujian asumsi klasik yaitu uji heteroskedastisitas dan multikolinearitas. Uji heteroskedastisitas dilakukan karena data *cross section* lebih sering mengalami gejala heteroskedastisitas. Hasil dari pengujian heteroskedastisitas menunjukkan nilai residual absolut sebagai variabel dependen memiliki nilai yang lebih besar dari 0.05, dalam hal ini maka dapat disimpulkan model di dalam regresi data panel yang terbentuk tidak terjadi permasalahan heteroskedastisitas. Pengujian selanjutnya adalah uji multikolinearitas. Uji multikolinearitas dilakukan karena dalam regresi data panel menggunakan lebih dari satu variabel (Basuki, 2016). Hasil dari pengujian multikolinearitas menunjukkan korelasi yang terbentuk memiliki nilai yang lebih kecil dari 0.85, dalam hal ini maka dapat disimpulkan bahwa model regresi data panel yang terbentuk tidak terjadi permasalahan multikolinearitas.

Analisis Regresi Jalur Satu. Pengujian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh langsung yang terjadi antara *firm size*, *asset growth*, *profitability* terhadap *capital structure*.

Tabel 1. Uji Regresi Jalur Satu

Dependent Variable: DER
 Method: Panel Least Squares
 Date: 11/29/18 Time: 10:22
 Sample: 2015 2017
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 66
 Total panel (balanced) observations: 198

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.646634	1.915772	-2.425463	0.0167
SIZE	0.412096	0.130325	3.162053	0.0020
GROWTH	-0.639205	0.524719	-1.218186	0.2254
ROE	-0.834513	0.628158	-1.328508	0.1864

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.657488	Mean dependent var	1.230917
Adjusted R-squared	0.476939	S.D. dependent var	1.486150
S.E. of regression	1.074827	Akaike info criterion	3.250712
Sum squared resid	149.0278	Schwarz criterion	4.396624
Log likelihood	-252.8205	Hannan-Quinn criter.	3.714539
F-statistic	3.641605	Durbin-Watson stat	2.657275
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Pengolahan data menggunakan *EViews 9.0*

Berdasarkan Tabel 1, maka dirumuskan persamaan model regresi data panel sebagai berikut:

$$\text{Capital Structure (DER)} = -4.646634 + 0.412096 (\text{SIZE}) - 0.639205 (\text{GROWTH}) - 0.834513 (\text{ROE}) + \varepsilon$$

Uji F. Berdasarkan pada Tabel 1 hasil dari pengujian uji F sebesar 0.000000, maka dapat disimpulkan bahwa analisis regresi jalur satu dari penelitian ini memenuhi model kelayakan regresi data panel dan secara bersama-sama mempengaruhi *capital structure*.

Uji Koefisien Determinasi. Berdasarkan Tabel 1 hasil dari pengujian koefisien determinasi menunjukkan nilai sebesar 0.476939 atau 47,69%, yang berarti kontribusi dari variabel *firm size*, *asset growth*, dan *profitability* dalam memprediksi variabel *capital structure* adalah sebesar 47,69% sedangkan sisanya sebesar 52,31% terdapat faktor lain dalam mempengaruhi *capital structure* di luar dari variabel penelitian.

Uji t. Berdasarkan Tabel 1, dapat disimpulkan sebagai berikut:

Hipotesis Pertama. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa, *firm size* berpengaruh positif terhadap *capital structure* sebagai variabel mediasi dengan nilai probabilitasnya sebesar 0.0020. Hal ini terjadi karena, perusahaan yang memiliki skala ukuran yang besar akan memiliki peluang yang besar untuk mendapatkan sumber pendanaan dari luar. Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh (Pratiwi *et al.*, 2016) yang berpendapat bahwa terdapat pengaruh positif *firm size* terhadap *capital structure*, sedangkan dalam penelitian (Setiadharna dan Machali, 2017) berpendapat bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap *capital structure*.

Hipotesis Kedua. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa, *asset growth* tidak memiliki pengaruh terhadap *capital structure* sebagai variabel mediasi dengan nilai probabilitasnya sebesar 0.2254. Penyebab tidak berpengaruhnya adalah *capital structure* merupakan bagian dari strategi yang sudah diatur oleh perusahaan sehingga perubahan *asset*

growth tidak akan berdampak pada keputusan perusahaan dalam melakukan pinjaman dana maupun modal. Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan (Setiadharna dan Machali, 2017) yang berpendapat bahwa *asset growth* tidak berpengaruh terhadap *capital structure*, sedangkan dalam penelitian (Adiyana dan Ardiana, 2014) berpendapat bahwa terdapat pengaruh positif *asset growth* terhadap *capital structure*.

