

CAPITAL EXPENDITURE, RISIKO SISTEMATIS, STRUKTUR MODAL DAN TINGKAT KEMAMPULABAAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Werner R. Murhadi

Fakultas Ekonomi Universitas Surabaya, email: werner@ubaya.ac.id

Abstract

This article aims to study capital expenditure, especially on intangible *asset*. Intangible *asset* is an *asset*, which can provide long-term competitive advantage that can improve value of the firm. This article relates capital expenditure, systematic risk, capital structure, profitability and value of the firm in one recursive model. This research use quantitative approach by using method of path analysis. This research uses sample in the natural resource sector for period 2006-2007, which listed on PT Indonesian Stock Exchange. Sample Final, which utilized in this research, is equal to 40-year observation. Research finding indicate that only capital structure and profitability that impact to value of the firm. Meanwhile, intangible *asset* proxies by research and development cannot influence profitability and value of the firm. Finally, systematic risk does not have significant influence to the value of the firm.

Keywords: risiko sistematis, struktur modal, kemampuan

Abstrak

Artikel ini bertujuan untuk membahas *capital expenditure*, khususnya pada aset yang tidak berwujud. Aset yang tidak berwujud adalah aset yang dapat memberikan keuntungan kompetitif jangka panjang yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Artikel ini menghubungkan *capital expenditure*, risiko sistematis, struktur modal, kemampuan dan nilai perusahaan dalam satu model rekursif. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan menggunakan metode analisis jalur. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang tergabung dalam sektor utama untuk periode amatan 2006-2007 yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia. Sampel akhir yang digunakan dalam penelitian ini adalah 40 tahun obeservasi. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa hanya struktur modal dan tingkat kemampuan yang berdampak pada nilai perusahaan. Sementara itu, aset tidak berwujud yang diukur melalui ada tidaknya penelitian dan pengembangan ternyata tidak mempengaruhi tingkat kemampuan dan nilai perusahaan. Terakhir, risiko sistematis tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: risiko sistematis, struktur modal, kemampuan

1. Latar Belakang

Kinerja perekonomian nasional merupakan pencerminan kinerja dari seluruh badan usaha yang beroperasi di dalamnya. Kinerja badan usaha sendiri merujuk pada tingkat keberhasilan badan usaha dalam mencapai tujuan yang

telah ditetapkannya (Abdelgalil, 2004). Tujuan utama badan usaha secara umum adalah menciptakan nilai bagi pemegang saham atau dengan kata lain memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Upaya untuk meningkatkan harga saham suatu badan usaha dilakukan melalui tiga aktivitas utama (Gitman, 2004) yakni melaksanakan perencanaan dan analisis keuangan, membuat keputusan investasi dan membuat keputusan pembiayaan. Sedangkan Van Horne (1995) membagi fungsi manajemen keuangan dalam tiga keputusan utama yakni keputusan investasi, keputusan pembiayaan dan keputusan deviden. Dari ketiga pendapat tersebut, tampak bahwa pengelolaan keuangan dapat dikelompokkan menjadi dua kegiatan utama yakni kegiatan penggunaan dana (sisi kiri neraca laporan keuangan) dan kegiatan mencari sumber pendanaan (sisi kanan neraca laporan keuangan).

Banyak penelitian dalam bidang keuangan dilakukan terutama pada topik struktur modal, investasi dan deviden, namun penelitian yang dilakukan khususnya pada investasi, baru memperhitungkan investasi dalam bentuk aset yang berada pada sisi kiri laporan neraca. Sedangkan investasi yang dilakukan diluar sisi kiri neraca yang mampu memberikan manfaat jangka panjang relatif terbatas. Aset diluar sisi kiri neraca dan memberikan manfaat jangka panjang antara lain berupa biaya penelitian dan pengembangan serta biaya promosi dalam rangka meningkatkan citra badan usaha (Damodaran, 2002). Aset tersebut secara akuntansi diperlakukan sebagai biaya yang tampak pada laporan laba-rugi. Disisi lain biaya atau *expense* adalah pengeluaran yang memberikan manfaat kurang dari satu tahun sehingga penelitian ini difokuskan pada *capital expenditure* yang menurut Damodaran (2002) merupakan pengeluaran atau investasi badan usaha yang dapat memberikan manfaat jangka panjang. Tulisan ini bermaksud menelaah lebih lanjut apakah investasi yang dilakukan badan usaha yang dilakukan pada *capital expenditure* yang termasuk didalamnya *intangible asset* bersama dengan variabel risiko sistematis, struktur modal, dan tingkat profitabilitas akan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

2. Telaah Literatur dan Pengembangan Hipotesis

Untuk melakukan aktivitas operasional sehari-hari maka dibutuhkan investasi barang modal (*capital investment* atau *capital expenditure*) berupa aset nyata seperti pabrik, mesin, peralatan, sediaan dan aset berwujud lainnya untuk menghasilkan setiap unit penjualan dalam jangka panjang (Elmasry, 2004). Berdasarkan definisi Elmasry (2004) maka yang dimaksud dengan *capital investment* adalah sisi kiri dari laporan neraca yang memuat semua aset dalam badan usaha, hal ini berbeda dengan Damodaran yang menyatakan bahwa tidak hanya aset yang terdapat di neraca saja yang akan memberikan manfaat jangka panjang, namun aktivitas seperti penelitian dan pengembangan serta promosi juga memberikan manfaat jangka panjang. Badan usaha yang bergantung pada investasi aset berwujud saja kurang mampu mendapatkan *superior return* yang andal dalam jangka panjang. Hal ini karena investasi berupa aset nyata dapat dengan mudah direplikasi oleh pesaing. Berbeda bila badan usaha menginvestasikan asetnya dalam bentuk *intangible* yang memberi manfaat jangka panjang seperti *research and development* (R&D) dan pengembangan citra atau merek. Penelitian Chauvin dan Hirschey (1994)

