

JHONNI SINAGA

**Penentu Nilai Perusahaan
dengan Kebijakan Dividen dan CSR
sebagai Pemoderasi**

**Penentu Nilai Perusahaan
dengan Kebijakan Dividen dan CSR
sebagai Pemoderasi**

Jhonni Sinaga



**RV Pustaka
Horizon**

Anggota IKAPI

Perpustakaan Nasional: Katalog Dalam Terbitan (KDT)

**Penentu Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen
dan CSR sebagai Pemoderasi**

© Jhonni Sinaga

Samarinda, RV Pustaka Horizon, 2019

viii + 208 hlm.; 15,5 x 24 cm

ISBN: 978-602-5431-58-6

**Penentu Nilai Perusahaan dengan
Kebijakan Dividen dan CSR
sebagai Pemoderasi**

Penulis:

Jhonni Sinaga

ISBN:

Layouter & desainer sampul:

RVPH

Penerbit & Percetakan:

RV Pustaka Horizon

Anggota IKAPI

Jl. Perjuangan - Alam Segar 4 No. 73

Samarinda, Kalimantan Timur 75119

www.pustakahorizon.com

Email: pustakahorizon@gmail.com

Tlp./SMS/WA: 0853-4745-6753

Cetakan Pertama: Oktober 2019

Hak cipta dilindungi Undang-Undang.

*Dilarang memperbanyak karya tulis ini dalam bentuk apapun,
baik secara elektronik maupun mekanik, termasuk memfotokopi,
merekam, atau dengan sistem penyimpanan lainnya,
juga pemindaian (scan) komputer tanpa izin tertulis dari penerbit.*

Prakata

Buku ini merupakan riset seputar Manajemen Keuangan. Penelitian empiris dilakukan untuk menguji dan menganalisis pengaruh langsung maupun tidak langsung struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen dan CSR sebagai pemoderasi.

Data sekunder bersumber dari laporan keuangan per triwulan, laporan keuangan akhir tahun, laporan tahunan, laporan keberlanjutan (*sustainability report*) dan laporan lainnya milik perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2009–2017. Merujuk pada rekapitulasi data, data yang memenuhi kriteria penetapan sampel berasal dari hanya 5 perusahaan dari 16 perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI. Analisis data dan uji hipotesis dilakukan dengan pendekatan model persamaan struktural (*Structural Equation Model/SEM*) menggunakan WarpPLS 6.0.

Penulis menyampaikan terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada pihak-pihak yang telah berkontribusi dalam penyusunan buku ini, antara lain Prof. Dr. Djoko Setyadi, M.Sc., M.Si., Dr. H. Ardi Paminto, S.E., M.S., dan Felisitas Defung, S.E. M.A., Ph.D. Terima kasih juga penulis sampaikan kepada Prof. Dr. H. Masjaya, M.Si., selaku Rektor Universitas Mulawarman, Prof. Dr. Hj. Syarifah Hidayah, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Unmul, dan Dr. Jiuhardi, S.E., M.M., selaku Direktur Program Pascasarjana Unmul.

Penulis juga berterima kasih kepada seluruh dosen Program Studi S-3 Ilmu Manajemen baik dari dalam maupun luar Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mulawarman Samarinda. Demikian pula untuk sejawat mahasiswa S-3 Ilmu Manajemen pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mulawarman Samarinda yang telah memberikan semangat baik moril maupun materiil.

Karya ini penulis dedikasikan untuk istri tercinta, Dra. Rosalia Bintang Murniaty Manurung, dan putra-putri kami, Calvin Jhon Jr., S.T. dan Jessie Jhon Jr.

Semoga buku ini bermanfaat bagi pembaca dan memberikan kontribusi bagi pengembangan ilmu pengetahuan.

Samarinda, Oktober 2019

Jhonni Sinaga

Daftar Isi

Prakata	v
Daftar Isi	vii
Bagian 1 Kajian Teori	1
A. Nilai Perusahaan	1
B. Struktur Modal	11
C. Pertumbuhan Perusahaan.....	28
D. Profitabilitas.....	39
E. Kebijakan Dividen	45
F. Tanggung Jawab Sosial Perusahaan (CSR)	55
Bagian 2 Dinamika Kebijakan Dividen dan CSR	71
A. Problematik Kontemporer	71
B. Penelitian Terdahulu	96
C. Metode Penelitian	103
Populasi dan Sampel Penelitian	103
Variabel Penelitian	105
Instrumen Penelitian dan Teknik Analisis Data	111
Bagian 3 Realitas Manajemen Keuangan Perusahaan	117
A. Tentang Perusahaan Perkebunan	117
B. Data Riset	129
<i>Inner Model: Hasil Pengujian Pengaruh Tidak Langsung</i>	129
<i>Inner Model: Hasil Pengujian Pengaruh Total</i>	132
C. Hasil Pengujian Hipotesis	136

1. Pengaruh Struktur Modal terhadap Pertumbuhan Perusahaan	138
2. Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan	140
3. Pengaruh Struktur Modal terhadap Profitabilitas	142
4. Pengaruh Struktur Modal secara tidak langsung terhadap Nilai Perusahaan melalui Pertumbuhan Perusahaan	145
5. Pengaruh Struktur Modal secara tidak langsung terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas	147
6. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas	150
7. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan	152
8. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan secara tidak langsung terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas	155
9. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan .	156
10. Moderasi Kebijakan Dividen atas Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan	158
11. Moderasi Kebijakan Dividen atas Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan	161
12. Moderasi CSR atas Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan	163
13. Moderasi CSR atas Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan	165
C. Temuan Studi	168
D. Keterbatasan Riset	170
Bagian 4 Kesimpulan	171
A. Simpulan	172
B. Saran	177
Daftar Pustaka	181
Tentang Penulis	207

Bagian 1

Kajian Teori

A. Nilai Perusahaan

Dalil investasi yang baik adalah investor tidak membayar suatu aset lebih tinggi daripada nilai aset itu. Nilai berada pada penilaian para pengamat dan harga dapat disesuaikan jika ada investor yang bersedia membayar harga tersebut. Persepsi menjadi sangat berarti jika aset yang dimaksud adalah lukisan atau patung, namun tidak perlu membeli aset berdasarkan alasan-alasan nilai seni atau emosi. Pembelian suatu aset keuangan didasarkan pada arus kas yang dapat diterima dari aset tersebut. Kondisi ini menggambarkan adanya hubungan nilai terhadap tingkat ketidakpastian dan pertumbuhan arus kas yang dapat diperoleh dari aset (Damodaran, 2010: 1).

Penilaian intrinsik atau *intrinsic valuation* dimulai dengan suatu dalil sederhana bahwa nilai suatu aset merupakan arus kas yang diterima dari aset tersebut. Aset-aset dengan arus kas yang dapat diprediksi dan tinggi lebih bernilai dibanding aset-aset dengan arus kas yang tidak stabil dan rendah. Nilai intrinsik suatu aset dapat

diperkirakan dengan model arus kas diskonto atau *discounted cash flow* (DCF). Realitas menyatakan bahwa mayoritas aset dinilai dengan dasar relatif. Penilaian relatif atau *relative valuation* suatu aset dilakukan dengan melihat bagaimana pasar menilai aset-aset yang sama. Pada saat menentukan berapa sebuah rumah dibayar, maka harga jual rumah yang sama di lingkungan yang sama dan sudah terjual dijadikan sebagai rujukan tanpa melakukan penilaian intrinsik. Perihal ini dianalogikan ke dalam saham-saham, para investor dan calon investor sering memutuskan apakah harga suatu saham murah atau mahal dengan membandingkannya dengan harga saham-saham dari perusahaan-perusahaan dari kelompok usaha yang sama.

Damodaran (2010: 3) menyatakan bahwa penilaian saham-saham individual mungkin tidak banyak langsung digunakan oleh *market timer*, strategi *market timer* dapat menggunakan penilaian dengan salah satu cara dari dua cara berikut:

- 1) Keseluruhan pasar dengan sendirinya dinilai, apakah dengan dasar intrinsik atau relatif dan membandingkannya dengan tingkat harga terkini.
- 2) Model-model penilaian dapat digunakan untuk menilai sejumlah besar saham, dan hasil-hasil persilangannya dapat digunakan untuk menentukan apakah pasar dinilai terlalu tinggi atau terlalu rendah. Misalnya, sejumlah saham yang dinilai terlalu tinggi menggunakan model penilaian relatif akan meningkatkan jumlah saham yang dinilai terlalu rendah. Dalam kondisi ini terdapat alasan untuk percaya bahwa pasar dinilai terlalu tinggi.

Para *top management* perusahaan yang fokus pada nilai pemegang saham berupaya menciptakan perusahaan yang lebih sehat dengan penciptaan nilai ekonomi yang lebih kuat, standar hidup yang lebih tinggi bagi para pemegang saham dan kesempatan kerja yang lebih banyak. Perusahaan-perusahaan bertumbuh ketika perusahaan-perusahaan menciptakan nilai ekonomi riil bagi para pemegang sahamnya. Para *top management* perusahaan menciptakan nilai perusahaan dengan menginvestasikan modal pada tingkat pengembalian yang melebihi biaya modal. Lebih banyak modal yang dapat diinvestasikan dengan tingkat pengembalian yang menarik akan menciptakan nilai lebih bagi perusahaan. Selama pengembalian modal melebihi biaya modal, pertumbuhan yang lebih

cepat akan menciptakan nilai lebih perusahaan. Penciptaan nilai perusahaan pada perusahaan *go public* harus menjadi bagian dari budaya perusahaan dan bagaimana perusahaan mengelola dirinya sendiri dari hari ke hari (Koller *et al.*, 2005: 4).

Mard *et al.* (2005: 3) menyatakan bahwa penciptaan nilai maksimal bagi pemilik perusahaan hanya dapat dilakukan bila manajemen memfokuskan kegiatannya pada faktor keberhasilan kritis bisnis yang paling penting. Manajemen harus menentukan strategi bisnisnya, mengidentifikasi faktor keberhasilan kritis strategi, mengidentifikasi indikator kinerja utama faktor keberhasilan kritis dan menetapkan tolok ukur kinerja indikator kinerja utama. Hanya dengan memfokuskan diri pada penggunaan waktu dan sumber daya perusahaan yang terbatas pada faktor keberhasilan kritis, *top management* perusahaan dapat menciptakan nilai maksimal bagi para pemegang saham. Salvatore (2011: 9) menyatakan bahwa tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan memiliki peran sangat penting karena mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat memengaruhi persepsi investor dan calon investor terhadap perusahaan.

Pengukuran kinerja perusahaan yang komprehensif adalah sangat sulit. Pendekatan sederhana seperti pertumbuhan *earning per share* (EPS) dan *total return to shareholder* (TRS) adalah tidak cukup. TRS menghadirkan masalah karena tidak mempertimbangkan bagaimana pasar menilai perusahaan pada awal pengukuran, masalah ini dapat diatasi dengan pendekatan nilai tambah pasar atau *market value added* (MVA) dan alat ukur sejenis. EPS tidak mempertimbangkan biaya kesempatan modal dan dapat dimanipulasi oleh tindakan-tindakan jangka pendek. Sementara pertumbuhan pendapatan dan *return on invested capital* (ROIC) merupakan alat ukur yang lebih baik atas kinerja keuangan historis (Koller *et al.*, 2005: 403).