Hipotesis Ketiga. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa, *profitability* tidak memiliki pengaruh terhadap *capital structure* sebagai variabel mediasi dengan nilai probabilitasnya sebesar 0.1864. Penyebab tidak berpengaruhnya adalah perusahaan yang sudah memiliki profit namun belum mencapai target yang diharapkan, akan terus meningkatkan kapasitas produksi dan pemenuhan permintaan pasar dengan cara meningkatkan modal kerjadan salah satunya dengan melakukan hutang, sedangkan perusahaan yang profitnya menurun, cenderung melakukan pinjaman untuk meningkatkan penjualanperusahaan dengan harapan kinerja keuangan perusahaan akan membaik di periode selanjutnya.Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh (Pertiwi dan Darmayanti, 2018), yang berpendapat bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sedangkan dalam penelitian (Adiyana dan Ardiana, 2014) berpendapat bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Analisis Regresi Jalur Dua. Pengujian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh tidak langsung atau pengaruh *capital structure* dalam memediasi hubungan antara *firm size*, *asset growth*, dan *profitability* terhadap nilai perusahaan dengan melakukan uji sobel untuk mengetahui nilai dari *Z score* serta pengaruh langsung antara *capital structure* dengan nilai perusahaan.

Tabel 2. Uji Regresi Jalur Dua

Dependent Variable: PBV
 Method: Panel Least Squares
 Date: 11/29/18 Time: 10:23
 Sample: 2015 2017
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 66
 Total panel (balanced) observations: 198

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.456877	4.176796	-2.024729	0.0450
SIZE	0.709217	0.288440	2.458804	0.0153
GROWTH	0.174092	1.125192	0.154722	0.8773
ROE	2.044935	1.348452	1.516505	0.1319
DER	0.569442	0.187725	3.033391	0.0029

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.870958	Mean dependent var	3.079742
Adjusted R-squared	0.801396	S.D. dependent var	5.142343
S.E. of regression	2.291684	Akaike info criterion	4.767285
Sum squared resid	672.2323	Schwarz criterion	5.929803
Log likelihood	-401.9612	Hannan-Quinn criter.	5.237834
F-statistic	12.52066	Durbin-Watson stat	3.153750
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Pengolahan data menggunakan *EViews 9.0*

Berdasarkan Tabel 2, maka dirumuskan persamaan model regresi data panel sebagai berikut:

$$\text{Nilai Perusahaan (PBV)} = -8.456877 + 0.709217 (\text{SIZE}) + 0.174092 (\text{GROWTH}) + 2.044935 (\text{ROE}) + 0.569442 (\text{DER}) + \varepsilon$$

Uji F. Berdasarkan pada Tabel 2 hasil dari pengujian uji F sebesar 0.000000, maka dapat disimpulkan bahwa analisis regresi jalur dua dari penelitian ini memenuhi model kelayakan regresi data panel dan secara bersama-sama mempengaruhi nilai perusahaan.

Uji Koefisien Determinasi. Berdasarkan Tabel 2 hasil dari pengujian koefisien determinasi menunjukkan nilai sebesar 0.801396 atau senilai 80,14%, yang berarti kontribusi dari variabel *firm size*, *asset growth*, *profitability*, dan *capital structure* dalam memprediksi variabel nilai perusahaan adalah sebesar 80,14% sedangkan sisanya sebesar 19,86% terdapat faktor lain dalam mempengaruhi nilai perusahaan di luar dari variabel penelitian.

Uji Sobel. Uji sobel dilakukan untuk menguji tingkat signifikansi pengaruh tidak langsung dari variabel independen terhadap variabel dependen dalam H₄, H₅, dan H₆ maka diperlukan menghitung *Z score* dari koefisien ab dengan rumus sebagai berikut:

$$Sab = \sqrt{a^2 SE_b^2 + b^2 SE_a^2} \text{ dan } Z = \frac{ab}{Sab}$$

Sumber: (Ghozali, 2016)

Keterangan:

a: Koefisien regresi variabel independen terhadap variabel mediasi

b: Koefisien regresi variabel mediasi terhadap variabel dependen

SE_a: *Standard error of estimation* dari pengaruh variabel independen terhadap variabel mediasi.

