

Struktur Modal, Profitabilitas dan Nilai Perusahaan

Jesselyn Hartono¹, Elfina Astrella Sambuaga^{2*}

^{1,2}Universitas Pelita Harapan

¹jh4260@student.uph.edu; ²elfina_sambuaga@yahoo.co.id

^{*}Penulis korespondensi

Abstract

This study was conducted to analyze the relationship between capital structure, profitability and firm value. Firm Value as measured by PBV (Price to Book Value). The capital structure is proxied using a debt to asset ratio and profitability using ROA (Return on Assets). The data used are secondary data in the form of financial reports of the Consumer Goods Industry from the top five countries with the highest GDP in Southeast Asia: Indonesia, Singapore, Thailand, Malaysia and the Philippines for the period 2014 to 2018. The data processing technique is carried out using multiple regression analysis. The results of this study differ between countries, one of which is influenced by the policies in force in each country.

Keywords: capital structure, profitability, firm's value

Abstrak

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis hubungan antara struktur modal, profitabilitas dan nilai perusahaan. Nilai Perusahaan yang diukur dengan PBV (*Price to Book Value*). Struktur modal diproksikan menggunakan *debt to asset ratio* dan profitabilitas menggunakan ROA (*return on asset*). Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan Industri Barang Konsumsi dari lima besar negara penghasil PDB tertinggi di Asia Tenggara yaitu: Indonesia, Singapura, Thailand, Malaysia dan Filipina periode 2014 hingga 2018. Teknik pengolahan datanya adalah dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda. Hasil penelitian ini berbeda antar negara, salah satunya dipengaruhi oleh kebijakan yang berlaku di masing-masing negara.

Kata Kunci: struktur modal, profitabilitas, nilai perusahaan

PENDAHULUAN

Pertumbuhan ekonomi global telah naik menjadi 3,3 persen pada 2018 dan tercatat sebagai pertumbuhan ekonomi tertinggi sejak 2011. Hal tersebut didukung oleh membaiknya perdagangan global, kebijakan fiskal AS yang longgar, dan peningkatan investasi di dunia usaha. Negara berkembang diperkirakan tumbuh menjadi 4,9 persen pada 2018 hal ini disebabkan inflasi yang lebih rendah dan suku bunga yang lebih rendah. Laporan Triwulanan Perekonomian Indonesia bulan Juni 2019 dari Bank Dunia menyatakan bahwa kebijakan makroekonomi telah membantu Indonesia mempertahankan pertumbuhan ekonomi yang stabil di tengah gejolak global dan berbagai bencana alam yang tidak terduga, menjadikan Indonesia sebagai salah satu negara berkembang yang paling diminati untuk berinvestasi.

Pertumbuhan ekonomi Indonesia yang stabil memang menjadi peluang besar untuk ekspansi bisnis. Namun di satu sisi, mencari investor dan berinvestasi di Indonesia tidak semudah yang dibayangkan. Salah satu indikator yang perlu dipertimbangkan apakah akan berinvestasi di suatu perusahaan atau tidak adalah dengan melihat nilai perusahaannya. Nilai perusahaan diartikan sebagai harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli pada saat saham dijual di pasar modal. Dalam jangka panjang, perusahaan berupaya untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan mengelola biaya modal secara tepat dan optimal, serta meningkatkan profitabilitas dan nilai saham (Hirdinis, 2019).

Dari sekian banyak faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, struktur modal merupakan salah satu elemen terpenting mengingat kebijakan pengambilan keputusan atas komposisi utang dan modal akan sangat mempengaruhi tingkat pengembalian yang diterima perusahaan. *Debt-to-asset ratio* (DAR) biasanya digunakan untuk mengukur struktur modal dengan membandingkan tingkat leverage terhadap total aset perusahaan. Menurut Modigliani dan Miller leverage dapat membantu perusahaan meningkatkan nilainya (Kontesa, 2015). Pemerintah Indonesia juga memainkan peran besar dalam perekonomian Indonesia melalui kebijakan dan peraturannya. Salah satu kebijakan yang dilakukan pemerintah untuk membantu mendorong perekonomian dan membuka pintu bagi investor asing untuk berinvestasi adalah kebijakan yang berkaitan dengan pajak dan bunga, yaitu mendapatkan modal dari pihak ketiga dalam bentuk utang.