mengungkapkan pengaruh *intangible asset* seperti *goodwill* yang diukur dari aktivitas R&D, promosi dan *intangible asset* lainnya, terhadap profit dan nilai badan usaha, hasilnya menunjukkan bahwa *goodwill* tidak mampu menjelaskan profit, namun berhubungan positif dengan nilai badan usaha. Oswald dan Zarowin (2004) dengan menggunakan sampel perusahaan di Inggris menunjukkan hasil bahwa aktivitas R&D berhubungan positif dan mampu menjelaskan perubahan nilai badan usaha. Kontribusi R&D terhadap nilai badan usaha juga berhubungan positif (Bosworth dan Rogers, 2001; Bens et al., 2002; Hall dan Orianny, 2005; Jeny dan Jeanjean, 2003) yang ditunjukkan dengan semakin tinggi aktivitas R&D maka semakin tinggi nilai badan usaha.

Peneliti lainnya Chen dan Dong (2004) menyatakan bahwa dalam investasi yang salah satunya diukur melalui *size*, mampu menjelaskan *return* badan usaha. Sementara itu, Harris dan Nissim (2004) menyatakan bahwa investasi perusahaan yang diukur melalui *size* ternyata berhubungan negatif dengan tingkat hasil saham. Studi yang dilakukan untuk mengetahui pengaruh investasi terhadap profitabilitas dilakukan oleh Blease et al. (2005) menunjukkan hasil bahwa perusahaan dengan *capital intensive (total asset)* yang besar lebih profitable dari pada perusahaan kecil. Penelitian Blease et al., ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Amato dan Amato (2004) yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan ukuran aset yang besar akan semakin tinggi profitnya karena memperoleh skala ekonomis. Namun, Hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Ammar et al. (2003) yang membuktikan bahwa perusahaan berukuran kecil justru memiliki profitabilitas lebih tinggi. Sementara Elmasry (2004) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan *intangible asset* memiliki hubungan positif dengan kemampuan untuk menghasilkan laba.

Perusahaan yang melakukan investasi utamanya dalam bentuk *intangible asset* seperti aktivitas R&D dan membangun citra perusahaan akan mampu menciptakan daya saing yang akan berdampak pada nilai perusahaan dalam jangka panjang. Berdasarkan pada pemikiran yang dikemukakan diatas, maka dikembangkan Hipotesis 1.

H₁: *Capital expenditure* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Untuk memprediksi tingkat hasil saham yang diharapkan (*expected stock return*) dapat dijelaskan melalui teori *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* yang menyatakan bahwa hanya risiko sistematis atau risiko pasar yang dicerminkan melalui beta yang mempengaruhi nilai badan usaha yang diukur melalui *stock return*. Namun CAPM tersebut ditentang dengan alasan bahwa tidak hanya beta tunggal saja yang mempengaruhi nilai badan usaha, sehingga muncul Teori *Arbitrage Pricing Theory* yang dikembangkan oleh Ross (1976) yang menyatakan bahwa yang menentukan nilai badan usaha atau *stock return* adalah beta *multi factor*. Namun riset bidang keuangan belakangan ini menunjukkan bahwa ukuran risiko dengan menggunakan CAPM tidak lagi mampu menjelaskan pergerakan nilai badan usaha. Menurut Fama dan French (1998) dalam penelitiannya di pasar modal Amerika Serikat gagal mendokumentasikan hubungan antara beta dan *stock return* di pasar modal

Amerika Serikat. Fama dan French berargumen bahwa karakteristik individu perusahaan seperti *size*, *book to market (B/M) ratio*, dan kinerja *stock return* yang lalu merupakan *best predictor* dalam menjelaskan *stock return*.

Risiko sistematis atau risiko pasar lainnya yang tidak dapat dikurangi melalui aktivitas diversifikasi portfolio adalah yang terkait tingkat suku bunga, inflasi dan perubahan nilai tukar (Lundholm dan Sloan, 2004). Sementara itu Lau et al. (2002) menemukan bahwa risiko sistematis yang diukur melalui beta memiliki hubungan positif dengan *stock return* pada kondisi bulan-bulan yang mengalami *positive excess return* dan berhubungan negatif pada kondisi bulan-bulan yang mengalami *negative excess return*. Hal ini bertentangan dengan Lam (2002) yang menemukan bahwa risiko sistematis yang diwakili beta tidak mampu menjelaskan perubahan *stock return*. Penelitian Hooker (2004) menunjukkan risiko sistematis yang diukur melalui variabel makro ekonomi seperti *interest rate*, *GDP*, inflasi dan nilai tukar, menunjukkan bahwa semua variabel makro ekonomi tersebut kecuali nilai tukar menunjukkan hubungan yang kuat dengan nilai badan usaha. Sementara itu, Bailey et al. (2003) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa nilai tukar akan berpengaruh terhadap pergerakan saham di pasar modal. Bilson et al. (2001) menyatakan nilai tukar berpengaruh negatif terhadap *stock return*. Hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Morelli (2002) yang menunjukkan bahwa kondisi makro ekonomi tidak mampu menjelaskan pergerakan saham di pasar modal. Sedangkan Ibbotson dan Chen (2002) menyatakan hanya inflasi yang berpengaruh terhadap nilai badan usaha. Dari uraian tersebut, dapat disusun suatu Hipotesis 2.