Teori organisasi dan korporasi *modern* dari Marshal (1920) dalam Mai (2010) telah banyak diterapkan dalam perusahaan-perusahaan besar dan modern hingga saat ini. Teori ini menegaskan pemisahan antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of*

Directors sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management* – CEO sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan. Teori keagenan atau *agency theory* menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan rentan terhadap konflik keagenan. Hal ini disebabkan adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen, manajer pada akhirnya memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Weston & Copeland, 1992: 45).

Perilaku oportunistik manajerial dalam kaitannya dengan pencapaian nilai perusahaan dapat digambarkan melalui fungsi pengelolaan keuangan perusahaan, yaitu; investasi, pendanaan dan fungsi dalam menjalankan kebijakan dividen. Manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi melebihi ukuran optimal, meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif. Kondisi *overinvestment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan oleh perusahaan dalam bentuk *free cash flow*. Masalah *free cash flow* merujuk pada aktivitas manajer yang lebih menyukai melakukan investasi (meskipun dengan NPV negatif) dari pada membaginya dalam bentuk dividen. Manajer dari perusahaan publik cenderung melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun tidak meningkatkan nilai perusahaan (Brigham & Houston, 2011: 186).

Manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan utang yang tinggi bukan atas dasar maksimasi nilai perusahaan melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini mengakibatkan beban bunga pinjaman dan risiko kebangkrutan perusahaan meningkat karena *agency cost of debt* semakin tinggi. Teori keagenan menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol salah satunya adalah dengan meningkatkan *dividend payout ratio* yang mengakibatkan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Brigham & Houston, 2011: 187).

Pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* karena konflik antara manajemen

dengan pemegang saham akan berkurang. Pembayaran dividen menunjukkan bahwa manajemen mengelola perusahaan dengan baik dan dapat menjadi sinyal yang positif bagi para pemegang saham untuk reinvestasi dalam perusahaan. Pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru dari pihak eksternal, sehingga mengurangi biaya keagenan. Miller & Modigliani (1961) dalam Brigham & Houston (2011: 211) mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, perilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen adalah tidak relevan.

□ Faktor-Faktor yang Memengaruhi Nilai Perusahaan

Meningkatkan tingkat pengembalian ekuitas perusahaan atau *return on equity* (ROE) mengharuskan para manajer membuat semua keputusan strategis berfokus pada satu atau lebih dari 5 (lima) dimensi nilai. Setiap tindakan strategis untuk menciptakan nilai harus sesuai dengan satu atau lebih dari 5 (lima) dimensi nilai ini (Mard *et al.*, 2005: 7). Terdapat 2 (dua) dimensi terkait pertumbuhan dan 3 (tiga) dimensi lainnya terkait produktifitas dengan rincian sebagai berikut.

1) Dua Dimensi Terkait dengan Pertumbuhan:

- a. Meningkatkan pangsa pasar menggunakan investasi modal konstan.
- b. Investasikan modal ke dalam proyek yang menghasilkan tingkat pengembalian ekonomi yang lebih tinggi, seperti lini produk baru.

2) Tiga Dimensi Terkait dengan Produktivitas:

- a. Tingkatkan laba melalui efisiensi operasi dengan menggunakan struktur modal konstan.
- b. Pertahankan laba dengan menggunakan modal yang lebih kecil melalui pemanfaatan aset yang lebih baik (pergantian).
- c. Menjaga atau meningkatkan laba dengan menurunkan biaya rata-rata modal tertimbang atau *weighted average cost of capital* (WACC).

Dimensi pertama, meningkatkan pangsa pasar dengan menggunakan modal investasi yang konstan dalam jangka panjang. Pertumbuhan laba yang konsisten dapat dicapai hanya dengan memperluas pangsa pasar perusahaan dan karena itu pendapatannya meningkat. Pertumbuhan ukuran pasar dapat meningkatkan pendapatan untuk sementara waktu, meskipun perusahaan tidak memperoleh pangsa pasar yang lebih besar. Pada akhirnya sebagian besar pasar tetap atau bahkan ukurannya menurun karena banyak faktor seperti teknologi baru atau perubahan kebiasaan membeli konsumen (Mard *et al.*, 2005: 8).

Dimensi kedua, menginvestasikan modal ke dalam proyek-proyek yang menghasilkan tingkat pengembalian ekonomi yang lebih tinggi seperti lini produk baru. Secara sederhana hal ini berarti margin keuntungan yang lebih tinggi meningkatkan arus kas bebas perusahaan. Investasi pada lini produk baru dengan *margin* lebih tinggi meningkatkan arus kas dalam dua cara: 1) Setiap dollar dari penjualan baru akan menyediakan arus kas bebas yang lebih tinggi daripada yang dihasilkan lini produk lama, 2) Produk baru akan menghasilkan pendapatan tambahan dari lini produk yang diperluas sehingga dapat menjangkau pasar yang lebih besar (Mard *et al.*, 2005: 8).

Dimensi ketiga, meningkatkan laba melalui efisiensi operasi dengan menggunakan struktur modal konstan, mengakui bahwa keuntungan dan arus kas bebas yang dihasilkan dapat ditingkatkan melalui efisiensi operasi dengan biaya operasi yang lebih rendah tanpa memerlukan investasi aset baru. Misalnya, perusahaan dapat menggunakan lembur atau *shift* kedua tanpa belanja modal yang signifikan, tanpa membangun pabrik baru atau tanpa penambahan pabrik (Mard *et al.*, 2005: 8).

Dimensi keempat, mempertahankan laba dengan konsisten dengan menggunakan modal lebih kecil lewat peningkatan pemanfaatan aset. Peningkatan efisiensi menurunkan jumlah modal yang diinvestasikan pada perusahaan dan menciptakan kelebihan aset yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham baik secara langsung maupun melalui kas yang diperoleh lewat likuidasi aset. Tambahan arus kas bebas ini dapat diinvestasikan pada kegiatan-kegiatan lain yang meningkatkan total tingkat pengembalian pemilik saham secara perorangan dan total kekayaan bersih pemilik saham

secara perorangan tanpa menurunkan nilai perusahaan (Mard *et al.*, 2005: 8).

Dimensi kelima, mempertahankan atau meningkatkan laba dengan menurunkan biaya rata-rata modal tertimbang atau *wighted average cost of capital* (WACC) dan mengakui bahwa perusahaan mungkin saja tidak menggunakan utang yang tersedia (uang orang lain) dengan tepat. Biaya modal adalah kombinasi dari tingkat pengembalian yang perusahaan harapkan untuk dapat dibayar kepada kreditur dan investor sebagai imbal jasa modal utang dan ekuitas yang dibutuhkan untuk mengoperasikan bisnis. Banyak perusahaan swasta menggunakan sedikit utang, mungkin karena takut risiko bisnis atau keuangan meningkat. Kondisi ini memiliki efek terhadap penciptaan tingkat pengembalian yang diharapkan perusahaan pada tingkat ekuitas yang lebih tinggi dan mengakibatkan WACC lebih tinggi (dalam bentuk *denominator*) serta menurunkan nilai perusahaan. Memanfaatkan tingkat utang yang tepat pada tingkat suku bunga lebih rendah dari tingkat pengembalian ekuitas mengakibatkan penurunan pada WACC. WACC yang lebih rendah (dalam bentuk *denominator*) meningkatkan nilai perusahaan. Keputusan-keputusan manajemen yang berdasar pada kelima dimensi nilai menghasilkan manajemen yang berfokus pada penciptaan nilai perusahaan (Mard *et al.*, 2005: 8).

Maksimasi laba perusahaan sering ditawarkan sebagai tujuan perusahaan yang tepat. Berorientasi pada tujuan ini, manajer dapat terus menunjukkan kenaikan laba dengan hanya menerbitkan saham dan menggunakan dana tersebut berinvestasi pada surat-surat berharga. Praktek ini mengakibatkan penurunan pangsa keuntungan masing-masing pemilik saham, laba per saham atau *earning per share* turun. Maksimasi laba per saham bukanlah tujuan yang sepenuhnya sesuai karena tidak menentukan waktu atau durasi pengembalian yang diharapkan (Horne & Wachowicz, 2009: 3). Kelemahan lain dari tujuan maksimasi laba per saham adalah alat ukur tradisional yang digunakan mengukur laba investasi tidak mempertimbangkan risiko. Suatu perusahaan lebih atau kurang berisiko tergantung pada jumlah utangnya yang dihubungkan dengan ekuitas dalam struktur permodalannya. Risiko keuangan ini juga berkontribusi terhadap resiko menyeluruh bagi investor. Dua perusahaan mungkin saja memiliki laba per saham yang sama, namun jika arus laba satu

perusahaan jauh lebih beresiko daripada arus laba perusahaan lainnya, harga pasar per saham perusahaan tersebut mungkin akan lebih rendah.

Tujuan maksimasi laba tidak memungkinkan hadirnya efek kebijakan dividen terhadap harga pasar saham. Jika satu-satunya tujuan adalah memaksimalkan laba per saham, perusahaan tidak pernah membayar dividen. Perusahaan selalu berupaya meningkatkan laba per saham dengan menahan laba dan menginvestasikannya pada tingkat pengembalian yang positif meskipun dalam jumlah kecil. Sepanjang pembayaran dividen dapat memengaruhi nilai saham, maksimasi laba bersih per saham tidak menjadi tujuan yang memuaskan. Atas dasar alasan ini, tujuan maksimasi laba per saham mungkin tidak sama dengan maksimasi harga pasar per saham. Harga pasar saham perusahaan mewakili penilaian yang fokus pada semua pelaku pasar tentang nilai perusahaan. Perihal ini memperhitungkan laba per saham saat ini dan yang diharapkan di waktu yang akan datang dan tidak terlepas dari waktu, durasi, risiko laba, kebijakan dividen perusahaan dan faktor-faktor lain yang berhubungan dengan harga pasar saham. Harga pasar bertindak sebagai barometer kinerja perusahaan. Kondisi ini menunjukkan seberapa baik manajemen perusahaan bekerja atas kepentingan pemegang saham (Horne & Wachowicz, 2009: 4).

Perlindungan investor yang kuat dikaitkan dengan tata kelola perusahaan yang efektif sebagaimana tercermin dalam pasar keuangan yang luas dan berharga, membagi kepemilikan saham dan alokasi modal yang efisien. Implikasi penting dari pendekatan ini adalah membiarkan pasar keuangan bukanlah cara yang baik untuk mendorong keamanan hak kepemilikan. Pasar keuangan membutuhkan perlindungan dari investor luar, baik oleh pengadilan, instansi pemerintah, atau pelaku pasar sendiri. Perlindungan investor secara umum berhubungan dengan peraturan - peraturan pasar keuangan, berakar kuat pada struktur hukum masing-masing negara dan asal-usul undang-undangnya. Integrasi pasar-pasar modal dunia membuat reformasi perlindungan investor menjadi lebih baik saat ini dibanding pada waktu - waktu yang lalu (La Porta *et al.*, 2002).