SE_b: *Standard error of estimation* dari pengaruh variabel mediasi terhadap variabel dependen.

Z: Pengaruh tidak langsung variabel independen dan dependen

Hipotesis Keempat. Hasil dari nilai *Z score* sebesar 2.18901662 dengan tingkat nilai uji Z yang lebih besar dari 1.96, maka dapat disimpulkan *capital structure* dapat memediasi pengaruh *firm size* terhadap nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena, perusahaan dengan skala ukuran yang besar cenderung akan lebih mudah mendapatkan akses pendanaan dari berbagai sumber, sehingga untuk mendapatkan pinjaman dari kreditur pun lebih mudah. Pengaruh tidak langsung yang signifikan menunjukkan bahwa pinjaman dari perusahaan tersebut berhasil dimaksimalkan dengan baik untuk meningkatkan kegiatan operasional perusahaan yang berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh (Andawasatya *et al.*, 2017) yang berpendapat bahwa struktur modal dapat memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, sedangkan dalam penelitian (Setiadharna dan Machali, 2017) berpendapat bahwa struktur modal tidak dapat memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis Kelima. Hasil dari nilai *Z score* sebesar -1.13043152 dengan tingkat nilai uji Z yang lebih kecil dari 1.96, maka dapat disimpulkan *capital structure* tidak dapat memediasi pengaruh *asset growth* terhadap nilai perusahaan. Penyebab tidak berpengaruhnya adalah perusahaan dengan *asset growth* yang tinggi dapat mengalami penurunan nilai perusahaan apabila tingkat hutangnya rendah dan kinerjanya stagnan. Selain itu, perusahaan dengan *asset growth* yang rendah, dapat mengalami peningkatan nilai perusahaan apabila perusahaan meningkatkan pinjaman dengan tujuan meningkatkan kegiatan operasional dan penjualan. Hal ini didukung penelitian yang dilakukan oleh (Novianto, 2016) berpendapat bahwa struktur modal tidak dapat memediasi pengaruh pertumbuhan aset terhadap nilai perusahaan, sedangkan dalam penelitian (Ngatemin, 2017) berpendapat bahwa struktur modal dapat memediasi pengaruh pertumbuhan aset terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis Keenam. Hasil dari nilai *Z score* sebesar -1.21691558 dengan tingkat nilai uji Z yang lebih kecil dari 1.96, maka dapat disimpulkan *capital structure* tidak dapat

memediasi pengaruh *profitability* terhadap nilai perusahaan. Penyebab tidak berpengaruhnya adalah perusahaan dengan profit yang tinggi belum tentu meningkatkan tingkat hutang perusahaan. Perusahaan dengan profit yang tinggi pun, tidak memiliki nilai perusahaan yang tinggi pula apabila perusahaan tersebut tidak meningkatkan hutang untuk operasional perusahaan, sedangkan perusahaan dengan profit rendah apabila melakukan pinjaman untuk meningkatkan penjualan, cenderung dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh (Novianto, 2016) yang berpendapat bahwa struktur modal tidak dapat memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan, sedangkan dalam penelitian (Kusna dan Setijani, 2018) yang berpendapat bahwa struktur modal dapat memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Uji t. Berdasarkan Tabel 2, maka dapat disimpulkan:

Hipotesis Ketujuh. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa, *capital structure* sebagai variabel mediasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai probabilitasnya sebesar 0.0029. Hal ini terjadi karena, ketika perusahaan memiliki struktur modal tinggi disuatu perusahaan dan penggunaan utang dalam jumlah yang besar, maka akan mempengaruhi harga saham dari suatu perusahaan dan akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh (Pratiwi *et al.*, 2016) yang berpendapat bahwa *capital structure* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pandangan dalam penelitian (Paminto *et al.*, 2016) yang berpendapat bahwa *capital structure* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

DISKUSI

Hasil pengujian hipotesis secara statistik menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Pertumbuhan aset dan profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Struktur modal dapat memediasi ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan. Struktur modal tidak dapat memediasi pertumbuhan aset dan profitabilitas dengan nilai perusahaan. Struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