H₂: Risiko sistematis berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Modigliani dan Miller (1958) menyatakan dalam asumsi pasar modal yang sempurna, struktur modal tidak mempengaruhi nilai saham suatu badan usaha. Penelitian tersebut dilanjutkan oleh Modigliani dan Miller (1963) dengan memasukkan unsur pajak dalam perhitungannya, Hasilnya menunjukkan bahwa pemanfaatan utang lebih menguntungkan karena biaya utang lebih kecil daripada biaya saham, dan terdapat manfaat pajak dari penggunaan utang. Namun selanjutnya, pemanfaatan utang dalam jumlah yang besar akan mendorong pada peningkatan beban bunga dan angsuran kredit, sehingga akan berdampak pada peningkatan risiko ketidakmampuan arus kas untuk menutupi kewajiban tersebut. Hal ini dikenal sebagai *Trade-off Theory* yang menyatakan bahwa pemanfaatan utang akan menghasilkan penghematan pajak, namun disisi lain akan menimbulkan kesulitan keuangan (*financial distress*). Chen (2001) dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa *capital structure irrelevance* yang dikemukakan oleh MM adalah tidak valid dalam kondisi pasar sempurna. Analisis Chen (2001) ini mengembangkan model "*stylized*" dari kepemilikan silang, struktur modal dan penilaian badan usaha. Selain itu penelitian ini melakukan pengembangan model untuk *reassess* prinsip dasar teori MM-*irrelevance*. Variabel yang diteliti adalah struktur modal dan nilai perusahaan. Hasilnya menunjukkan nilai perusahaan tidak bergantung pada struktur modal bila: a) *cross holding give rise to financial structure that are hierarchical*; atau

b) obligasi bebas dari risiko kegagalan. Sehingga disimpulkan *Capital structure irrelevance* adalah tidak valid bila asumsinya pasar sempurna.

Fakta menunjukkan bahwa perubahan struktur modal memungkinkan transfer kekayaan dari *security holder* kepada lainnya. Sementara itu, Hirshleifer (1966) dan Stiglitz (1969) menyatakan bahwa kebijakan struktur modal adalah *irrelevant* karena pasar keuangan sangat kompleks. Hal ini didukung dengan Naccur dan Goaid (1999) yang menyatakan bahwa struktur modal yang diukur melalui *debt ratio* tidak mampu menjelaskan nilai badan usaha pada perusahaan yang ada di Tunisia. Penelitian Naccur dan Goaid (1999) ini menggunakan model dimana faktor yang diperkirakan mempengaruhi nilai badan usaha adalah struktur modal, kebijakan deviden dan profitabilitas badan usaha dengan variabel control *size*. Struktur modal dalam penelitian ini diukur melalui *debt ratio*, sementara itu kebijakan deviden diwakili oleh *dividend payout ratio*, sedangkan profitabilitas diwakili oleh *return on asset*. Dengan menggunakan sampel sejumlah 28 badan usaha yang terdaftar di Tunisian Stock Exchange periode 1990-1996 dan dengan menggunakan alat analisis *Random Effect Probit Model* diperoleh hasil yang menunjukkan bahwa faktor yang menentukan dalam penciptaan nilai adalah kebijakan deviden dan faktor profitabilitas. Sedangkan *debt leverage ratio* berhubungan negatif dan tidak signifikan. Sedangkan Lam (2002) menemukan bahwa struktur modal memiliki faktor penjas yang kecil terhadap nilai badan usaha. Hal ini berbeda dengan penelitian Harris dan Nissim (2004) yang menunjukkan bahwa *leverage* atau penggunaan utang berhubungan negatif dengan *stock return*. Dari uraian diatas, maka dikembangkan Hipotesis 3.

H₃: Struktur Modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Gitman (2004) menyatakan bahwa tujuan badan usaha adalah bukan memaksimalkan profit melainkan memaksimalkan kekayaan bagi pemegang saham yang dicerminkan dari peningkatan harga sahamnya. Rappaport (1986) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan *value driver* yang penting dan menentukan dalam penciptaan nilai badan usaha. Peningkatan profitabilitas tersebut dapat dicapai melalui skala ekonomis, penurunan biaya terkait dengan supplier dan saluran distribusi, dan mengeliminasi biaya *overhead* yang tidak memberikan nilai tambah. Penelitian yang dilakukan Ghezzy (1994) menyatakan bahwa fluktuasi profitabilitas bersama dengan *dividend* mampu menjelaskan pergerakan *return* saham. Hal ini didukung oleh Spivey dan Macmillan (2000) menyatakan bahwa profitabilitas/kemampulabaan berhubungan signifikan dengan nilai saham, namun arus kas tidak memiliki hubungan. Harris dan Nissim (2004) melakukan penelitian untuk mengetahui hubungan *stock return* dalam jangka panjang dengan *earning* (profit) yang dihasilkan dari pertambahan dalam *capital expenditure* menunjukkan hasil bahwa badan usaha mengalami pertumbuhan *stock return* baik melalui peningkatan profitabilitas dari modal yang ada saat ini atau dari penambahan *capital expenditure*. Dalam penelitian tersebut Harris dan Nissim menemukan pula bahwa profitabilitas yang diukur melalui *earning to price* dan *return on invested capital* memiliki hubungan positif dengan *return* saham.

Penelitian lain oleh Arcellus et al. (2005) bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis hubungan profitabilitas yang diukur melalui ROI dengan *stock return* yang diukur melalui Tobin's Q. *Sample* yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tergabung dalam *sector* minyak dan gas serta *consumer product* selama periode 1990-1999. Alat analisis yang digunakan adalah regresi dengan variabel dependennya adalah Tobin's Q, sedangkan variabel independennya adalah $(\text{Exploration expense} + \text{R\&D expense})/\text{sales}$, $\text{number of fully diluted share}/\text{number of share}$, $\text{deferred income tax}/\text{total asset}$ dimana ketiga variabel independen tersebut adalah mewakili profitabilitas ROI. Hasil penelitian menunjukkan secara keseluruhan profitabilitas ROI mampu menjelaskan nilai Tobin's Q. Namun penelitian ini juga mencatat terdapat kecenderungan arah yang berbeda antara perusahaan yang memiliki ROI positif, negatif, *mixed* dan keseluruhan. Penelitian Arcellus et al. (2005) yang menemukan terdapatnya hubungan positif secara keseluruhan antara profitabilitas dengan nilai badan usaha. Dari uraian diatas, maka dikembangkan Hipotesis 4.