Pada saat profitabilitas perusahaan rendah, perusahaan berkeinginan menurunkan posisi utang bersih untuk menghindari pemicu biaya-biaya kesulitan keuangan, perusahaan harus memilih meningkatkan saldo kas dibanding membayar utang. Jika perusahaan kemudian berkeinginan mengembalikan utang bersih ke tingkat yang lebih tinggi untuk mengambil keuntungan dari perisai pajak atas bunga atau *interest tax shield* akan lebih baik membayarkan uang tunai kepada pemegang saham pada waktu yang sama daripada menerbitkan utang baru yang menimbulkan biaya emisi. Efek fleksibilitas keuangan pada nilai perusahaan dapat begitu besar, namun pada saat terdapat peluang signifikan untuk bertumbuh pada sisi baiknya, atau pada saat perusahaan berkinerja buruk pada sisi negatifnya. Ketidakstabilan yang tinggi dalam profitabilitas perusahaan memperbesar nilai fleksibilitas keuangan. Perusahaan-perusahaan modal yang lebih fleksibel dapat secara parsial mengkompensasi pembiayaan eksternal yang mahal dan menunjukkan bahwa fleksibilitas keuangan dan investasi dapat saling mensubstitusi hingga batas-batas tertentu (Gamba & Triantis, 2007). Rajhans & Kaur (2013) menyimpulkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi faktor-faktor seperti; laba, penjualan, aset tetap dan WACC secara signifikan. Laba merupakan faktor terkuat memengaruhi nilai perusahaan yang diikuti oleh penjualan dan WACC. Hasil studi empiris ini bertentangan dengan teori populer yang menekankan bahwa WACC adalah faktor penentu utama nilai perusahaan.

Nilai perusahaan meningkat dengan peningkatan variabel-variabel seperti *net working capital* (NWC) dan *earning per share* (EPS). Namun, beberapa variabel seperti *leverage* keuangan atau *financial leverage*, ukuran perusahaan dan *return on asset* (ROA) tidak banyak berpengaruh terhadap harga saham. Hasil studi empiris ini menunjukkan korelasi yang tinggi antara variabel-variabel independen dan dependen. Dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan meningkat dengan meningkatnya EPS dan NWC. Variabel dependen, harga saham atau *stock price*, memiliki hubungan yang signifikan dengan EPS dan NWC (Awan *et al.*, 2018).

□ Pengukuran Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan nilai pasar dari sekuritas utang dan ekuitas perusahaan. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting bagi sebuah perusahaan, hal ini juga berarti memaksimalkan kekayaan pemegang saham sebagai tujuan utama perusahaan. Untuk mengukur nilai perusahaan atau *company value*, Cheng *et al.* (2010) dan Abor (2005) menggunakan *return on equity* (ROE), sementara Chien *et al.* (2008) menggunakan *earning per share* (EPS) selain ROE. Lin & Chang (2010) mengadopsi rasio *market-to-book value* (MTB) untuk mengidentifikasi nilai perusahaan, sementara Chung & Pruitt (1994) dan Lin (2010) menggunakan Tobin-Q untuk mengukur nilai perusahaan. Penjelasan tentang alat ukur nilai perusahaan di atas menunjukkan bahwa pengukuran nilai perusahaan yang sesuai adalah menggunakan ROE. Penelitian ini hanya menggunakan nilai buku ekuitas untuk menghitung nilai perusahaan (Cuong & Canh, 2012).

Anton (2016) menggunakan Tobin-Q (TQ) sebagai variabel dependen yang dihitung sebagai rasio antara nilai pasar dan nilai pergantian aset dan untuk meminimalkan pengaruh *outlier*, penelitian ini menggunakan logaritma nilai perusahaan. Kusiyah & Arief (2017) menggunakan rasio harga saham terhadap nilai buku saham atau *price to book value* (PBV) dalam mengukur nilai perusahaan dengan pertimbangan bahwa perusahaan akan terus bertumbuh. Budagaga (2017) menggunakan harga pasar saham atau *market value of share* dalam mengukur nilai perusahaan atau *company value*. Harga pasar saham diambil dari harga saham pada perdagangan penutupan pada akhir tahun.

Rasio harga terhadap pendapatan atau *price to earning ratio* (P/E) sebagai alat ukur nilai perusahaan dipertentangkan dengan alat ukur kepemilikan dan variabel kontrol lainnya. Tobin's Q telah digunakan oleh banyak peneliti sebagai alat ukur nilai perusahaan. Tobin's Q memiliki beberapa kelemahan jika digunakan sebagai ukuran nilai perusahaan. Pertama, dalam proses perhitungannya ditemukan beberapa kesewenang-wenangan. Misalnya, sulit untuk menemukan kriteria objektif untuk menghitung biaya pergantian. Harga pasar utang juga berisiko dan dapat dipengaruhi oleh kepemilikan manajemen. Rasio harga terhadap pendapatan atau P/E tidak memiliki kelemahan seperti yang dimiliki oleh Tobin's Q. Dalam

P/E, laba dapat dianggap sebagai ukuran biaya peluang modal pemegang saham dan harga ekuitas adalah ukuran nilai pasar perusahaan dari perspektif pemegang saham. Rasio harga terhadap laba atau P/E digunakan sebagai ukuran nilai perusahaan (Lee & Ryu, 2003).

B. Struktur Modal

Struktur modal perusahaan merujuk kepada sumber-sumber pembiayaan yang digunakan oleh perusahaan. Sumber-sumber pembiayaan mencakup utang, ekuitas dan kombinasi sekuritas yang digunakan untuk membiayai aset, operasi, dan pertumbuhan perusahaan. Struktur modal perusahaan dijuluki sebagai daya ungkit keuangan atau *financial leverage* dan merupakan penentu langsung risiko menyeluruh dan biaya modal perusahaan. Sumber modal memiliki konsekuensi penting bagi perusahaan dan dapat memengaruhi nilai perusahaan dan kekayaan pemegang saham (Baker & Martin, 2011: 1).

Paramasivan & Subramaniam (2012: 47) menyatakan istilah struktur modal mengacu pada hubungan antara berbagai sumber pembiayaan jangka panjang seperti saham biasa, saham preferen dan utang. Memutuskan struktur modal yang sesuai adalah keputusan penting manajemen keuangan karena berkaitan erat dengan nilai perusahaan. Struktur modal yang optimal dapat didefinisikan sebagai struktur modal atau bauran dari utang dan ekuitas yang mengarah pada maksimasi nilai perusahaan. Keputusan struktur modal bertujuan untuk dua tujuan yaitu maksimasi nilai perusahaan dan meminimalkan biaya modal secara keseluruhan.

Terdapat 2 (dua) alasan yang membuat struktur modal menjadi penting. Pertama, utang dan ekuitas memiliki biaya yang berbeda. Biaya yang berbeda mencakup perbedaan antara suku bunga dan tingkat pengembalian modal yang ditentukan. Biaya yang berbeda juga mencakup perbedaan-perbedaan dalam biaya flotasi sekuritas, biaya perlakuan pajak dan biaya yang terkait dengan risiko keuangan. Maksimasi nilai perusahaan membutuhkan minimasi biaya keseluruhan modal. Jadi, struktur modal yang optimal harus mewakili bauran pembiayaan utang dan ekuitas yang meminimasi jumlah biaya yang berbeda tersebut. Kedua, struktur modal penting karena utang perusahaan memengaruhi risiko finansialnya.

Pembayaran bunga merupakan tambahan biaya tetap yang meningkatkan volatilitas laba bersih atau *net income* dan laba bersih per saham atau *earning per share*. Kenaikan tingkat risiko meningkatkan bunga yang harus dibayar pada penerbitan obligasi. Pinjaman meningkatkan biaya modal ekuitas di pasar saham dan selanjutnya meningkatkan kemungkinan perusahaan dalam kondisi kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan (Broyles, 2003: 304).

Miglo (2016: 4 - 7) menyatakan terdapat 3 (tiga) alasan yang membuat struktur modal menjadi bidang yang hangat diperbincangkan dalam manajemen keuangan. Pertama, serangkaian survei yang dilakukan untuk kalangan eksekutif keuangan mengungkapkan terdapat kesenjangan yang sangat signifikan antara teori dan praktik struktur modal. Salah satu karya yang paling menonjol dalam keuangan korporasi, Graham & Harvey (2001) menulis bahwa para eksekutif menggunakan teknik utama yang diajarkan sekolah bisnis bertahun-tahun, yaitu *Net Present Value* (NPV) dan *Capital Assset Pricing Model* (CAPM) untuk menilai proyek dan memperkirakan biaya ekuitas. Para eksekutif keuangan cenderung menggunakan faktor-faktor dan teori-teori akademis dalam menentukan struktur modal. Kedua, para peneliti memiliki pendapat yang sangat berbeda. Terdapat sejumlah yang bersandar pada teori *trade-off* sebagai kekuatan pendorong keputusan-keputusan struktur modal, sementara yang lainnya bersandar pada teori *pecking-order*. Ketiga, masalah-masalah informasi asimetris dan bahaya moral antara para investor dan para penerbit berbagai sekuritas memegang peran penting dalam krisis keuangan tahun 2008 dan 2009.

Perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi cenderung memiliki tingkat *leverage* yang rendah. Perihal ini mendukung teori *trade-off*, karena peluang pertumbuhan mengarah pada kenaikan biaya kesulitan keuangan yang dapat meng-*offset* manfaat pajak utang. Teori arus kas bebas juga memprediksi bahwa perusahaan dengan potensi pertumbuhan lebih tinggi memiliki sedikit kebutuhan atas efek mendisiplinkan dari pembayaran utang untuk mencegah pemborosan manajemen (Baker & Martin, 2011: 33). Pertumbuhan penjualan perusahaan membutuhkan pertumbuhan modal operasi, seringkali mengharuskan penerimaan dana eksternal dinaikkan dalam bentuk utang dan ekuitas. Bauran utang dan ekuitas

perusahaan disebut struktur modal. Meskipun tingkat utang dan ekuitas aktual dapat berbeda dari waktu ke waktu, kebanyakan perusahaan mencoba untuk menjaga bauran pembiayaan dengan berusaha mendekati struktur modal sasaran. Sama seperti keputusan-keputusan operasional, manajer harus membuat keputusan struktur modal yang dirancang untuk memaksimalkan nilai intrinsik perusahaan (Ehrhardt & Brigham, 2011: 600).

Leverage keuangan memiliki tiga implikasi penting: 1) Dengan mengumpulkan dana melalui utang, pemegang saham dapat mempertahankan pengendaliannya atas perusahaan tanpa meningkatkan investasi. 2) Jika perusahaan mendapat lebih banyak pengembalian dari investasi yang dibiayai dengan dana pinjaman dibanding bunga yang dibayarkan, tingkat pengembalian kepada pemegang saham diperbesar atau *leveraged*, tapi risiko perusahaan juga semakin besar. (3) Kreditor menyoroti ekuitas atau dana yang ditanamkan oleh pemilik untuk mengetahui margin keselamatan, semakin tinggi proporsi dana yang ditanam oleh pemegang saham, semakin kecil risiko yang dihadapi kreditor (Ehrhardt & Brigham, 2011: 94).

Mireku *et al.* (2014) menemukan bahwa perusahaan lebih bergantung pada utang jangka pendek daripada utang jangka panjang. Profitabilitas memiliki hubungan negatif dengan *leverage* keuangan. Ini berarti bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas dan kinerja bagus memiliki lebih sedikit utang dan lebih bergantung pada sumber pembiayaan internal sehingga mendukung teori *pecking order*. Sementara, hasil penelitian Gill *et al.* (2009) menyatakan tidak ada hubungan yang signifikan antara peluang-peluang pertumbuhan dan *leverage* ditemukan. Hal ini bermakna bahwa peluang pertumbuhan bukanlah penentu struktur modal.