Menurut *theory of the firm* dijelaskan bahwa tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan. Salah satu faktor pendukung utama yang mempengaruhi investor untuk berinvestasi pada suatu perusahaan adalah nilai perusahaannya, sehingga semakin tinggi nilai perusahaan dan semakin tinggi laba yang dihasilkannya maka semakin tinggi pula tingkat kepercayaan investor terhadap keyakinan yang dimiliki perusahaan tersebut. potensi besar di masa depan (Purwohandoko, 2017). Karenanya, perusahaan yang tidak menguntungkan tidak bisa bertahan lama. Sementara itu, perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi, yang sangat menguntungkan, memiliki kemampuan untuk memberikan kembali kepada pemegang sahamnya pengembalian investasi yang besar. Dengan demikian, nilai perusahaan merupakan salah satu tujuan terpenting dari manajemen keuangan dan indikator yang bagus untuk mengukur nilai perusahaan.

Berdasarkan fenomena tersebut dan mengacu pada penelitian sebelumnya, penelitian ini ingin menguji hubungan antara struktur modal dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan variabel intervening untuk menganalisis lebih lanjut variabel langsung dan tidak langsung yang diberikan masing-masing variabel intervening. Ada dua kerangka umum yang digunakan dalam penelitian ini yaitu: pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel intervening dan pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening. Kerangka kerja ini digunakan untuk mengidentifikasi variabel intervening mana yang lebih berpengaruh terhadap variabel dependen yaitu nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini *debt to asset ratio* digunakan untuk merepresentasikan struktur modal. Menurut *trade-off theory*, utang digunakan untuk menambah modal dalam mengembangkan bisnis, sehingga menghasilkan lebih banyak keuntungan di masa depan. Tapi, bunga utang akan membebani pendapatan perusahaan. Semakin besar utangnya, semakin rendah laba bersih karena bunga yang harus dibayar perusahaan. Utang dimaksudkan untuk menambah modal suatu perusahaan, tetapi utang tersebut mengandung bunga yang harus dibayar sehingga mengakibatkan penurunan laba perusahaan. Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, dapat diperoleh hipotesis yaitu:

H1: Struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas.

Profitabilitas digambarkan sebagai kemampuan bisnis untuk menghasilkan pengembalian dengan menggunakan modalnya. Perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan yang tinggi, pasti akan mengurangi penyaluran kreditnya karena utang dikenakan bunga yang harus dibayar. Menurut *pecking-order theory*, pembiayaan dana prioritas pertama adalah dengan menggunakan laba ditahan perusahaan karena memiliki risiko yang paling kecil dibandingkan dengan sumber pembiayaan lainnya. Semakin besar laba ditahan perusahaan, semakin sedikit utang yang akan digunakan untuk membiayai modalnya. *Trade-off theory* juga memberikan penjelasan tentang manfaat penggunaan utang dan bahaya penggunaan utang yang berlebihan. Perusahaan dengan laba yang tinggi akan mengurangi pinjamannya karena bunga pinjaman membebani pendapatan perusahaan. Apalagi menurut *pecking-order theory*, perusahaan akan memilih untuk membiayai perusahaannya terlebih dahulu dengan menggunakan pendanaan internal yang mana akan menurunkan pendanaan eksternal seperti utang dan pinjaman. Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, diperoleh hipotesis yaitu:

H2: Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal

Berdasarkan *trade-off theory*, diharapkan ketika perusahaan menggunakan utang dengan komposisi lebih besar dari ekuitas maka perusahaan dapat mengurangi biaya modal secara keseluruhan melalui penghematan pajak akibat penggunaan utang. Ketika manfaat menggunakan utang tinggi maka komposisi utang menjadi lebih besar. Namun bila pengorbanan menggunakan utang lebih besar dari pada tabungan, maka utang tersebut tidak lagi ditambah, karena dianggap telah melebihi batas optimal. Struktur

modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham disebut dengan struktur modal optimal (Hirdinis, 2019). Komposisi utang terhadap modal perusahaan merupakan kebijakan keuangan manajemen dalam upaya memperoleh dan mengelola dana secara optimal. Kebijakan ini sangat menentukan nilai perusahaan mengingat tingkat biaya modal dan pengembalian. Berdasarkan penjelasan teori tersebut, diperoleh hipotesis yaitu:

H3: Struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

Pengembalian investasi kepada pemegang saham bergantung pada keuntungan yang dihasilkan perusahaan dan jika kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan meningkat maka harga saham juga akan meningkat (Husnan dalam Kontesa, 2015). Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa *firm's value* diartikan sebagai harga perusahaan di pasar yang bersedia dibayar oleh investor, dalam jangka panjang perusahaan berupaya memaksimalkan nilainya dengan cara meningkatkan kekayaannya. Berdasarkan penjelasan teori tersebut, maka dapat diperoleh hipotesis yaitu:

H4: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hardinis (2019) percaya bahwa dua aspek terpenting dalam perusahaan yang paling mempengaruhi nilainya adalah struktur modal dan profitabilitasnya. Teori struktur modal menyatakan bahwa kebijakan pembiayaan bertujuan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan dengan mengelola pembiayaan utangnya. Meskipun demikian, menurut *trade-off theory*, utang memiliki kelebihan dan kekurangan. Salah satu keuntungan terbesar yang dapat diperoleh perusahaan dari penggunaan utang adalah keuntungan pajaknya. Manfaat pajak mengurangi pembayaran pajak perusahaan karena ada biaya tambahan atas pembayaran bunga utang. Di sisi lain, jika utang melebihi struktur modal yang optimal utang akan membebani pendapatan perusahaan.

Profitabilitas dikatakan meningkatkan nilai perusahaan karena menarik investor. Semakin banyak keuntungan yang diperoleh perusahaan, semakin tinggi minat berinvestasi di perusahaan tersebut dan semakin tinggi permintaan sehingga meningkatkan nilai perusahaan di pasar. Dengan dua variabel ini dalam pikiran, *trade-off theory* percaya bahwa kedua variabel memperdagangkan pengaruhnya sehingga menjelaskan korelasi antara variabel dan efek interveningnya. Berdasarkan teori dan argumen yang dijelaskan sebelumnya, maka dapat disimpulkan hipotesis sebagai berikut:

H5: Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap intervening hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

H6: Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap intervening hubungan antara profitabilitas dengan nilai perusahaan

METODE

Penelitian ini menguji kembali model yang digunakan Kontesa (2015) dengan menggunakan regresi linear berganda untuk menguji hipotesis. Model penelitian disajikan pada table berikut:

Tabel 1 Model Penelitian

<p><i>Basic Research Model:</i></p> $M = \alpha + p2.X + e1$ $Y = \alpha + p1.X + p3.M + e2$	
<p><i>Research Model 1:</i></p> $ROA = \alpha + p2.DAR + e1$ $PBV = \alpha + p1.DAR + p3.ROA + e2$	<p><i>Research Model 2:</i></p> $DAR = \alpha + p2.ROA + e1$ $PBV = \alpha + p1.ROA + p3.DAR + e2$

Keterangan:

Nilai perusahaan : *Price to Book Value*

Struktur Modal (X1, M2) : *Debt to Asset Ratio*

Profitabilitas (X2, M1) : *Return on Assets*

Path Analysis (p1, p2, p3) : *p1 is direct relationship between independent and dependent variable (the coefficient between independent to dependent variable)*

p2 is indirect relationship between independent and dependent variable because there is intervening variable (the coefficient between independent to intervening variable)

p3 is intervening variable effect (the coefficient between intervening to dependent variable)

Populasi penelitian ini adalah perusahaan industri *Consumer Good* yang terdaftar di Bursa Efek di masing-masing negara yaitu Indonesia, Singapura, Thailand, Malaysia dan Filipina dari tahun 2014 sampai 2018 (5 tahun). Total sampel 208 perusahaan dari industri *Consumer Good* diperoleh dengan jumlah observasi selama lima tahun sehingga didapatkan 1.040 sampel yang terkumpul. Rangkuman sampel dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2 Data Sampel

Negara	Perusahaan	Observasi
Indonesia	40	200
Singapore	33	165
Thailand	28	140
Malaysia	73	365
Philippines	34	208