H₄: Tingkat Kemampulabaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Studi yang dilakukan untuk mengetahui pengaruh investasi (*Capital expenditure*) terhadap profitabilitas dilakukan oleh Blease et al. (2005) menunjukkan hasil bahwa perusahaan dengan *capital intensive* (*total asset*) yang besar lebih *profitable* dari pada perusahaan kecil. Penelitian Blease et al. (2005) ini menggunakan sampel semua badan usaha yang terdapat dalam S&P *Compustat file* pada periode tahun 1987-2002 dan dengan menggunakan alat analisis regresi. Hasil penelitian secara keseluruhan tidak terdapat pengaruh antara *size* dengan tingkat profitabilitas. Penelitian ini juga menemukan hasil bahwa badan usaha besar dengan *capital intensive* lebih *profitable* daripada badan usaha kecil, hal ini konsisten dengan harapan skala ekonomis yang dapat dicapai oleh perusahaan besar. Penelitian Blease et al., ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Amato dan Amato (2004) yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan ukuran aset yang besar akan semakin tinggi profitnya karena memperoleh skala ekonomis.

Penelitian Amato dan Amato (2004) dilakukan dengan menggunakan sampel meliputi 1274 observasi yang tergabung dalam 12 industri retail di USA dengan periode amatan 1977-1987. Dengan menggunakan alat analisis berupa regresi linear dan *cubic* (*third degree polynomial*). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah tingkat profitabilitas yang diwakili oleh *return on asset*. Sedangkan variabel independen berupa efek dari strategi badan usaha (*average market share*, *size*, *advertising intensity*, *capital intensity*, *bad debt management*, *capital structure* dan *inventory management*), lingkungan industri (diwakili oleh *concentration ratio* dan *industry fixed effect*) dan kondisi ekonomi secara umum yang diwakili oleh siklus bisnis. Hasil penelitian dengan menggunakan regresi linear diperoleh koefisien determinasi 0,43 dengan semua variabel independen yang signifikan kecuali untuk *size* dan siklus bisnis. Ketiadaan hubungan *size* dengan profitabilitas, mendorong dilakukan perubahan regresi menjadi kubik dengan hasil semuanya signifikan termasuk *size*. Hal ini

berarti semakin tinggi aset yang dimiliki maka semakin tinggi profit yang diperoleh karena adanya skala ekonomis (Porter). Namun, hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Ammar et al. (2003) yang membuktikan bahwa perusahaan berukuran kecil justru memiliki profitabilitas lebih tinggi. Penelitian Ammar et al. (2003) menggunakan sampel 40 badan usaha yang tergabung dalam Federated Electrical Contractor periode 1985-1996, dimana badan usaha dikelompokkan menjadi tiga kelompok *size* yakni *small*, *medium* dan *large*, dengan alat analisis autoregresif model. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan signifikan dalam profitabilitas di tiga kelompok. *Small firm* memiliki *intersep* yang lebih kecil daripada *medium* dan *large firm*, namun *slope*-nya paling besar. Hal ini berarti badan usaha berukuran kecil memiliki profitabilitas paling tinggi. Dengan *slope* yang paling besar, maka ketika badan usaha berukuran *small* bertambah ukurannya menjadi lebih besar, maka semakin besar profit yang diperoleh. Sedangkan untuk badan usaha *medium* memiliki *intersept* paling besar, dengan *slope* lebih besar dari badan usaha *large* namun lebih kecil dari badan usaha *small*. Ukuran yang memberikan hasil optimal adalah badan usaha berukuran *medium*.

Sementara Elmasry (2004) menyatakan bahwa perusahaan yang menggunakan *intangible asset* memiliki hubungan positif dengan kemampuan untuk menghasilkan laba. Penelitian Elmasry (2004) menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di MSCI World Index periode 1984-2002. Alat analisis yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah korelasi. Hasilnya menunjukkan bahwa bisnis yang memanfaatkan *capital intensity* memiliki ROCE yang rendah. Hasil lainnya juga menunjukkan bahwa bisnis yang memanfaatkan *intangible asset* memiliki hubungan positif dengan profitabilitas, dan perusahaan dengan *lower capital intensity* (*higher intangible investment*) memiliki *stock return* yang lebih tinggi daripada yang *higher capital intensity*. Dari uraian diatas, maka dikembangkan Hipotesis 5.

H₅: *Capital Expenditure* berpengaruh terhadap tingkat kemampulabaan

Fama dan French (1998) menganalisis hubungan antara pajak, keputusan pembiayaan dan nilai badan usaha, menemukan bahwa utang tidak memberikan manfaat pajak. Namun, penggunaan utang dalam jumlah besar akan berdampak pada hubungan negatif antara *leverage* dan profitabilitas badan usaha. Penelitian lain dilakukan oleh Mesquita dan Lara (2002) yang meneliti tentang hubungan struktur modal dan tingkat profitabilitas menemukan hasil bahwa terdapat korelasi positif antara profitabilitas dengan *short term debt* dan ekuitas, namun berkorelasi terbalik dengan *long-term debt*. Penelitian Mesquita dan Lara (2002) ini menggunakan sampel berupa laporan keuangan 70 perusahaan yang beroperasi di pasar Brazil selama tahun 1995-2001. Pada periode tersebut, perusahaan dengan ekuitas negatif akan dikeluarkan dari analisis, sehingga terdapat 468 observasi. Alat penelitian yang dipergunakan adalah OLS dengan variabel dependennya adalah profitabilitas yang diwakili oleh ROE, dan variabel independen terdiri dari *short run debt/total liabilities*, *long run debt/total liabilities*, *equity* atau *total liability*, dan *long term debt/total equity*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari

variabel independen kecuali untuk *long run debt/total liabilities*. Hasil juga menunjukkan *long term debt/total equity* merupakan faktor penjelas memiliki tanda negatif, yang berarti memiliki hubungan berkebalikan. Sedangkan *short run debt/total liabilities* memiliki tanda positif dan signifikan serta memiliki nilai parameter terbesar. Hal ini dapat dimaklumi, mengingat kondisi ekonomi Brazil yang tidak stabil, sehingga penggunaan *short run debt* menjadi besar dan lazim.