Shubita & Alsawalhah (2012) menyimpulkan adanya hubungan signifikan dan negatif antara utang dan profitabilitas. Perihal ini menyiratkan bahwa kenaikan posisi utang dikaitkan dengan penurunan profitabilitas. Semakin tinggi utang, semakin rendah profitabilitas perusahaan. Temuan ini bertentangan dengan penelitian empiris sebelumnya seperti penelitian oleh Abor (2005). Perihal ini mungkin disebabkan kemerosotan ekonomi. Selama terjadi penurunan ekonomi, tingkat penjualan cenderung turun sehingga menyebabkan masalah arus masuk modal bagi perusahaan.

Akibatnya, perusahaan mulai melakukan pembayaran kewajiban secara terlambat atau *default*. Oleh karena itu, penting bagi kreditur untuk memahami dan menilai arus kas, tingkat aset dan kewajiban, nilai pasar dan ketidakstabilan aset perusahaan, likuiditas aset dan lain-lain per tahun untuk mengendalikan perusahaan (Gill *et al.*, 2011).

Struktur modal yang optimal merupakan bauran pembiayaan yang memaksimalkan nilai perusahaan. Jika, nilai perusahaan tidak bergantung pada bauran pembiayaan, maka struktur modal yang optimal tidak ada. Teori struktur modal moderen dimulai oleh Modigliani & Miller (1958) dan mempelopori penelitian-penelitian sehubungan dengan struktur modal dan nilai perusahaan. Dalam teori yang berpengaruh ini ditunjukkan bahwa pada pasar modal dengan kondisi persaingan ketat, tanpa friksi dan lengkap, nilai perusahaan tidak tergantung pada struktur modal. Para manajer tidak dapat mengubah nilai perusahaan atau biaya modal dengan struktur modal yang mereka pilih, namun risiko bisnis sendiri menentukan biaya modal. Dengan demikian, keputusan-keputusan pembiayaan dan struktur modal bukan merupakan pemacu peningkatan nilai pemegang saham dan dianggap tidak relevan. (Baker & Martin, 2011: 2).

Brigham & Houston (2009: 418) menyatakan bahwa struktur modal optimal perusahaan didefinisikan sebagai struktur modal yang memaksimalkan harga saham. Dalam praktik banyak manajer menganggap struktur modal optimal berada pada satu kisaran seperti 40% hingga 50% utang dan bukan sebagai angka yang tepat misalnya 45% utang. Brigham & Houston (2009: 429 - 430) menyatakan, "*The optimal capital structure is the one that maximizes the price of the firm's stock, and this generally calls for a debt ratio that is lower than the one that maximizes expected EPS.*" Harga saham berhubungan positif dengan pendapatan yang diharapkan, namun berhubungan negatif dengan risiko yang lebih tinggi. Tingkat utang yang lebih tinggi meningkatkan EPS yang diharapkan, *leverage* bekerja untuk menaikkan harga saham. Kondisi ini juga meningkatkan risiko perusahaan dan biaya ekuitas yang akan menurunkan harga saham.

Struktur modal yang optimal mempertimbangkan dan menyeimbangkan persaingan kebutuhan-kebutuhan dan tujuan-

tujuan semua pemangku kepentingan dalam mempertahankan tujuan maksimasi nilai. Analis, investor, dan pemangku kepentingan lainnya berusaha untuk menentukan apakah perusahaan telah mempertimbangkan dan menyeimbangkan kebutuhan-kebutuhan perusahaan untuk mendukung strateginya dengan tepat. Struktur modal yang ada harus dievaluasi untuk menentukan prioritas dan penskalaan kebutuhan-kebutuhan yang tepat, termasuk likuiditas operasi, cadangan kas atau *dry powder*, dana pensiun dan daya ungkit atau *leverage*, dividen dan pembelian kembali saham.

Penilaian-penilaian yang didasarkan pada pertumbuhan yang menguntungkan, pertumbuhan modal mewakili penggunaan uang kas dengan potensi kenaikan terbesar bagi banyak perusahaan. Cadangan kas dapat menyediakan dukungan likuiditas atas peristiwa risiko kekurangan kas. Akan tetapi, peluang-peluang pertumbuhan pembiayaan awal dengan menahan kelebihan uang menciptakan hambatan terhadap tingkat pengembalian modal yang digunakan atau *Return On Capital Employed (ROCE)*, laba ekonomi dan NPV, keadaan akan cenderung memburuk seiring dengan kenaikan suku bunga dan pertumbuhan saldo kas (Pettit, 2007: 109 - 110).

Agarwal (2013: 2) mengutip proposisi Ivo Welch (2009) yang menyatakan bahwa keputusan-keputusan struktur modal adalah sebuah misteri. Keputusan-keputusan modal dari sebuah perusahaan biasanya dievaluasi secara independen berdasarkan keadaan-keadaan yang dihadapi. Lingkup misteri dievaluasi oleh pihak luar di mana kinerja diukur menggunakan pembandingan-pembandingan. Prinsip manfaat dan biaya adalah praktis namun tidak menawarkan penyelesaian-penyelesaian yang masuk akal atas variasi-variasi yang diamati pada keputusan-keputusan struktur modal. Proses pengambilan keputusan sangat kompleks dan proses tersebut dibagi menjadi tujuh tahapan. Tujuh tahapan pengambilan keputusan yang memengaruhi keputusan:

- 1) Menentukan tujuan-tujuan perusahaan, manajemen dan pemangku kepentingan lainnya menggunakan parameter keuangan dan non keuangan.
- 2) Mengkaji, memilih dan menghilangkan tujuan-tujuan untuk tiba pada tujuan-tujuan yang paling relevan.
- 3) Memprioritaskan tujuan-tujuan penting.

- 4) Mempersepsi, mengidentifikasi, mengkaji dan mengkuantifikasi kendala-kendala internal dan eksternal dan batasan-batasan pembuat keputusan.
- 5) Mengidentifikasi kemungkinan rangkaian tindakan untuk mencapai tujuan-tujuan tersebut berdasarkan kendala-kendala yang ada.
- 6) Menilai dan meninjau kembali pilihan-pilihan yang mungkin tersedia sesuai dengan rangkaian prioritas dengan memastikan bahwa tidak ada tujuan atau kendala yang tidak dipertimbangkan.
- 7) Melaksanakan pilihan, mengevaluasi hasil dan memodifikasi rangkaian tindakan-tindakan di waktu yang akan datang.

Berbeda dengan dalil-dalil ekonomi Franco Modigliani dan Merton H. Miller yang berkonsentrasi pada fungsi tujuan tunggal yaitu maksimasi nilai perusahaan melalui keputusan-keputusan struktur modal, proses ini menginginkan kehadiran lebih dari satu tujuan. Sebagian besar model-model struktur modal mendefinisikan pembuatan keputusan sebagai pendekatan terbatas yang dikembangkan terhadap dua variabel. Pertama, biaya modal didefinisikan sebagai biaya rata-rata tertimbang modal. Kedua, laba kas suatu perusahaan (Agarwal, 2013: 3).

□ Teori Struktur Modal

Teori struktur modal modern dimulai pada tahun 1958 pada saat Profesor Franco Modigliani dan Merton Miller (selanjutnya disebut MM) menerbitkan artikel keuangan paling berpengaruh yang pernah ditulis. MM membuktikan menggunakan asumsi-asumsi yang membatasi bahwa nilai perusahaan seharusnya tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Hasil karya MM menunjukkan bahwa tidak menjadi masalah bagaimana perusahaan membiayai operasinya, oleh karena itu struktur modal menjadi sesuatu yang tidak relevan. Namun, asumsi-asumsi yang digunakan dalam studi MM tidak realistis oleh sebab itu hasilnya dipertanyakan. Berikut adalah rangkaian parsial asumsi-asumsi yang digunakan (Brigham & Houston, 2009: 435):

- 1) Tidak ada biaya perantara atau *brokerage cost*.
- 2) Tidak ada pajak.
- 3) Tidak ada biaya kebangkrutan atau *bankruptcy cost*.

- 4) Para investor dapat meminjam pada tingkat bunga yang sama dengan perusahaan-perusahaan.
- 5) Semua investor memiliki informasi yang sama dengan para manajemen perusahaan tentang kesempatan-kesempatan investasi masa depan perusahaan-perusahaan.
- 6) EBIT (*Earning before Interest and Tax*) tidak dipengaruhi oleh penggunaan utang.

Dengan menunjukkan kondisi-kondisi di mana struktur modal tidak relevan, MM memberikan petunjuk-petunjuk tentang apa saja yang dibutuhkan agar struktur modal menjadi relevan dan pada akhirnya memengaruhi nilai perusahaan. Karya MM ini merupakan awal dari penelitian struktur modal modern dan penelitian selanjutnya fokus pada relaksasi asumsi-asumsi MM untuk mengembangkan teori yang lebih kuat dan realistis. Ringkasan pokok-pokok bahasan dalam buku ini sebagai berikut.

1) Efek Pajak

MM mengakui bahwa Undang-undang Pajak memungkinkan perusahaan mengurangi pembayaran bunga sebagai biaya, namun pembayaran dividen kepada pemegang saham tidak dapat dikurangkan. Perlakuan berbeda ini mendorong perusahaan untuk menggunakan utang dalam struktur permodalan. MM menunjukkan bahwa jika semua asumsi yang digunakan terpenuhi, perlakuan yang berbeda ini mengarah pada struktur modal optimal yang terdiri dari 100% utang.

Karya MM tahun 1963 diubah beberapa tahun kemudian oleh Merton Miller sendiri yang memasukkan dampak pajak pribadi. Miller mencatat bahwa obligasi membayar bunga yang dikenai pajak sebagai pendapatan pribadi pada tarif yang meningkat menjadi 35%, sementara pendapatan dari saham sebagian berasal dari dividen dan sebagian lagi dari keuntungan modal. Sebagian besar keuntungan modal jangka panjang dikenai pajak dengan tarif maksimum 15%, dan pajak ini dapat ditangguhkan hingga semua saham terjual dan keuntungannya terealisasi. Jika sejumlah saham ditahan hingga pemilikinya meninggal dunia, tidak ada pajak keuntungan modal yang harus dibayar.

Miller menjelaskan; (1) sifat bunga yang dapat dikurangkan sebagai biaya membuat penggunaan pembiayaan utang lebih disukai, namun (2) perlakuan pajak yang lebih baik atas pendapatan dari

saham menurunkan tingkat pengembalian yang diharapkan dari saham dan penggunaan ekuitas menjadi disukai. Sulit menentukan efek bersih kedua faktor ini. Kebanyakan peneliti meyakini dampaknya bunga dikurangkan memiliki efek yang lebih kuat dan sistem perpajakan lebih menyukai perusahaan menggunakan utang. Efek tersebut tentu saja dikurangi dengan pajak yang lebih rendah atas pendapatan saham. Profesor *Duke University*, John Graham, memperkirakan keseluruhan manfaat pajak dari pembiayaan utang dan menyimpulkan bahwa manfaat pajak disamakan dengan pembiayaan utang yang mewakili sekitar 7% dari nilai rata-rata perusahaan. Maka, perusahaan yang bebas *leverage* memutuskan menggunakan jumlah rata-rata utang, nilainya akan naik sebesar 7% (Brigham & Houston, 2009: 436 - 437).