Sumber: Diolah oleh peneliti, 2019

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan tabel 3, terlihat bahwa jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 200 observasi dari Indonesia, 165 observasi dari Singapura, 140 observasi dari Thailand, 365 observasi dari Malaysia, 170 observasi dari Filipina dan seluruhnya berjumlah 1.040 observasi. Struktur modal dalam penelitian ini diukur dengan DAR (*Debt to Asset Ratio*). Rasio adalah proporsi antara utang yang dimiliki oleh perusahaan dibandingkan dengan Aset yang dimilikinya. Dalam penelitian ini DAR digunakan untuk mengukur struktur modal perusahaan karena struktur aset merupakan salah satu faktor utama yang mempengaruhi stabilitas struktur modal (Kontesa, 2015.)

Menurut Missy (2016) jika DAR digunakan untuk mengukur struktur modal suatu perusahaan, nilai DAR yang melebihi satu berarti utang dalam perusahaan lebih besar dari ekuitas perusahaan. Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif yang ditunjukkan pada tabel 2 menunjukkan bahwa Indonesia memiliki rata-rata DAR terbesar dibandingkan dengan negara-negara lain di ASEAN dengan rata-rata 43,79% dan nilai rata-rata DAR terkecil dimiliki oleh Thailand dengan hanya 18%.

Profitabilitas mengukur seberapa baik suatu badan usaha menggunakan sumber dayanya, seperti penjualan, kas, modal dan sebagainya, untuk menghasilkan pengembalian (Rahmawati, 2015). (ROA) adalah hubungan laba setelah pajak tahunan dengan total aset yang digunakan untuk *Return on Assets* mengukur produktivitas aset perusahaan dan seberapa baik manajemen dapat menggunakan aset tersebut untuk menghasilkan pengembalian. Semakin produktif aset perusahaan dalam menghasilkan laba, maka harga saham perusahaan semakin tinggi. Dari hasil analisis statistik deskriptif yang ditunjukkan pada tabel 3 menunjukkan bahwa Indonesia memiliki *Return on Asset* tertinggi dibandingkan empat negara lain di ASEAN. Peringkat ini diikuti oleh Filipina dengan *Return on Asset* 4,04 dan terendah di antara lima negara adalah Malaysia dengan rata-rata ROA 1,09.

Tabel 3 Statistik Deskriptif

Country	Variable	N	Min	Max	Mean	Standard Deviation
Indonesia	DAR	200	0.07	1.25	0.4379	0.20
	ROA	200	-26.04	52.67	8.9483	12.59
	PBV	200	-1.17	82.44	5.3428	11.26
Singapore	DAR	165	0.023	0.67	0,38	0,167
	ROA	165	-9.6	8.33	1.44	2.94
	PBV	165	16.29	124.26	64.63	22.14
Thailand	DAR	140	0,021	0.37	0.18	0.084
	ROA	140	-5.88	11.62	3.56	3.56
	PBV	140	33.9	222.5	112.941	45
Malaysia	DAR	365	0,20	0,61	0,35	0,136
	ROA	365	-17.8	18.97	1.09	3.52
	PBV	365	29.99	90.07	55.51	19.69
Philippine	DAR	170	0.0054	0.84	0.392	0.173
	ROA	170	-8.147	16.72	4.04	4.37
	PBV	170	19.26	686.33	190.18	142.75

Sumber: Data diolah, 2019

Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini disajikan pada tabel-tabel berikut:

Tabel 4 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis 1

$$ROA = \alpha + \beta_2 \cdot DAR + e_1$$

Capital Structure (DAR)	Coefficient	Std. Error	t-Value	Sig	R-Square
Indonesia	-20,806	4,076	-5,105	0,00	0,116
Singapore	-0,499	1,382	-0,361	0,718	0,01
Thailand	4,044	3,602	1,123	0,264	0,09
Malaysia	-1,020	1,355	-0,753	0,452	0,002
Philippines	-3,068	1,934	-1,586	0,115	0,015

Sumber: Data diolah, 2019

Pengaruh yang diberikan struktur modal terhadap profitabilitas dari sampel data Indonesia memiliki arah negatif, yang dapat dilihat pada bagian koefisien beta tidak

terstandarisasi yaitu -20,806. Dengan demikian, hipotesis pertama (H1) untuk sampel data Indonesia diterima, dan dapat disimpulkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas pada industri barang konsumen di Indonesia. Hasil ini sejalan dengan penelitian sebelumnya dari Kontesa (2015), Pontoh dan Ilat (2014), Ahmad dan Moshin (2016), Hansan (2014), dan Shahzadi (2017). Hasil penelitian ini juga didukung oleh *trade-off theory* dari Myers (2001) yang menjelaskan bahwa semakin tinggi tingkat penggunaan utang akan meningkatkan biaya kebangkrutan suatu perusahaan dan pada saat yang sama juga menurunkan kinerja perusahaannya.