PENUTUP

(1) Berdasarkan hasil pengujian data dalam penelitian, nilai perusahaan perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2017 tidak dipengaruhi oleh *asset growth* dan *profitability* melalui *capital structure*. Nilai perusahaan dipengaruhi oleh *capital structure* perusahaan dan *firm size* melalui *capital structure*. (2) Keterbatasan dalam penelitian ini adalah: (1) Penelitian ini terbatas hanya pada tiga variabel independen yang terdiri dari *firm size*, *asset growth* dan *profitability*. (2) Penelitian ini difokuskan hanya pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. (3) Periode penelitian yang digunakan hanya tiga tahun, dari tahun 2015 sampai dengan 2017. (3) Saran yang dapat diberikan yaitu: (1) Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah variabel-variabel lain yang mampu mempengaruhi *capital structure* sebagai variabel mediasi dan nilai perusahaan. (2) Penelitian berikutnya disarankan dapat dilakukan pada sektor yang berbeda atau dalam subsektor. (3) Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperpanjang periode penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Adiyana, I. B. G. N. S., dan Ardiana, P. A. (2014). Pengaruh ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aset, profitabilitas dan likuiditas pada struktur modal. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 9(3), 788-802.
- Andawasatya. R., Indrawati, N. K., and Aisjah, S. (2017). The effect of growth opportunity, profitability, firm size to firm value through capital structure (study at manufacturing companies listed on the Indonesian stock exchange. *Imperial Journal of Interdisciplinary Research (IJIR)*, 3(2), 1887-1894.
- Arfan, M., dan Rofizar, H. (2016). Nilai perusahaan dalam kaitannya dengan arus kas bebas dan pertumbuhan perusahaan: studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia. *Jurnal Telaah & Riset Akuntansi*, 6, 14-30.
- Basuki, A. T., dan Yuliadi, I. (2016). *Ekonometrika Teori & Aplikasi*. Yogyakarta: Mitra Pustaka Nurani (MATAN).
- Dewi, A. S. M., dan Wirajaya, A. (2016). Pengaruh struktur modal, profitabilitas dan ukuran perusahaan pada nilai perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 4(2), 17-35.
- Ervina. (2014). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan farmasi dan kimia yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode 2007-2011. *Jurnal Akuntansi Universitas Maritim Raja Ali Haji*, 4(2), 100-125.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Edisi 8. Cetakan Kedua. Semarang: BPF Universitas Diponegoro.
- Hartono, J. (2016). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPF Yogyakarta.
- Hery. (2017). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Kartika, I. K. S., dan Dana, M. (2015). Analisis pengaruh profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, dan tingkat pertumbuhan terhadap struktur modal perusahaan food and beverages yang terdaftar di bursa efek Indonesia. *Jurnal Fakultas Ekonomi dan Bisnis*, 5(1), 275-292.
- Kusna, I., dan Setijani, E. (2018). Analisis pengaruh kinerja keuangan, growth opportunity, dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen & Kewirausahaan*, 6(1), 93-102.
- Ngatemin. (2017). Antecedent capital structure and its effect firm value: case study on tourism industry listed in Indonesia stock exchange. *Advances in Economics, Business and Management Research (AEBMR)*, 46, 235-240.
- Novianto, N. H. (2016). Pengaruh profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel mediating pada perusahaan manufaktur di bursa efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 52(11), 92-114.
- Paminto, A., Setyadi, D., and Sinaga, J. (2016). The effect of capital structure, firm growth and dividend policy on profitability and firm value of the oil palm plantation companies in Indonesia. *European Journal of Business and Management*, 8(33), 123-134.
- Pertiwi, N. K. N. I., dan Darmayanti, N. P. A. (2018). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva, dan kebijakan dividen terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di BEI. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 7(6), 3115-3143.
- Prasiwi, K. W. (2015). Pengaruh penghindaran pajak terhadap nilai perusahaan: transparansi informasi sebagai variabel pemoderasi. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, 5(2), 25-36.
- Pratiwi, N. P. Y., Yudiaatmaja, F., dan Suwendra, I. W. (2016). Pengaruh struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. *E-Jurnal Bisma Universitas Pendidikan Ganesha Jurusan Manajemen*, 4(1), 74-89.

- Purwohandoko. (2017). The influence of firm's size, growth, and profitability on firm value with capital structure as the mediator: a study on the agricultural firms listed in the Indonesian stock exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 9(8), 103-110.
- Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory*. Seventh edition. Pearson Prentice Hall: Toronto.
- Setiadharna, S., and Machali, M. (2017). The effect of asset growth and firm size on firm value with capital structure as intervening variable. *Journal of Business & Financial Affairs*, 6(4), 1-5.
- www.idx.co.id