2) Efek Potensi Kebangkrutan

Ketidakrelevanan menurut MM juga bergantung pada asumsi bahwa perusahaan tidak akan bangkrut dan karena itu biaya kebangkrutan tidak relevan. Dalam praktik, kebangkrutan ada dan dapat sangat mahal. Perusahaan-perusahaan dalam kebangkrutan memiliki biaya legalitas dan akuntansi yang mahal dan menghadapi waktu-waktu yang sulit mempertahankan pelanggan, pemasok dan karyawan. Bahkan, kebangkrutan sering memaksa perusahaan melikuidasi asset yang nilainya sudah sangat berkurang jika perusahaan terus beroperasi.

Ancaman kebangkrutan, bukan hanya kebangkrutan itu sendiri, namun memuat masalah-masalah seperti masa depan perusahaan, karyawan-karyawan inti mulai pindah, pemasok mulai menolak untuk memberikan kredit, pelanggan mulai mencari pemasok yang lebih stabil dan pemberi pinjaman mulai menuntut suku bunga yang lebih tinggi dan menerapkan persyaratan pinjaman yang lebih ketat.

Masalah-masalah terkait kebangkrutan cenderung menurunkan proporsi utang dalam struktur modal perusahaan. Biaya-biaya kebangkrutan membuat perusahaan enggan meningkatkan penggunaan utang ke tingkat yang berlebihan. Biaya-biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan memiliki dua komponen; (1) kemungkinan timbulnya, dan (2) biaya-biaya yang akan terjadi jika kesulitan finansial meningkat. Suatu perusahaan yang pendapatannya relatif mudah berubah atau volatil, hal-hal lain sama

atau tetap, menghadapi kemungkinan kebangkrutan lebih besar, sebaiknya menggunakan lebih sedikit utang dibanding perusahaan dengan pendapatan yang lebih stabil. Kondisi ini konsisten dengan fokus pembahasan awal bahwa perusahaan dengan *leverage* operasi tinggi (dan juga risiko bisnis yang lebih besar) sebaiknya membatasi penggunaan utang. (Brigham & Houston, 2009: 437 - 438).

3) *Trade-Off Theory*

Teori *leverage trade-off*, Kraus and Litzenberger (1973) mengedepankan bahwa perusahaan memilih seberapa besar pembiayaan utang dan pembiayaan ekuitas dengan menyeimbangkan biaya dan manfaat. Perusahaan menyeimbangkan atau menselaraskan manfaat pajak dari pembiayaan utang dengan masalah-masalah yang disebabkan oleh potensi kebangkrutan. Ringkasan dari teori *trade-off* diungkapkan sebagai berikut:

- a. Fakta bahwa bunga utang yang dibayarkan adalah biaya yang dapat dikurangkan membuat utang menjadi lebih murah dibanding saham biasa atau preferen. Sebenarnya pemerintah membayar sebagian biaya utang atau dengan kata lain utang menyediakan *tax shelter benefits*. Hasilnya, menggunakan lebih banyak utang mengurangi pajak sehingga memungkinkan lebih banyak pendapatan operasional (EBIT) perusahaan mengalir kepada investor. Faktor ini menjadi fokus MM dan cenderung menaikkan harga saham. Memang, di dalam asumsi karya asli MM, harga saham akan maksimal pada struktur modal yang terdiri dari 100% utang.
- b. Pada dunia nyata, perusahaan-perusahaan memiliki target rasio utang kurang dari 100% dengan alasan untuk menahan efek buruk dari potensi kebangkrutan.
- c. Terdapat beberapa tingkat interval batas utang, pada interval di bawah titik di mana biaya-biaya kebangkrutan menjadi material, probabilitas kebangkrutan sangat rendah sehingga tidak material. Pada interval di atas titik biaya-biaya kebangkrutan menjadi material hingga pada titik struktur modal optimal, biaya-biaya terkait kebangkrutan menjadi semakin material dan mulai diseimbangkan dengan manfaat pajak dari utang. Pada interval diantara titik di mana biaya-biaya kebangkrutan menjadi material hingga pada titik struktur modal optimal, biaya-biaya kebangkrutan berkurang namun tidak sepenuhnya

seimbang dengan manfaat-manfaat pajak utang; sehingga harga saham perusahaan terus meningkat (namun pada tingkat yang semakin menurun) seiring dengan rasio utang yang meningkat. Namun setelah titik struktur modal optimal, biaya terkait kebangkrutan melebihi manfaat pajak; mulai dari titik ini, meningkatkan rasio utang akan menurunkan harga saham. Oleh karena itu, titik struktur modal optimal merupakan titik di mana harga saham maksimal.

- d. Aspek lain yang mengganggu dari teori struktur modal adalah fakta bahwa banyak perusahaan besar dan sukses seperti Intel dan Microsoft menggunakan jumlah utang jauh lebih kecil dari yang disampaikan pada teori tersebut. Hal ini menyebabkan berkembangnya *signaling theory* (Brigham & Houston, 2009: 438-439).

4) *Signaling Theory*

Signaling theory pertama sekali diinisiasi oleh Michael Spence (1973) dan dikembangkan oleh MM dengan asumsi bahwa semua investor dan manajer memiliki informasi yang sama tentang prospek perusahaan atau memiliki informasi simetris. Fakta menunjukkan manajer sering memiliki informasi yang lebih baik dibanding investor luar atau informasi asimetris. Perihal ini memiliki efek penting pada struktur modal yang optimal. Satu situasi di mana manajer perusahaan mengetahui bahwa prospek perusahaan sangat menguntungkan (Perusahaan F) dan satu situasi lain di mana para manajer mengetahui bahwa prospek perusahaan tidak menguntungkan (Perusahaan U).

Para pemegang saham yang ada dan manajer tidak perlu berbagi manfaat produk baru dengan pemegang saham baru. Oleh karena itu, diharapkan suatu perusahaan dengan prospek yang sangat baik menghindari penjualan saham dan sebaliknya meningkatkan modal baru yang dibutuhkan dengan menggunakan utang baru meskipun akan meningkatkan rasio utang melampaui target tingkat utang. Perusahaan dengan prospek yang sangat cerah memilih untuk tidak melakukan pembiayaan dengan penawaran saham baru, sementara perusahaan dengan prospek yang buruk ingin melakukan pembiayaan dari luar. Perusahaan yang berencana untuk menerbitkan saham baru mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut sedang menghadapi prospek yang kurang baik.

Manajer portofolio yang canggih akan mengedepankan pendapat terhadap rencana manajemen perusahaan menerbitkan saham baru sebagai berikut, *“In a nutshell, the announcement of a stock offering is generally taken as a signal that the firm’s prospects as seen by its management are not bright.”* Pada gilirannya, jika suatu perusahaan mengumumkan penawaran saham baru, harga sahamnya akan turun. Berbagai penelitian empiris telah membuktikan situasi ini memang ada atau terjadi.

Penerbitan saham baru memancarkan sinyal negatif dan dengan demikian cenderung menekan harga saham, meskipun prospek perusahaan cerah pada saat normal, perusahaan harus mempertahankan cadangan kapasitas peminjaman yang dapat digunakan pada saat beberapa peluang investasi yang baik datang. *This means that firms should, in normal times, use more equity and less debt than is suggested by the tax benefit/bankruptcy cost trade-off model* (Brigham & Houston, 2009: 439-440).

5) Menggunakan Pembiayaan Utang untuk Membatasi Manajer

Konflik kepentingan dapat terjadi jika manajer dan pemegang saham memiliki tujuan yang berbeda. Konflik-konflik semacam ini sangat mungkin terjadi ketika perusahaan memiliki lebih banyak uang kas daripada yang dibutuhkan untuk menjalankan operasi intinya. Para manajer sering menggunakan kelebihan uang kas tersebut untuk membiayai proyek-proyek yang disukai atau untuk keuntungan tambahan yang bersifat pribadi seperti kantor mewah, jet perusahaan dan ruangan mewah atau *skybox* di arena olahraga yang keseluruhannya mungkin hanya sedikit memberi manfaat terhadap peningkatan harga saham. Sebaliknya, para manajer dengan arus kas bebas yang lebih terbatas tidak akan dapat melakukan pemborosan tersebut.

Perusahaan dapat mengurangi kelebihan arus kas dengan berbagai cara. Salah satu cara adalah menyalurkan sejumlah kelebihan kas kembali kepada pemegang saham dengan pembayaran dividen yang lebih tinggi atau pembelian saham kembali. Alternatif lain adalah mengubah struktur modal sasaran ke arah utang yang lebih banyak dengan harapan persyaratan-persyaratan utang yang lebih banyak akan memaksa para manajer untuk lebih disiplin.

Leveraged buyout (LBO) atau mengakuisisi perusahaan lain dengan menggunakan utang yang signifikan merupakan cara yang

baik untuk mengurangi kelebihan arus kas. Dalam LBO, utang digunakan untuk membiayai pembelian saham perusahaan dengan persentasi yang tinggi. Tabungan yang diproyeksikan dari pengurangan pengeluaran yang sembarangan telah memotivasi dilaksanakannya hanya beberapa *leveraged buyout*. Tingginya pembayaran-pembayaran utang setelah pelaksanaan LBO, para manajer terpaksa menghemat uang kas dengan meniadakan pengeluaran-pengeluaran yang tidak perlu.

Tentu saja, meningkatkan utang dan mengurangi arus kas bebas memiliki kelemahan. Tindakan Ini meningkatkan risiko kebangkrutan. Seorang profesor (yang juga ketua *Federal Reserve*) berpendapat bahwa menambahkan utang ke dalam struktur modal perusahaan adalah sama seperti menempelkan belati pada setir mobil. Belati yang mengarah ke dada dan membuat pengemudi untuk lebih hati-hati, namun dapat saja tertusuk jika belati didotrangkan ke dada walaupun sudah dalam kondisi sangat hati-hati. Analogi ini berlaku untuk perusahaan dalam pengertian sebagai berikut; utang yang lebih tinggi memaksa para manajer lebih berhati-hati dengan uang para pemegang saham, tetapi perusahaan yang dikelola dengan baik sekalipun dapat menghadapi kebangkrutan (ditikam) jika ada kejadian di luar kendali manusia, seperti perang, gempa bumi, pemogokan atau resesi. Untuk menyempurnakan analogi tersebut, keputusan struktur modal dibuat untuk menentukan seberapa besar belati para pemegang saham harus digunakan untuk menjaga agar para manajer tetap sejalan (Brigham & Houston, 2009: 440 - 441).

❑ Faktor-Faktor yang Dipertimbangkan dalam Membuat Keputusan Struktur Modal

Secara umum perusahaan-perusahaan mempertimbangkan faktor-faktor berikut pada saat membuat keputusan struktur modal (Brigham & Houston, 2009: 442 - 443):

- 1) **Stabilitas penjualan.** Perusahaan yang penjualannya relatif stabil dapat dengan aman menggunakan lebih banyak utang dan mendapat beban-beban tetap yang lebih tinggi dibanding perusahaan dengan penjualan yang tidak stabil. Perusahaan-perusahaan utilitas karena permintaan produknya yang stabil secara historis sudah mampu menggunakan lebih besar *leverage* keuangan dibanding perusahaan industri.