Pada empat negara lainnya, struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas. Namun demikian, untuk struktur modal Singapura, Malaysia dan Filipina kedua variabel tersebut berkorelasi negatif seperti halnya Indonesia dengan nilai koefisien *beta unstandardized* -0,499 untuk Singapura, -1,020 untuk Malaysia, dan -3,068 untuk Filipina. Di sisi lain, hanya Thailand yang memiliki korelasi positif antara struktur modal dan profitabilitasnya. Dengan demikian, kesimpulan untuk sampel data dari Singapura, Thailand, Malaysia dan Filipina, hipotesis pertama (H1) ditolak karena hasil yang diperoleh menunjukkan hasil yang tidak signifikan antara struktur modal dengan profitabilitas.

Tabel 5 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis 2

Profitability (ROA)	Coefficient	Std. Error	t-Value	Sig	R-Square
Indonesia	-0,006	0,001	-5,105	0,00	0,116
Singapore	-0,02	0,004	-0,361	0,718	0,01
Thailand	0,002	0,002	1,123	0,264	0,09
Malaysia	-0,002	0,002	-0,753	0,452	0,002
Philippines	-0,005	0,003	-1,586	0,115	0,015

Sumber: Data diolah, 2019

Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal dari sampel data Indonesia memiliki arah negatif, yang dapat dilihat pada bagian koefisien beta tidak terstandarisasi yaitu -0,006. Dengan demikian, hipotesis kedua (H2) untuk sampel data Indonesia diterima, dan dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada industri barang konsumen di Indonesia. Hasil ini sejalan dengan penelitian sebelumnya dari Kontesa (2015), Das (2018), Songul (2015), dan Purwohandoko (2017). Hasil penelitian ini juga didukung oleh *pecking order theory*. Teori ini menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas yang dihasilkan suatu perusahaan, maka mereka cenderung menggunakan dana internal daripada memiliki utang untuk membiayai investasinya.

Pada empat negara lainnya, uji t menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. namun demikian, untuk struktur modal Singapura,

Malaysia dan Filipina kedua variabel tersebut berkorelasi negatif seperti halnya Indonesia dengan nilai koefisien *beta unstandardized* sebesar -0,02 untuk Singapura, -0,002 untuk Malaysia, dan -0,005 untuk Filipina. Di sisi lain, hanya Thailand yang memiliki korelasi positif antara profitabilitasnya terhadap struktur modal dengan nilai koefisien beta tidak standar sebesar 0,002. Dengan demikian, kesimpulan untuk sampel data dari Singapura, Thailand, Malaysia dan Filipina, hipotesis kedua (H2) ditolak karena hasilnya menunjukkan hasil yang tidak signifikan antara profitabilitas dan struktur modal.

Tabel 6 Pengujian Hipotesis 3 dan 4

Country	Variables	Coefficient	Std. Error	T-Value	Sig	R-Square
Indonesia	DAR	24,957	3,169	7,876	0.00	0,413
	ROA	0,566	0,052	10,897	0.00	
Singapore	DAR	-22,1	9,945	-2,22	0.028	0,092
	ROA	1,869	0,564	3,316	0.01	
Thailand	DAR	165,1	32,64	5,058	0.00	0,499
	ROA	7,676	0,768	9,995	0.00	
Malaysia	DAR	-36,3	7,188	-5,044	0.00	0,104
	ROA	1,077	0,278	3,871	0.00	
Philippines	DAR	242,2	56,7	4,275	0.00	0,221
	ROA	13,162	2,243	5,867	0.00	

Sumber: Data diolah, 2019

Tabel 6 menunjukkan hasil hipotesis ketiga (H3) yang menyatakan struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan diterima oleh Indonesia, Thailand dan Filipina. Hasil ini didukung oleh penelitian sebelumnya yang dilakukan pada topik yang sama oleh Kontesa (2015), Aric (2016), Minh Hai (2017) dan Effendi (2017). Meski demikian, hipotesis ini juga ditolak oleh Singapura dan Malaysia, yang sejalan dengan penelitian sebelumnya dari Thamrin (2018), Minh Tai (2017).