Sementara itu, Glen dan Singh (2004) yang melakukan penelitian di pasar negara berkembang dan Negara maju menunjukkan hasil bahwa perusahaan di Negara berkembang menggunakan utang lebih sedikit dari pada perusahaan yang ada di Negara maju, dan ini berkorelasi positif dengan lebih rendahnya profitabilitas yang diperoleh perusahaan di Negara berkembang. Penelitian ini menggunakan sampel badan usaha yang terdapat di 22 negara *developed market* dan 22 negara *emerging market*, dengan periode sampel tahun 1994-2000. Badan usaha yang akan dianalisis dikelompokkan ke dalam 8 industri. Alat penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi dan uji beda. Variabel yang diamati terdiri dari *size* yang diwakili *ln-asset*, struktur modal diwakili oleh *total debt/total asset*, *non-current liabilities/total asset* dan *current liabilities/total asset*, struktur aset diwakili oleh *fixed asset/total asset* dan *current asset/total asset* dan profitabilitas yang diwakili oleh ROE dan ROA. Hasilnya menunjukkan bahwa *size* yang diukur dari *total asset* memiliki perbedaan yang signifikan antara badan usaha di *emerging market* dan *developed market*. *Emerging market* memiliki tingkat *leverage* yang lebih rendah daripada perusahaan di *developed market* dan *leverage*-nya cenderung turun. *Emerging market* memiliki *fixed asset* yang lebih besar dari pada perusahaan di *developed market*. ROA dan ROE lebih rendah di *emerging market*, namun memiliki kecenderungan meningkat dalam beberapa tahun belakangan.

Sementara itu Chirinko dan Elston (2006) menyatakan bahwa utang yang diperoleh dari lembaga perbankan tidak mempengaruhi dalam menghasilkan profitabilitas yang tinggi. Penelitian Chirinko dan Elston (2006) menggunakan sampel 91 perusahaan di Jerman periode 1966-1988, yang diperoleh dari The Bond Database. Penelitian ini menggunakan metode OLS, dengan variabel dependen berupa profitabilitas yang diukur melalui ROA dan EVA, sedangkan variabel dependen diukur melalui kepemilikan langsung oleh bank, *fixed asset/total asset*, pertumbuhan, *leverage*, *market/book ratio*, ukuran perusahaan dan volatilitas arus kas. Hasilnya menunjukkan bahwa utang dari perbankan tidak memberikan pembiayaan murah bagi perusahaan. Kepemilikan dari bank tidak mempengaruhi dalam menghasilkan profitabilitas yang tinggi (baik dengan ukuran ROA maupun EVA), namun *market/book ratio* dan *leverage* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas. Dari uraian diatas, maka dikembangkan Hipotesis 6.

H₆: Struktur Modal berpengaruh terhadap tingkat kemampulabaan

3. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang tergabung dalam sektor utama yang terdiri dari industri pertanian, perkebunan dan pertambangan

yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia periode 2006-2007. Data yang dipergunakan bersumber dari laporan keuangan perusahaan dan *Indonesian Securities Market Database*. Dari total 24 perusahaan yang terdaftar di sektor utama, terdapat 4 perusahaan yang tidak berhasil diperoleh datanya, sehingga sampel final adalah 20 perusahaan atau 40 tahun observasi. Variabel *capital expenditure* dalam penelitian ini menggunakan *dummy* (DCE) dimana 1 mengindikasikan perusahaan melakukan aktivitas penelitian dan pengembangan, dan 0 bila perusahaan tidak melakukannya. Variabel struktur modal dalam penelitian ini menggunakan pendekatan *Debt Ratio* (DR) yaitu dengan membagi total utang perusahaan pada suatu periode dengan *total asset* pada periode tersebut.

Risiko sistematis pada penelitian ini menggunakan beta (B) dalam kurun waktu setahun yang diperoleh dari software ISMD. Tingkat kemampulabaan dalam penelitian ini diukur melalui *return on asset* (ROA) dengan melihat tingkat laba dibandingkan dengan *total asset* yang dipergunakan perusahaan. Nilai perusahaan pada penelitian ini dipergunakan melalui pendekatan *logaritma natural* dari nilai pasar perusahaan (LMV). Penelitian ini menggunakan pendekatan *path analysis* dimana terdapat dua persamaan yang akan diuji yakni:

$$\begin{aligned} \text{ROA} &= \alpha + \beta_1 \cdot \text{DCE} + \beta_2 \cdot \text{DR} + e \\ \text{LMV} &= \alpha + \beta_3 \cdot \text{ROA} + \beta_4 \cdot \text{DCE} + \beta_5 \cdot \text{DR} + \beta_6 \cdot \text{B} + e \end{aligned}$$