- 2) **Struktur aset.** Perusahaan-perusahaan yang asset-asetnya dapat dijadikan sebagai jaminan pinjaman cenderung menggunakan utang dalam jumlah besar. Aset-aset untuk tujuan umum dapat digunakan oleh berbagai perusahaan sebagai agunan yang baik, sedangkan aset-aset untuk tujuan khusus tidak. Perusahaan-perusahaan pengembang perumahan biasanya sangat *leverage* atau menggunakan banyak utang sementara aset-aset perusahaan-perusahaan yang terlibat dalam penelitian teknologi tidak.
- 3) **Operating leverage.** Hal-hal lain dianggap sama, perusahaan dengan *leverage* operasi lebih kecil lebih mampu memanfaatkan *leverage* keuangan karena akan memiliki risiko bisnis lebih kecil.
- 4) **Tingkat pertumbuhan.** Hal-hal lain dianggap sama, perusahaan-perusahaan yang tumbuh lebih cepat harus mengandalkan lebih banyak modal eksternal. Selanjutnya, biaya flotasi dalam penjualan saham biasa melebihi yang terjadi saat menjual utang mendorong perusahaan-perusahaan yang bertumbuh pesat lebih mengandalkan utang. Akan tetapi pada saat yang sama, perusahaan-perusahaan itu sering menghadapi ketidakpastian yang lebih tinggi yang cenderung mengurangi kesediaan mereka untuk menggunakan utang.
- 5) **Profitabilitas.** Sering ditemukan bahwa perusahaan-perusahaan dengan tingkat pengembalian yang sangat tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif sedikit. Meski tidak ada pembenaran teoritis untuk fakta ini, satu penjelasan praktis atas hal ini adalah perusahaan-perusahaan yang sangat menguntungkan seperti Intel, Microsoft dan Google tidak perlu melakukan banyak pembiayaan utang. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan-perusahaan tersebut melakukan sebagian besar pembiayaannya dengan dana yang dihasilkan secara internal.
- 6) **Pajak.** Bunga adalah biaya yang dapat dikurangkan dan pengurangan biaya bunga sangat berguna bagi perusahaan pada saat tarif pajak tinggi. Oleh sebab itu, semakin tinggi tarif pajak perusahaan, semakin besar pula keuntungan dari utang.
- 7) **Kontrol.** Efek dari utang dibanding saham dalam posisi pengendalian manajemen dapat memengaruhi struktur modal. Jika manajemen saat ini memiliki kontrol (hak suara) lebih dari

50% saham dan tidak dalam posisi akan membeli saham lagi, manajemen dapat memilih utang untuk pendanaan baru. Di sisi lain, manajemen mungkin memutuskan untuk menggunakan ekuitas jika situasi keuangan perusahaan sangat lemah sehingga penggunaan utang mungkin menyebabkan risiko gagal bayar atau *default* yang serius. Jika perusahaan masuk *default*, manajer mungkin kehilangan pekerjaannya. Namun, jika terlalu sedikit utang digunakan, manajemen menanggung risiko pengambilalihan. Jadi, pertimbangan-pertimbangan pengendalian dapat menggiring kepada penggunaan utang atau ekuitas karena jenis modal yang terbaik untuk melindungi manajemen bervariasi dari situasi ke situasi.

- 8) **Sikap manajemen.** Tidak ada yang dapat membuktikan bahwa satu struktur modal menuntun kepada harga saham yang lebih tinggi dibanding yang lain. Selanjutnya, manajemen dapat menguji penilaiannya sendiri mengenai struktur modal yang tepat. Beberapa manajer cenderung konservatif secara relatif dan dengan menggunakan lebih sedikit utang daripada perusahaan rata-rata di dalam industri, sedangkan para manajer yang agresif menggunakan persentase utang yang relatif tinggi dalam pencarian mereka untuk keuntungan yang lebih tinggi.
- 9) **Sikap Pemberi Pinjaman dan Lembaga Pemeringkat.** Terlepas dari analisis manajer tentang faktor-faktor *leverage* yang tepat untuk perusahaannya, sikap pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat sering memengaruhi keputusan struktur keuangan. Perusahaan-perusahaan sering berdiskusi tentang struktur modal perusahaannya dengan para kreditur dan lembaga pemeringkat dan memberi bobot yang besar atas saran-saran yang diberikan. Misalnya, Moody's dan Standard & Poor's baru-baru ini memberitahu suatu perusahaan utilitas besar bahwa harga obligasinya akan turun jika menerbitkan lebih banyak obligasi. Saran ini memengaruhi keputusannya dan pembiayaan berikutnya adalah dengan saham biasa.
- 10) **Kondisi pasar.** Kondisi pasar saham dan obligasi mengalami perubahan-perubahan jangka pendek dan jangka panjang yang memiliki pengaruh penting terhadap struktur modal optimal perusahaan. Misalnya, selama krisis kredit baru-baru ini, pasar obligasi dengan risiko dan hasil tinggi menghilang dan tidak ada

pasar obligasi jangka panjang baru dengan tingkat suku bunga yang masuk akal yang dinilai di bawah BBB. Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan dengan peringkat rendah yang membutuhkan modal dipaksa untuk pergi ke pasar saham atau ke pasar utang jangka pendek, terlepas dari target struktur modalnya. Pada saat kondisi mereda, perusahaan-perusahaan ini menjual obligasi-obligasi jangka panjang untuk mendapatkan target struktur modalnya kembali.

- 11) **Kondisi internal perusahaan.** Kondisi internal perusahaan sendiri juga dapat memiliki pengaruh pada target struktur modal. Misalnya, anggap sebuah perusahaan baru berhasil menyelesaikan program Riset & Pengembangannya dan memperkirakan pendapatan yang lebih tinggi di masa yang akan datang. Namun, pendapatan baru belum diantisipasi investor dan karena itu tidak tercermin dalam harga saham. Perusahaan ini tidak mau menerbitkan saham, lebih memilih pembiayaan utang hingga pendapatan yang lebih tinggi terealisasi dan tercermin dalam harga saham. Lalu perusahaan dapat menjual saham biasa yang diterbitkan, menggunakan dana tersebut untuk menyelesaikan utang dan kembali kepada target struktur modalnya.
- 12) **Fleksibilitas keuangan.** Bendahara perusahaan yang cerdas membuat pernyataan ini kepada penulis. "Perusahaan kami dapat memperoleh lebih banyak uang dari penganggaran modal yang baik dan keputusan operasional daripada keputusan pembiayaan yang baik. Tentu, kami tidak memiliki keyakinan pasti tentang bagaimana keputusan pembiayaan memengaruhi harga saham perusahaan, tapi kami mengetahui pasti bahwa kami harus menghentikan spekulasi-spekulasi yang menjanjikan karena dana tidak tersedia dan akan mengurangi profitabilitas perusahaan jangka panjang. Untuk alasan ini, tujuan utama saya sebagai bendahara adalah selalu berada dalam posisi untuk meningkatkan modal yang dibutuhkan untuk mendukung operasi.

Kapan waktu baik untuk dapat meningkatkan modal baik dengan menggunakan saham atau obligasi, namun bila waktu buruk, para pemasok modal jauh lebih banyak bersedia menyediakan dana jika kami memberi mereka posisi yang lebih kuat dan hal ini berarti

utang. Selanjutnya, saat kami menjual saham yang baru diterbitkan, tindakan ini akan mengirimkan "Sinyal" negatif kepada investor, jadi penjualan-penjualan saham oleh perusahaan yang mapan seperti perusahaan kami tidak diinginkan."

Menggabungkan semua pemikiran di atas menghadirkan suatu tujuan mempertahankan fleksibilitas finansial dan dari sudut pandang operasional berarti mempertahankan "kapasitas cadangan pinjaman" yang memadai. Menentukan cadangan yang "memadai" merupakan penilaian, namun penilaian jelas tergantung pada perkiraan kebutuhan dana perusahaan, kondisi pasar modal, kepercayaan manajemen terhadap prakiraan yang dibuat dan konsekuensi kekurangan modal.

□ Pengukuran Struktur Modal

Berbagai ukuran struktur modal telah dipertimbangkan dalam literatur, namun kebanyakan penelitian menggunakan ukuran *leverage* yang menunjukkan ukuran utang perusahaan. Tidak ada konsensus tentang ukuran *leverage* yang mana yang harus digunakan. Sejumlah studi menganggap rasio utang sebagai ukuran *leverage* (Shyam-Sunder & Myers (1999), Fama & French (2002)). Fisseha (2010) mengutip penelitian Rajan & Zingales (1995), Booth *et al.* (2001) dan Ashenafi (2005) yang menyatakan bahwa ketiga penelitian menggunakan satu ukuran *leverage* yaitu Rasio Utang terhadap Ekuitas atau *Debt to Equity Ratio* (Fisseha, 2010: 38).

Shubita & Alsawalhah (2012) dalam riset tentang analisa hubungan struktur modal dan profitabilitas perusahaan menggunakan 3 indikator pengukuran struktur modal sebagai berikut:

- 1) Rasio Utang Jangka Pendek terhadap Total Aktiva atau *Short Term Debt to Total Assets Ratio*.
- 2) Rasio Utang Jangka Panjang terhadap Total Aktiva atau *Long Term Debt to Total Assets Ratio*.
- 3) Rasio Total Utang terhadap Total Aktiva atau *Total Debts to Total Assets Ratio*.

Terdapat berbagai rasio yang dapat digunakan untuk mengukur struktur modal suatu perusahaan dan pada dasarnya rasio mana yang menjadi pilihan peneliti sangat tergantung pada tujuan

penelitian itu sendiri. Song (2005) memilih untuk menggunakan 4 indikator pengukuran struktur modal sebagai berikut:

- 1) Rasio Total Kewajiban Terhadap Total Aktiva atau *Total Liabilities to Total Assets Ratio*.
- 2) Rasio Total Utang terhadap Total Aset atau *Total Debts to Total Assets Ratio*.
- 3) Rasio Total Utang terhadap Aktiva Bersih atau *Total Debts to Net Assets Ratio*.
- 4) Rasio Total Utang terhadap Modal atau *Total Debts to Equity Ratio*.

Salim & Yadav (2012) mengutip literatur terdahulu (Abor (2005), Abor (2007), Saedi (2009) dan Ebaid (2009)) yang menyatakan bahwa *leverage* keuangan dalam penelitian diukur dengan menggunakan tiga rasio:

- 1) Rasio Utang Jangka Pendek terhadap Total Aset atau *Short Term Debt to Total Assets Ratio*.
- 2) Rasio Utang Jangka Panjang terhadap Total Aset atau *Long Term Debt to Total Assets Ratio*.
- 3) Total Utang terhadap Total Aset atau *Total Debts to Total Assets Ratio*.

Untuk menghitung nilai pasar modal, peneliti menggunakan nilai pasar dan jumlah saham yang diterbitkan pada akhir setiap periode. Dana pemegang saham digunakan untuk mewakili nilai buku modal. Ukuran yang digunakan untuk *leverage* adalah rasio kewajiban total atau *total liability ratio* (TL). Rasio kewajiban total dianggap sebagai ukuran yang paling tepat untuk struktur modal oleh Salehi & Biglar (2009) dengan alasan berikut; pertama, ketika perusahaan ingin memperoleh lebih banyak utang, kreditur/pemberi pinjaman tidak hanya akan melihat utang jangka panjang perusahaan namun juga situasi utang perusahaan periode berjalan serta total kewajibannya. Selain itu, mereka berpendapat bahwa utang jangka pendek sampai batas tertentu cukup dianggap sebagai bagian dari total asset (Mireku *et al.*, 2014).