Hasil pada tabel 6 juga menguji Hipotesis keempat (H4) yaitu profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan diterima melalui hasil penelitian ini dari kelima negara tersebut, yang didukung oleh penelitian sebelumnya oleh Kontesa (2015), Yuanita, Missy dan Budiyanto (2016), Hamidy (2015), Thamrin (2018), Sabrin (2016), Nirwana (2017) dan Purnamawati (2016).

Baik struktur modal maupun profitabilitas terbukti memberikan penjelasan terhadap perubahan nilai perusahaan, namun arah pengaruhnya berbeda di antara kelima negara tersebut. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa struktur modal (DAR) memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menjelaskan perubahan nilai perusahaan dibandingkan dengan profitabilitas di 5 negara berbeda di ASEAN.

Tabel 7 Hasil Pengujian Hipotesis 5 (*Sobel Test*)

Proxy	Indonesia	Singapore	Thailand	Malaysia	Philippines
p2	-20,806	-0,499	4,044	-1,02	-3,068
Sp2	4,076	1,382	3,602	1,355	1,934
p3	0,566	1,869	7,676	1,077	13,162
Sp3	0,052	0,564	0,768	0,278	2,243
p1	24,957	-22,1	165,1	-36,3	242,2
p2*p3	-11,78	-0,93	31,04	-1,10	-40,38
Sp2p3	2,557	2,713	27,960	1,534	26,724
T	-4,607	-0,344	1,110	-0,716	-1,511
e1	0,94	0,99	0,995	0,999	0,992
e2	0,766	0,953	0,708	0,947	0,883

Sumber: Data diolah, 2019

Keterangan

p2 : *Unstandardized B from DAR to ROA*

Sp2 : *Coefficients Std. Error from DAR to ROA*

p3 : *Unstandardized B from ROA to PBV*

Sp3 : *Coefficient St. Error from ROA to PBV*

p1 : *Direct relationship DAR to PBV (unstandardized B from DAR to PBV)*

p2*p3 : *Indirect relationship from DAR to PBV with ROA as intervening variable*

Sp2p3 : $\sqrt{p3^2 Sp2^2 + p2^2 Sp3^2 + Sp2^2 Sp3^2}$

t : *Sobel Test:* $\frac{p2 p3}{Sp2 p3}$

e1 : *Error SQRT(1-RSquare) from DAR to ROA*

e2 : *Error SQRT(1-RSquare) from ROA to PBV*

Dari hasil *sobel test*, pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel intervening menunjukkan bahwa hanya sampel data dari Indonesia yang menunjukkan terdapat nilai yang signifikan secara statistik pada profitabilitas sebagai variabel intervening antara struktur modal dan nilai perusahaan dengan nilai -4,606. Dengan demikian H5 yang menyatakan bahwa profitabilitas dapat memperkuat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan diterima. Pengaruh langsung yang dihasilkan oleh sampel data Indonesia adalah 24,957, dan pengaruh tidak langsung dari profitabilitas sebagai variabel interveningnya adalah -11,78. Dengan demikian total pengaruh model ini, struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel intervening adalah 13,181. Sedangkan sisa sampel data

dari empat negara lain menunjukkan bahwa profitabilitas terbukti tidak signifikan secara statis dalam model ini dalam mengintervensi hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis kelima (H5) untuk sampel data dari Singapura, Thailand, Malaysia dan Filipina ditolak.