4. Hasil dan Pembahasan

Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif data penelitian. Variabel *capital expenditure* yang dalam penelitian ini diwakili oleh ada tidaknya investasi dalam bentuk penelitian dan pengembangan menunjukkan modus untuk perusahaan yang tidak melakukan penelitian dan pengembangan (*dummy* = 0) adalah sebesar 72,5% sedangkan perusahaan yang melakukan penelitian dan pengembangan (*dummy* = 1) adalah 27,5%.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Simpangan Baku
DCE	40	0	1	0*	0,452
DR	40	0,002	0,667	0,181	0,183
ROA	40	-0,328	0,620	0,078	0,187
Beta	40	-0,664	0,546	-0,018	0,370
LMV	40	8,11	18,26	13,443	2,745

Keterangan: * merupakan modus

Hal ini mengindikasikan pada perusahaan yang tergabung dalam sektor utama cenderung untuk menghasilkan produknya dengan langsung dijual tanpa dilakukan pengembangan lebih lanjut atas produk tersebut. Dari sisi struktur modal menunjukkan bahwa rata-rata *debt ratio* perusahaan dalam sektor pertambangan adalah 18% yang mengindikasikan bahwa perusahaan yang tergabung dalam sektor manufaktur lebih banyak menggunakan pendanaan internal daripada menggunakan utang. Hal ini dapat dipahami dimana pada periode 2006-2007 terjadi kenaikan harga komoditas secara substantif sehingga

banyak perusahaan yang mengalami kelebihan kas yang kemudian dipergunakan untuk melakukan pelunasan terhadap utangnya. Dari sisi tingkat kemampulabaan menunjukkan bahwa rata-rata *return* perusahaan sektor utama mencapai hampir 8% seiring dengan meningkatnya harga komoditas dunia pada periode tersebut. Untuk risiko sistematis yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah beta mentah selama satu tahun, dimana rata-rata menunjukkan beta adalah -0,018. Hal ini sedikit anomali dimana ketika *market* mengalami peningkatan, maka *return* pada sektor manufaktur mengalami penurunan tipis. Pada variabel risiko sistematis tersebut juga terdapat penyimpangan yang cukup tinggi yakni sebesar 0,370, dengan titik terendah -0,664 dan titik tertinggi 0,546. Untuk variabel nilai perusahaan terlihat pula terjadi simpangan yang cukup besar yakni 2,745 dengan titik terendah 8,11 dan titik tertinggi 18,26 serta rata-rata 13,443. hal ini dapat dipahami karena ukuran perusahaan yang tergabung dalam sektor manufaktur juga sangat variatif.

Selanjutnya Tabel 2 menunjukkan hasil pengujian statistik inferensial dari kedua persamaan yang diuji secara simultan.

Tabel 2. Hasil Pengujian Statistik

Variabel Eksogen	Koefisien	t-statistik
Variabel Endogen: ROA		
Konstanta	0,033	0,715
DCE	0,088	1,329
DR	0,117	0,712
R Squared	0,058	
F	1,149	
N	39	
Variabel Endogen: LMV		
Konstanta	11,447	26,423*
DCE	0,952	1,474
DR	5,926	3,721*
ROA	8,557	5,080*
Beta	0,343	0,409
R Squared	0,629	
F	14,863*	
N	39	

Keterangan: * Signifikan pada $\alpha = 5\%$

Pada persamaan pertama tidak ditemukan hasil yang signifikan baik dalam variabel *capital expenditure* maupun struktur modal. Ini berarti bahwa tingkat kemampulabaan baik secara parsial maupun secara bersamaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal yang dipergunakan maupun investasi pada penelitian dan pengembangan. Hasil ini dijelaskan pula menggunakan bantuan hasil statistik deskriptif pada Tabel 1 yang menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan penelitian dan pengembangan di sektor utama memang relatif sedikit, sehingga berdampak pada profitabilitas perusahaan yang relatif rendah. Selain itu, dampak dari penelitian dan pengembangan tidak dapat dirasakan dalam waktu yang relatif singkat. Pada variabel struktur modal dalam penelitian ini juga tidak ditemukan pengaruh yang signifikan terhadap tingkat

kemampulabaan. Hal ini dapat dijelaskan dimana pada statistik deskriptif juga menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan yang menggunakan utang relatif sedikit. Tingkat kemampulabaan pada perusahaan yang tergabung dalam sektor utama pada periode penelitian ini diprediksi sangat dipengaruhi oleh peningkatan harga komoditas dunia. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Glen dan Singh (2004) tentang penelitian di pasar negara berkembang dan Negara maju yang menunjukkan bahwa perusahaan di Negara berkembang menggunakan utang lebih sedikit dari pada perusahaan yang ada di Negara maju, dan ini berkorelasi positif dengan lebih rendahnya profitabilitas yang diperoleh perusahaan di Negara berkembang.