Salehi & Biglar (2009) menyatakan pengukuran *leverage* dapat dilakukan dengan mengurangi utang dan kewajiban lainnya dari asset total. Terdapat satu hal yang menjadi perhatian karena ukuran tersebut berisi kewajiban yang tidak terkait dengan pembiayaan seperti kewajiban pension dan menilai *leverage* lebih

rendah dari yang sesungguhnya. Rasio utang total terhadap modal, di mana modal didefinisikan sebagai utang total ditambah ekuitas, diasumsikan dapat memecahkan perihal ini dan dapat dijadikan sebagai proksi terbaik *leverage* berdasarkan akuntansi (Rajan & Zingales, 1995).

C. Pertumbuhan Perusahaan

Penrose (1959) mengembangkan pengetahuan tentang perusahaan secara eksplisit berfokus pada pertumbuhan dengan mengajukan pertanyaan mendasar; apa yang membuat beberapa perusahaan bertumbuh sementara yang lainnya tidak. "Teori Pertumbuhan Perusahaan" karya Penrose telah menjadi salah satu literatur klasik dasar dalam penelitian pertumbuhan perusahaan. Karya Penrose menjadi sangat berpengaruh dalam membangun *resource-based theory* (RBT) perusahaan atau teori perusahaan berbasis sumberdaya, diuraikan oleh Wernerfelt dua dekade kemudian atau pada tahun 1984 dan selanjutnya dikembangkan oleh Barney (1991) dan oleh banyak pengikutnya. RBT perusahaan itu hadir sebagai alternatif, atau pelengkap bagi lima kerangka kekuatan strategi bersaing (Porter 1980). Pandangan-pandangan Porter hampir seluruhnya didasarkan pada pemahaman tentang strategi perusahaan-perusahaan besar (Brannback *et al.*, 2014: 7).

Topik pertumbuhan perusahaan telah menjadi topik penelitian utama strategi dalam waktu yang lama, para ilmuwan berasumsi bahwa pertumbuhan merupakan tujuan utama berbagai perusahaan besar. Meskipun demikian, bagaimana pertumbuhan didefinisikan dan diukur tidak selalu tepat. Banyak studi membahas perusahaan-perusahaan besar yang belum *go public* tergantung pada apa yang disampaikan oleh CEO atau pemilik kepada peneliti. Oleh sebab itu, pengukuran-pengukuran sering didasarkan pada data yang diolah sendiri. Semua data laporan yang diolah sendiri menjadi subjek berbagai bias. Ketika seorang pengusaha berbicara kepada petugas pajak, anda mengira perusahaannya berada di ambang kebangkrutan. Namun pada pesta koktail, pribadi yang sama akan mengatakan bahwa dia adalah Steve Jobs berikutnya (Brannback *et al.*, 2014: 9 - 10).

Pertumbuhan dan penciutan perusahaan merupakan inti dari dinamika ekonomi. Terdapat kepentingan pada faktor-faktor

penentu pertumbuhan perusahaan, baik untuk bisnis individu (mungkin tertarik pada pertumbuhan penjualan) dan juga pembuat kebijakan (tertarik pada penciptaan lapangan kerja). Ketersediaan rangkaian data komprehensif dan representatif menjadikan literatur empiris pertumbuhan perusahaan berkembang. Banyak studi yang telah dilakukan menggunakan bentuk regresi di mana tingkat pertumbuhan perusahaan menjadi variabel dependen. Literatur baru tentang pertumbuhan perusahaan ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan sangat istimewa dan sulit diprediksi. Keteraturan empiris baru ditemukan, seperti penemuan bahwa distribusi tingkat pertumbuhan mengikuti pola berbentuk tenda (Coad & Holzl, 2010).

Perusahaan dapat tumbuh secara organik melalui perluasan kegiatan mereka atau dengan mengakuisisi perusahaan yang sudah ada. Pertumbuhan dengan ekspansi organik dan pertumbuhan dengan akuisisi cenderung berbeda baik dalam hal proses yang mendasari jenis pertumbuhan dan implikasi ekonominya. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi menunjukkan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi lebih muda dan lebih kecil, sebagian besar pertumbuhan bersifat organik. Sementara untuk perusahaan yang lebih besar dan lebih tua, ekspansi berasal dari pertumbuhan dengan akuisisi (Coad & Holzl, 2010).

Penrose (1959) mengutarakan bahwa pertumbuhan dan profitabilitas adalah sama. Untuk dapat menerima pendapat ini sebagai suatu kebenaran mengharuskan kita menerima asumsi dasar yang digunakan. Kita harus menerima apa yang disebut sebagai faktor pendorong pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan selalu dan hanya didorong oleh suatu peluang untuk mendapat keuntungan. Perusahaan-perusahaan terus-menerus mencari keuntungan yang terus meningkat, sementara motivasi-motivasi lain diabaikan. Diakui bahwa ada perusahaan-perusahaan yang tidak didorong oleh tujuan sejenis, baik oleh karena keengganan atau karena kurangnya kompetensi, tetapi perusahaan-perusahaan tersebut bukan fokus pembahasan. Secara umum keputusan keuangan dan investasi perusahaan dikendalikan oleh keinginan untuk meningkatkan total keuntungan jangka panjang (Brannback *et al.*, 2014: 57).

Indikator yang mungkin dapat digunakan untuk mengukur pertumbuhan perusahaan banyak. Total penjualan digunakan dalam analisis empiris secara umum (Delmar, 1997). Kadang pertumbuhan aset digunakan sebagai indikator pertumbuhan. Mengukur pertumbuhan aset mungkin menciptakan masalah tersendiri dalam mengukur ukuran perusahaan dalam industri di mana aset-aset tidak berwujud penting untuk proses pertumbuhan ekonomi dan perusahaan-perusahaan dalam sampel memiliki intensitas modal yang sangat berbeda. Pertumbuhan penjualan mungkin saja mencerminkan perubahan jangka pendek dan jangka panjang terbaik pada perusahaan dan mungkin merupakan indikator yang paling umum digunakan untuk mengukur pertumbuhan perusahaan oleh para manajer dan pengusaha, kesempatan kerja memiliki kelebihan sebagai indikator pertumbuhan perusahaan. Penjualan dapat melebih-lebihkan ukuran perusahaan karena penjualan tidak hanya mencerminkan nilai tambah perusahaan tetapi juga harga-harga input. Mengukur ukuran perusahaan dari perspektif kesempatan kerja mengurangi masalah pengukuran perusahaan dibandingkan dengan menggunakan ukuran keuangan seperti penjualan karena tidak memerlukan faktor deflasi. Dengan demikian mengukur ukuran perusahaan menggunakan kesempatan kerja berguna dalam analisis multi-industri dan lintas negara. Cressy (2006) mencatat bahwa usaha-usaha kecil terkenal nakal karena menyembunyikan laba aktual dari petugas pajak untuk tujuan pajak penghasilan atau perusahaan. Indivisibilitas sangat penting bagi perusahaan-perusahaan yang sangat kecil dengan hanya beberapa karyawan (Coad & Holzl, 2010).

Satu pertanyaan penelitian yang penting mengenai implikasi kinerja dari model pertumbuhan adalah opini yang beredar luas bahwa sebagian besar akuisisi gagal, secara rata-rata tidak ada manfaat akuisisi bagi perusahaan pengakuisisi (King *et al.*, 2004). Sama halnya, pertumbuhan organik memiliki implikasi kinerja positif dan pertumbuhan sering digunakan sebagai *proxy* langsung untuk kinerja keuangan dalam mempelajari pertumbuhan perusahaan yang baru berdiri dan kecil atas dasar asumsi bahwa perusahaan sebagian besar bertumbuh secara organik. Implikasi kinerja pertumbuhan organik baik, sementara implikasi kinerja pertumbuhan akuisisi buruk. Pertumbuhan organik yang tinggi dalam satu periode

dikaitkan dengan kinerja keuangan yang buruk. Penelitian ini juga menunjukkan kemungkinan hadirnya implikasi kinerja negatif pertumbuhan akuisisi (McKelvie & Wiklund, 2010).

Perusahaan-perusahaan harus mengakses, memobilisasi dan menggunakan sumber-sumber daya sebelum dapat menghasilkan sumber-sumber daya untuk pertumbuhan. Perihal ini merupakan sifat dari proses-proses yang harus dilalui secara berurutan. Tahapan-tahapan selanjutnya merupakan tahapan-tahapan penguatan pertumbuhan dan tren menurun pertumbuhan yang terakumulasi karena perusahaan-perusahaan bergerak menuju tahapan dewasa. Tahapan-tahapan selanjutnya tidak berlaku universal, namun sudah ditetapkan akan dijalani oleh perusahaan-perusahaan, penciptaan kesempatan kerja dan merupakan konsekuensi pertumbuhan. Masalah-masalah kritis yang dihadapi perusahaan-perusahaan pada tahapan lebih awal bersifat variabel dan tidak berurutan (Garnsey, 1998).

Garnsey (1998) juga menyampaikan bahwa konsep tahapan-tahapan pertumbuhan yang digunakan pada modelnya memiliki kedekatan dengan literatur manajerial pada tahapan-tahapan pertumbuhan yang juga diperoleh dari pengamatan pengalaman perusahaan-perusahaan perorangan. Meskipun literatur manajemen menggambarkan tahapan - tahapan tersebut dalam berbagai cara, model-model ini sangat berguna sebagai generalisasi empiris dan menyajikan bukti pada tahap awal kehidupan perusahaan. Namun, model-model yang digunakan kurang memiliki teori perusahaan yang jelas. Belum terbangun konsep landasan bersama atau terdapat pemikiran pemersatu yang dapat mengintegrasikan pendekatan-pendekatan yang digunakan dengan teori-teori utama perusahaan dan industri.

Terdapat suatu aliran yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan sebagai suatu hasil. Mayoritas literatur menggunakan pertumbuhan sebagai variabel dependen dan pada dasarnya memiliki tujuan utama menjelaskan tingkat pertumbuhan dan/atau peningkatan pertumbuhan yang bervariasi. Banyak pandang teoritis yang berbeda digunakan untuk menjelaskan variasi ini, mulai dari pendekatan densitas populasi, praktek sumber daya manusia perusahaan hingga sifat-sifat dan motivasi-motivasi individu. Ulasan literatur terkini oleh Gilbert *et al.* (2006) menemukan bahwa ukuran-

ukuran prediktor yang paling umum digunakan adalah karakteristik pribadi pengusaha, sumber-sumber daya yang tersedia pada perusahaan, strategi perusahaan, lokasi geografis perusahaan dan konteks industri. Dalam ulasan literature pertumbuhan khususnya perusahaan-perusahaan kecil, Storey (1994) mengulas variable-variable umum yang paling banyak digunakan memprediksi perbedaan-perbedaan tingkat pertumbuhan dan memerhatikan beberapa variabel memiliki pengaruh yang sama terhadap pertumbuhan dalam berbagai studi. Meskipun terdapat upaya mengintegrasikan berbagai perspektif teoritis dan tingkat analisis, model-model biasanya hanya mampu menjelaskan secara terbatas bagian tertentu dari perbedaan pertumbuhan antar perusahaan (McKelvi & Wiklund, 2010).