Tabel 8 Hasil Pengujian Hipotesis 6 (Sobel Test)

Proxy	Indonesia	Singapore	Thailand	Malaysia	Philippines
p2	-0,006	-0,02	0,002	-0,002	-0,005
Sp2	0,001	0,004	0,002	0,002	0,003
p3	24,957	-22,100	165,100	-36,300	242,2
Sp3	3,169	9,945	32,641	7,188	0,567
p1	0,566	1,869	7,676	1,077	13,162
p2*p3	-0,15	0,44	0,33	0,07	-1,21
Sp2p3	0,032	0,221	0,343	0,075	0,798
t	-4,688	1,998	0,963	0,963	-1,517
e1	0,94	0,99	0,995	0,999	0,992
e2	0,766	0,953	0,708	0,947	0,883

Sumber: Data diolah, 2019

Keterangan:

p2 : *Unstandardized B from ROA to DAR*

Sp2 : *Coefficients Std. Error from ROA to DAR*

p3 : *Unstandardized B from DAR to PBV*

Sp3 : *Coefficient St. Error from DAR to PBV*

p1 : *Direct relationship ROA to PBV (unstandardized B from ROA to PBV)*

p2*p3 : *Indirect relationship from ROA to PBV with DAR as intervening variable*

Sp2p3 : $\sqrt{p3^2 Sp2^2 + p2^2 Sp3^2 + Sp2^2 Sp3^2}$

t : Sobel Test: $\frac{p2 p3}{Sp2 p3}$

e1 : *Error SQRT(1-RSquare) from ROA to DAR*

e2 : *Error SQRT(1-RSquare) from DAR to PBV*

Dari hasil uji sobel profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening menunjukkan bahwa hanya data sampel dari Indonesia dan Singapura yang menunjukkan bahwa terdapat nilai yang signifikan secara statistik pada struktur modal sebagai variabel intervening antara profitabilitas dan nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis keenam (H6) yang menyatakan bahwa struktur modal dapat

memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan diterima. Pengaruh langsung yang dihasilkan oleh sampel data Indonesia adalah 24,957, dan pengaruh tidak langsung dari profitabilitas sebagai variabel interveningnya adalah 11,78. Total pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel intervening adalah 36,737. Untuk Singapura, pengaruh langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan adalah 1,869, pengaruh tidak langsungnya 0,442 dan secara keseluruhan pengaruh total model ini melalui data sampel Singapura adalah 2,311. Sedangkan sisa sampel data dari tiga negara lain menunjukkan bahwa struktur modal terbukti tidak signifikan secara statistik dalam model ini dalam mengintervensi hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis keenam (H6) untuk data sampel dari Thailand, Malaysia dan Filipina ditolak.

SIMPULAN

Struktur modal merupakan salah satu elemen penting dalam mendefinisikan nilai perusahaan, mengingat kebijakan pengambilan keputusan atas komposisi hutang dan modal akan sangat mempengaruhi tingkat pengembalian yang diterima perusahaan. Data sampel yang diamati dalam penelitian ini terdiri dari 5 negara ASEAN teratas dengan PDB penghasil tertinggi yaitu: Indonesia, Singapura, Thailand, Malaysia dan Filipina yang berjumlah 208 perusahaan yang dipilih sesuai kriteria pengambilan sampel selama 5 tahun (2014-2018). Struktur modal berpengaruh signifikan negatif terhadap profitabilitas menurut sampel data Indonesia. Disisi lain, profitabilitas berpengaruh signifikan negatif struktur modal menurut sampel data Indonesia. Struktur modal secara statistik terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada semua sampel dari lima negara yang berbeda, namun arah pengaruhnya berbeda antar negara. profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan di seluruh hasil dari kelima negara. Nilai perusahaan dipengaruhi oleh laba dan laba yang dihasilkan dan itu juga tergantung pada bagaimana investor memandang peningkatan profitabilitas perusahaan. Hanya sampel data dari Indonesia yang menunjukkan ada nilai yang signifikan secara statistik dalam profitabilitas sebagai variabel intervening antara struktur modal dan nilai perusahaan. Data Indonesia dan Singapura juga menunjukkan bahwa terdapat nilai yang signifikan secara statistik dalam struktur modal sebagai variabel intervening antara profitabilitas dan nilai perusahaan. Menurut data dari Indonesia, baik profitabilitas maupun struktur modal terbukti memiliki pengaruh yang signifikan sebagai variabel intervening terhadap model, namun profitabilitas memiliki pengaruh yang lebih baik dibandingkan dengan struktur modal.