Pada persamaan kedua, dari empat variabel yang berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, variabel struktur modal dan tingkat kemampulabaan menunjukkan pengaruh yang signifikan positif. Sedangkan *capital expenditure* dan beta tidak signifikan. Variabel *capital expenditure* yang diwakili oleh penelitian dan pengembangan menunjukkan arah positif namun tidak signifikan. Hal ini dapat dimaknakan bahwa penelitian dan pengembangan mampu memberikan efek positif terhadap nilai perusahaan, namun mengingat dampak dari suatu penelitian dan pengembangan adalah jangka panjang maka ditemukan hasil berupa pengaruh yang tidak signifikan. Hasil ini konsisten dengan Chauvin dan Hirschey (1994) dimana *intangible asset* tidak mampu menjelaskan profit, namun berhubungan positif dengan nilai badan usaha. Untuk variabel struktur modal yang diwakili oleh *debt ratio* menunjukkan hasil yang positif signifikan hal ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan yang tergabung dalam sektor utama pemanfaatan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Perusahaan yang tergabung dalam sektor utama sangat membutuhkan dana yang besar untuk pembukaan lahan baik untuk industri perkebunan dan perikanan serta eksplorasi untuk industri pertambangan, sehingga dengan penggunaan utang akan mampu mendongkrak nilai perusahaan. Untuk variabel tingkat kemampulabaan menunjukkan hasil positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti kenaikan laba akan mendorong apresiasi investor terhadap perusahaan sehingga nilai perusahaan pun akan meningkat. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Spivey dan Macmillan (2000) yang menyatakan bahwa kemampulabaan berhubungan signifikan dengan nilai saham. Konsisten juga dengan penelitian Arcellus et al. (2005) yang menemukan terdapatnya hubungan positif secara keseluruhan antara profitabilitas dengan nilai badan usaha, serta konsisten dengan temuan dari Skinner dan Sloan (1999). Variabel risiko sistematis yang diukur melalui beta dalam penelitian ini menunjukkan arah positif terhadap nilai perusahaan namun tidak signifikan. Hal ini mengindikasikan meningkatnya risiko sistematis akan meningkatkan pula nilai perusahaan, dimana perusahaan dengan risiko yang besar akan membuat investor menuntut nilai perusahaan yang lebih tinggi pula. Hasil ini konsisten dengan temuan Lam (2002) yang menemukan bahwa risiko sistematis yang diwakili beta tidak mampu menjelaskan perubahan *stock return*.

Tabel 3. Koefisien Pengaruh Langsung, Tidak Langsung dan Total dari Variabel Eksogen terhadap Nilai Perusahaan

Variabel Eksogen	Koefisien Pengaruh Langsung	Koefisien Pengaruh Tidak Langsung*	Koefisien Pengaruh Total
DCE	0,952	Tidak signifikan	0,952
DR	5,926	Tidak signifikan	5,926
ROA	8,557	-	8,557
Beta	0,343	-	0,343

Keterangan: * melalui tingkat kemampulabaan

Penelitian ini juga menunjukkan hasil bahwa *capital expenditure* tidak berpengaruh baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan struktur modal dimana struktur modal memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, namun pengaruh tidak langsung melalui tingkat kemampulabaan adalah tidak signifikan. Koefisien determinasi total dalam analisis jalur tersebut menggunakan Koefisien determinasi total yang dikembangkan Specht (1975) dengan rumusan sebagai berikut:

$$R_m^2 = 1 - P_{e1}^2 * P_{e2}^2 = 1 - (1 - R_{e1}^2) * (1 - R_{e2}^2)$$

Dari rumusan yang dikemukakan Specht (1975) menunjukkan bahwa koefisien determinasi total dalam analisis jalur ini adalah 65%. Hal ini berarti informasi yang terkandung dalam data 65% dapat dijelaskan oleh model, sedangkan sisanya oleh variabel lain dan *error*. Dari pembahasan diatas maka diambil suatu konklusi bahwa *intangible asset* hingga saat ini belum menjadi fokus utama pengembangan yang dilakukan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Padahal perusahaan yang mampu membangun *intangible asset* dengan baik akan memiliki kemampuan bersaing sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka panjang. Banyak perusahaan di Indonesia yang kurang memperhatikan *intangible asset* karena aset ini tidak memiliki dampak nyata dalam waktu singkat.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan perusahaan yang tergabung dalam sektor utama kurang perhatian terhadap penelitian dan pengembangan. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa penelitian dan pengembangan serta struktur modal tidak dapat menjelaskan tingkat kemampulabaan perusahaan secara langsung. Sementara itu, struktur modal dan tingkat kemampulabaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan penelitian dan pengembangan serta risiko sistematis berpengaruh positif namun tidak signifikan.

Penelitian ini juga memiliki kelemahan karena hanya mempertimbangkan variabel terbatas seperti risiko sistematis, struktur modal, penelitian dan pengembangan dan tingkat profitabilitas perusahaan. Apabila penelitian ini ditindaklanjuti maka dapat dimasukkan juga variabel harga komoditas dunia. Selain itu, penelitian ini juga memiliki kelemahan yakni membatasi *capital expenditure* hanya dilihat dari sisi penelitian dan pengembangan serta periode penelitian yang relatif singkat hanya dua tahun, padahal dampak dari penelitian dan pengembangan adalah jangka panjang.

Daftar Pustaka

- Abdelgalil, E., 2004, Measuring Manufacturing Performance: A Literature Review, *Working Paper Data Management and Business Research Department*, Dubai Chamber of Commerce and Industry.
- Amato, H.L., dan H.C. Amato, 2004, Firm Size, Strategic Advantage, and Profit Rates in US Retailing, *Journal of Retailing and Consumer Services 11*, 181-193.
- Ammar, A., S.H. Awad, V.N. Erick dan S.R. Jeffery, 2003, Indicator Variables Model of Firm's Size-Profitability Relationship of Electrical Contractors Using Financial and Economic Data, *Journal of Construction Engineering and Management 129(2)*, 192-197.
- Arcellus, F.J., D. Mitra dan G. Srinivasan, 2005, On The Incidence of Deferred Taxes, Intagibles and Non Linearities in The Relationship between Tobin's Q and ROI, *Journal of Economics and Business 57*, 165-185.
- Bailey, W., X.M. Connie dan Z. Rui, 2003, Exchange rate regimes and stock return volatility: some evidence from Asia's silver era, *Journal of Economics and Business 55*, 557-584.
- Bens, A.D., J.H. Douglas dan X.Z. Frank, 2002, Research and Development, Risk, and Stock Return, *Proceeding from Workshop at The University of Illinois*, Chicago.
- Blease, J.R.B., F.R. Kaen dan H. Baumann, 2005, An Investigation of The Small Firm Effect using Accounting Measure of Profitability: Does it exist?, *Proceedings*, University of New Hampshire.
- Bilson, M.C., J.B. Timothy dan J.H. Vincent, 2001, Selecting macroeconomic variables as explanatory factors of emerging stock market returns, *Pacific-Basin Finance Journal 9*, 401-426.
- Bosworth, D., dan R. Mark, 2001, Market Value, R&D, and Intellectual Property: An Empirical Analysis of Large Australian Firms, *The Economic Record 77 (239)*, 323-337.
- Chauvin, W.K. dan H. Mark, 1994, Goodwill, Profitability, and The Market Value of The Firm, *Journal of Accounting and Public Policy 13*, 159-180.
- Chen, A. dan H.T. Eva, 2000, Factor Models under Firm Characteristics in Emerging Markets: A Study of Taiwan Stock Returns, *Proceedings*, National Sun Yat Sen University.
- Chen, A.M., 2001, Cross-Holdings, Firm Valuation, and the Relevance of Financial Policy, *Proceedings*, University of Maryland.
- Chen, Z., dan D. Ming, 2004, Stock Valuation and Investment Strategy, *Yale ICF Working Paper*, 00-46.
- Chiao, C., dan C.H. James, 2005, Overreaction Effect Independent of Risk and Characteristics: Evidence from the Japanese Stock Market, *Japan and the World Economy 17*, 431-455.
- Chirinko, S.R., dan A.E. Julie, 2006, Finance, control and profitability: the influence of German banks, *Journal of Economic Behavior & Organization 59*, 69-88.