Penelitian ini memberikan informasi dalam mempertimbangkan keputusan investasi tentang bagaimana perusahaan mendapatkan sumber pendanaan (struktur modal) khususnya pada industri barang konsumsi di setiap negara. Masing-masing negara pada penelitian ini memberikan hasil yang berbeda. Hal ini menjadi keterbatasan peneliti, sehingga penelitian selanjutnya dapat melihat pengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan pada sektor lainnya atau keseluruhan perusahaan secara menyeluruh. Tingkat korelasi

dan signifikansi antar variabel yang berbeda antar negara kemungkinan disebabkan karena setiap negara memiliki kebijakan ekonomi, demografi dan faktor keuangan dan sosial yang berbeda pula.

PUSTAKA ACUAN

- Acaravci, S. K. (2015). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Manufacturing Sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*. Volume-5(No.1), pages 158-171
- Addae, A. A., Nyarko-Baasi, M., & Hughes, D. (2013). The Effect of Captial Structure on Profitability of Listed Firms in Ghana. *European Journal of Business and Management*. Vol.5
- Chen, L.-J & Chen, S.-Y. (2011). The Influence of Profitability On Firm Value With Capital Structure As The Mediator And Firm Size And Industry As Moderators. *Investment Management and Financial Innovations*. 8. 121-129. 10.1201/b11108-9.
- Das, S. C. (2018). Impact of Profitability on Capital Structure: An Analytical Study. *International Journal of Trend in Scientific Research and Development, Volume-2(Issue-4)*, 1354–1360. doi: 10.31142/ijtsrd14265
- Ghozali, H. Imam. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25 Edisi 9*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gill, Amarjit. (2011). The effects of capital structure on profitability: Evidence from United States. *International Journal of Management*. 28. 3-15.
- Hermuningsih, S. (2014). Profitability, Growth Opportunity, Capital Structure And The Firm Value. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 16(2), 115–136. doi: 10.21098/bemp.v16i2.440
- Hirdinis, M (2019). "Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability," *International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA)*, *International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA)*, vol. 0(1), pages 174-191.
- Indonesia GDP From Manufacturing. (n.d.). Retrieved from <https://tradingeconomics.com/indonesia/gdp-from-manufacturing>
- Indonesia Economic Quarterly: Oceans of Opportunity. *World Bank*, <https://www.worldbank.org/en/country/indonesia/publication/june-2019-indonesia-economic-quarterly>. (Juni 2019)
- Kontesa, M. (2015). Capital Structure, Profitability, And Firm Value. What's New? *Research Journal of Finance and Accounting*. Vol. 6, No. 20
- National Accounts - Analysis of Main Aggregates (AMA). *United Nations*, United Nations, <https://unstats.un.org/unsd/snaama/>. (June 2019)
- Network, DataLEADS/Asia News. "GDP Growth Projection for Asia, 2018." *Inquirer Business GDP Growth Projection for Asia 2018 Comments*, <https://business.inquirer.net/251677/gdp-growth-projection-asia-2018>.

- Oetomo, T. (2018). *Pertumbuhan Ekonomi Global Membaik pada 2018*. Retrieved from <https://www.liputan6.com/bisnis/read/3216824/pertumbuhan-ekonomi-global-membaik-pada-2018>
- Pontoh W., & Ilat V. (2014). Determinant Capital Structure and Profitability Impact (Study of Listed Company in Indonesia Stock Exchange). *Research Journal of Finance and Accounting*. Retrieved from: www.iiste.org
- 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*.
- Rahmawati, Siti Hamda. (2015). *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012)*. Fakultas Ekonomi Universitas Riau: *Jurnal FEKON*, 2(1), 1- 15.
- Reynolds, Oliver (2019). "Indonesia PMI February 2019." *Focus Economics | Economic Forecasts from the World's Leading Economists*, FocusEconomics, 15 Mar. 2019.
- Rizki, A., Lubis, A. F., & Sadalia, I. (2018). The Influence of Capital Structure to the Firm Value with Profitability as Intervening Variables. *KnE Social Sciences*, 3(10). doi: 10.18502/kss.v3i10.3375
- Sabrin, Sarita B., & Takdir D. (2016). The Effect of Profitability on Firm Value in Manufacturing Company at Indonesia Stock Exchange. *The International Journal of Engineering and Science (IJES)*. Vol.5. pages 81-89