- Damodaran, 2002, *Investment Valuation: Tools and Techniques*, 2nd ed, New York: Jhon Wiley and Sons.
- Elmasry, H., 2004, Capital Intensity and Stock Returns, *Working Papers*, Morgan Stanley Investment Management.
- Fama, E.F., dan K. R. French, 1998, Taxes, Financing Decisions, and Firm Value, *The Journal of Finance* LIII(3).
- Fama, F.E., dan K.R. French, 2005, Financing decisions: who issues stock?, *Journal of Financial Economics* 76, 549–582.
- Glen, J. dan S. Ajit, 2004, Comparing capital structures and rates of return in developed and emerging markets, *Emerging Markets Review* 5, 161–192.
- Ghezzy, L.L., 1994, The Value of a Firm with Periodically Changing Profitability, *European Journal of Operational Research* 73, 44-49.
- Gitman, J.L., 2004, *Principle of Financial Management*, 10th ed, Massachusetts: Addison Wesley.
- Hall, H.B., dan O. Raffaele, 2005, Does The Market Value R&D Investment by European Firms? Evidence from a Panel of Manufacturing Firms in France, Germany and Italy, *Proceedings*, University of Bologna, Italia.
- Harris, T. dan N. Dorrom, 2004, The Differential Value Implications of the Profitability and Investment Components of Earnings, *Working Paper*, Columbia Business School.
- Hirshleifer, J., 1966, Investment Decisions Under Uncertainty: Applications of the State Preference Approach, *Quarterly Journal of Economics* 80(2), 252-277.
- Hooker, A.M., 2004, Macroeconomic factors and emerging market equity returns: a Bayesian model selection approach, *Emerging Markets Review* 5, 379–387.
- Horne, V., C. James, 1995, *Fundamental of Financial Management*, 9th ed, New Jersey: Prentice Hall.
- Ibbotson, G.R., dan C. Peng, 2002, Stock Market Returns in the Long Run: Participating in the Real Economy, *Yale ICF Working Paper*, 00-44.
- Jeny, C.A., dan J. Thomas, 2003, Value Relevance of R&D Reporting: A Signaling Intrepretation, *Proceedings*, ESSEC Business School, Perancis.
- Lam, S.K. Keith, 2002, The Relationship between Size, Book to Market Equity Ratio, Earnings-Price Ratio, and Return for The Hong Kong Stock Market, *Global Finance Journal* 13, 163-179.
- Lau, T.S., T.L. Chee, dan H.M. Thomas, 2002, Stock returns and Beta, firms size, E/P, CF/P, book-to-market, and sales growth: evidence from Singapore and Malaysia, *Journal of Multinational Financial Management* 12, 207–222.
- Lundholm, R. dan S. Richard, 2004, *Equity Valuation & Analysis: with eval*, New York: McGraw Hill.
- Modigliani, F., dan M. Miller, 1958, The Cost of Capital , Corporate Finance and Theory of Investment, *American Economic Review* 48, 267-297.
- Modigliani, F., dan M. Miller, 1963, Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review* 53, 433-443.
- Morelli, D., 2002, The Relationship between Conditional Stock Market Volatility and Conditional Macroeconomic Volatility Empirical Evidence

based on UK Data, *International Review of Financial Analysis* 11, 101-110.

Naccur, B.S., dan G. Mohamed, 1999, The Value Creation Process in the Tunisian Stock Exchange, *Proceeding API/WPS 9903*, Universite de Tunis IH, Faculte des Sciences Economiques et de Gestion, Tunisia

Oswald, R.D., dan Z. Pau, 2004, Capitalization of R&D and The Informativeness of Stock Price, *Proceedings at The European Accounting Association 2004 Annual Congress*, London.

Rappaport, A., 1986, *Creating Shareholder Value*, The Free Press, New York.

Ross, S.A., 1976, The Arbitrage Theory of CAPM, *Journal of Economic Theory* 13, 341-360.

Skinner, D.J., dan R.G. Sloan, 1999, Earning Surprises, Growth Expectation and Stock Return, *Proceeding*, University of Michigan.

Srinivasan, S., P. Koen, S.R. Jorge, dan M.H. Dominique, 2005, Product Innovations, Advertising Spending and Stock Return, *Working Papers*, at The Spring 2005 Marketing Science Institute, Cambridge.

Stiglitz, J., 1969, A Reexamination of the Modigliani-Miller Theorem, *American Economic Review* 59(5), 784-793.