Pertumbuhan kinerja masa yang akan datang sangat sulit diprediksi berdasarkan kinerja saat ini atau sebelumnya atau berdasarkan rata-rata pertumbuhan industri. Implikasi penelitian ini adalah bagaimana kita berpikir tentang kinerja perusahaan. Adalah lumrah bahwa perusahaan-perusahaan berbeda satu dengan lainnya, namun hasil-hasil empiris ini menyatakan sesuatu yang jauh lebih penting, tidak hanya perbedaan kinerja yang tidak konstan dari waktu ke waktu, namun perbedaan-perbedaan kinerja bervariasi dengan cara-cara yang tidak terduga dari waktu ke waktu. Praktik umum akuntansi untuk perbedaan kinerja antara perusahaan menampilkan aset yang tidak dapat diobservasi (seperti kepemilikan pengetahuan atau beberapa keahlian inti). Hasil-hasil observasi ini menunjukkan bahwa seseorang tidak dapat menganggap bahwa aset tidak berwujud ini tahan lama atau efeknya terhadap kinerja sistematis dan stabil atau semudah apa memprediksi seberapa baik aset hari ini akan bernilai di hari esok (Geroski & Mazzucato, 2001).

Pertumbuhan perusahaan adalah dampak atas arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan atau penurunan volume usaha (Helfert, 1997: 333). Pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal perusahaan, karena pertumbuhan yang baik memberi tanda bagi perkembangan perusahaan. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan dan investor pun

mengharapkan tingkat pengembalian atau *rate of return* dari investasi yang dilakukan.

Fitzsimmons *et al.* (2005) meneliti perilaku longitudinal tingkat pertumbuhan dan profitabilitas menggunakan sampel perusahaan dalam jumlah besar. Tingkat pertumbuhan sangat mudah berubah dari waktu ke waktu dan hubungannya dengan profitabilitas tidak selalu jelas. Salah satu tujuan dari penelitian ini adalah untuk menentukan apakah perusahaan secara sengaja mengurangi keuntungan untuk pertumbuhan atau apakah ada bukti bahwa pertumbuhan memungkinkan meningkatnya keuntungan. Menggunakan persamaan regresi dengan rentang variabel laba dan pertumbuhan tidak menemukan bukti hubungan antara pertumbuhan dan profitabilitas.

Analisis hubungan antara pertumbuhan organisasi dan kinerja perusahaan menggunakan sampel 240 perusahaan berbagai sektor yang terdaftar di bursa efek menggunakan beberapa variabel pertumbuhan yang berbeda sebagai ukuran pertumbuhan menunjukkan bahwa pertumbuhan aset total dan pertumbuhan aset tetap memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil ini konsisten dengan temuan Huggett & Kaplan (2011) yang menyimpulkan bahwa pertumbuhan aset total dan pertumbuhan aset tetap merupakan kontributor signifikan dalam menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan organisasi memainkan peranan penting dalam menghasilkan profitabilitas yang lebih tinggi pada suatu perusahaan (Ting *et al.*, 2014).

Ketersediaan sumber daya keuangan terbukti menjadi penentu penting pertumbuhan perusahaan. Akses perusahaan kepada sumber keuangan dievaluasi oleh manajer dan terbukti signifikan memengaruhi pertumbuhan perusahaan. Laba perusahaan diukur menggunakan tingkat pengembalian penjualan sebagai *proxy* sumber daya keuangan yang tersedia, terbukti menjadi prediktor yang baik pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang menguntungkan memiliki sumber keuangan sendiri dari laba ditahan yang digunakan berinvestasi. Perusahaan-perusahaan juga menarik bagi investor eksternal yang melihat perusahaan-perusahaan tersebut sebagai peluang yang lebih baik untuk berinvestasi. Akses kepada sumber keuangan yang lebih banyak memberi peluang lebih

banyak kepada perusahaan-perusahaan yang menguntungkan untuk meningkatkan aktivitas dan penjualan mereka (Hermelo & Vassolo, 2014).

□ Faktor-Faktor yang Memengaruhi Pertumbuhan Perusahaan

Model pertumbuhan perusahaan Gibrat mendorong para peneliti empiris untuk menemukan keteraturan tingkat pertumbuhan perusahaan yang memungkinkan dilakukannya upaya melampaui tolok ukur yang diperoleh secara acak sehingga dapat dilihat bagaimana tingkat pertumbuhan bervariasi menurut ukuran dan umur perusahaan. Berikut merupakan faktor-faktor utama yang dikemukakan sebagai penentu pertumbuhan perusahaan (Coad & Holzl, 2010):

1) Inovasi dan Pertumbuhan

Sejumlah teori telah mengemukakan hubungan positif antara inovasi dan pertumbuhan perusahaan. Pengukuran inovasi didasarkan pada pengeluaran Litbang, jumlah hak paten yang dimiliki perusahaan atau berdasarkan respons-respons yang diterima atas kuesioner inovasi. Inovasi tidak mempunyai dampak besar terhadap pertumbuhan perusahaan dan beberapa penelitian gagal menemukan efek signifikan inovasi pada rangkaian pertumbuhan penjualan. Secara rata-rata perusahaan tidak banyak bertumbuh sehingga mungkin tidak begitu berguna meneliti faktor-faktor penentu pertumbuhan perusahaan secara rata-rata. Penelitian harus dilakukan di atas pertumbuhan rata-rata untuk melihat faktor-faktor penentu pertumbuhan pada perusahaan-perusahaan yang paling cepat bertumbuh. Hasil-hasil empiris dari regresi kuantil telah menunjukkan bahwa inovasi memiliki efek terbatas pada tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan secara rata-rata, jauh lebih nyata pada perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tercepat. Fakta lain, hubungan inovasi dan pertumbuhan perusahaan menyangkut fenomena teknologi yang menganggur, apakah perusahaan-perusahaan yang berinovasi memiliki permintaan tenaga kerja yang rendah karena menggunakan teknologi baru (seperti robot) untuk mengurangi kebutuhan tenaga kerja. Teknologi baru dapat menyebabkan perubahan jumlah tenaga kerja di mana saja dalam bidang ekonomi (sektor hulu) dan mungkin juga

memengaruhi permintaan dengan menurunkan harga atau menaikkan upah dan investasi (Coad & Holzl, 2010).

2) Laba dan Pertumbuhan

Sejumlah teori menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih berlababa bertumbuh sementara perusahaan-perusahaan yang kurang berlababa menciut. Perusahaan-perusahaan yang berlababa tidak hanya memiliki sarana-sarana untuk membiayai ekspansi, namun juga memiliki motivasi untuk bertumbuh karena perusahaan-perusahaan tersebut mampu memperoleh jumlah laba yang lebih besar berbasis pada penjualan yang lebih besar. Tingkat pertumbuhan tampaknya tidak meningkat seiring dengan perolehan laba.

Tingkat laba pada perusahaan adalah heterogen, perusahaan menunjukkan tingkat persistensi tinggi terhadap laba, tingkat pertumbuhan perusahaan tidak menunjukkan banyak persistensi. Kondisi ini menghadirkan pertanyaan tentang hubungan yang diharapkan antara laba dan pertumbuhan. Observasi lebih lanjut menggunakan analisis regresi secara umum menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan tidak dapat dijelaskan menggunakan kinerja keuangan, apakah diukur menggunakan tingkat laba atau tingkat pertumbuhan jumlah laba (Coad & Rao, 2010). Namun, dapat saja terdapat hubungan yang signifikan secara statistik antara kinerja keuangan dan pertumbuhan, besaran efeknya sangat rendah dan akan menjadi pendekatan yang valid jika memperlakukan kedua variable tersebut sebagai variable independen. Selanjutnya, teknik-teknik ekonometrik lanjutan menunjukkan bahwa laba memiliki efek kausal pada tingkat pertumbuhan perusahaan yang dapat diabaikan. Sesuai fakta tampak bahwa pertumbuhan memiliki lebih banyak efek positif pada laba dibanding laba pada pertumbuhan. Ketiadaan hubungan antara laba dan pertumbuhan sebagaimana diharapkan menjadi salah satu tantangan paling mendesak untuk melakukan penelitian empiris tentang pertumbuhan perusahaan (Coad & Holzl, 2010).

3) Produktifitas dan Pertumbuhan

Hubungan antara produktivitas dan pertumbuhan juga dibahas pada sejumlah kontribusi teoritis dalam model-model khusus evolusioner yang pada intinya mengedepankan bahwa sumber-sumber ekonomi produktif direlokasi dari perusahaan yang

kurang produktif ke perusahaan yang lebih produktif. Sebagai contoh, pertumbuhan perusahaan berhubungan dengan produktivitas, pertumbuhan tidak hanya dalam hal produktivitas namun juga menyangkut aspirasi-aspirasi pertumbuhan. Produktivitas dan profitabilitas adalah dua variabel yang berhubungan erat dan riset empiris menemukan hubungan yang erat antara keduanya (Coad & Holzl, 2010).

4) Variabel-Variabel Tingkat Pertumbuhan Perusahaan

Sejumlah faktor lain telah diidentifikasi dan diselidiki terkait dengan tingkat pertumbuhan perusahaan. Beberapa faktor ini menyangkut kepribadian pengusaha. Pendidikan pengusaha telah diobservasi memiliki efek positif pada tingkat pertumbuhan perusahaan. Jenis kelamin pengusaha juga dapat berperan, karena perusahaan yang dipimpin oleh pengusaha perempuan telah diamati mengalami pertumbuhan yang lebih lambat. Beberapa karakteristik lain dari perusahaan telah dikaitkan dengan tingkat pertumbuhan. Bukti menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi dapat diharapkan pada perusahaan dengan banyak pabrik, perusahaan dengan utang terbatas dan juga perusahaan eksportir. Di sisi lain, perusahaan milik pemerintah nampaknya tumbuh lebih lambat. Sementara efek dari kepemilikan asing masih ambigu dan tergantung pada jenis investasi asingnya (investasi langsung asing, baik dimulai dari pendirian atau akuisisi), efek-efek pembelajaran dan negara asal perusahaan.

Sangat menarik mempertimbangkan bahwa aspirasi pertumbuhan manajerial tidak dapat diabaikan dalam menjelaskan variasi tingkat pertumbuhan perusahaan pada seluruh perusahaan. Hubungan positif yang kecil antara aspirasi pertumbuhan dan tingkat pertumbuhan, namun besaran efek hubungan ini meningkat jika aspirasi-aspirasi pertumbuhan berinteraksi dengan pendidikan dan pengalaman pengusaha. Stam & Wennberg (2009) menemukan bahwa aspirasi-aspirasi pertumbuhan secara positif dan signifikan berhubungan dengan pertumbuhan perusahaan berteknologi rendah, namun tidak untuk perusahaan berteknologi tinggi. Pertumbuhan cenderung merupakan bauran dari kesiapan untuk bertumbuh, ketersediaan peluang-peluang pertumbuhan dan sumber-sumber daya manajerial.

5) Variabel-Variabel Tingkat Industri

Pada tingkat industri, ditemukan korelasi positif antara skala minimum yang efisien atau *minimum efficient scale* dan pertumbuhan perusahaan baru. Tingkat persaingan yang dihadapi perusahaan-perusahaan tidak selalu diamati berdampak pada tingkat-tingkat pertumbuhan. Tingkat pertumbuhan suatu pemimpin industri benar-benar terlepas dari tingkat pertumbuhan perusahaan terbesar kedua pada industri yang sama.

6) Variabel-Variabel Ekonomi Makro

Interaksi antara dinamika tingkat pertumbuhan perusahaan dan perkembangan ekonomi makro selama siklus bisnis mendapat banyak perhatian selama dua dekade terakhir. Teori siklus bisnis modern menyoroti pentingnya distribusi variabel-variabel pada tingkat ekonomi mikro untuk dinamika ekonomi makro (Caballero & Hammour 1994). Ketersediaan data-data mikro memungkinkan untuk membuat intervensi struktur dan sifat dinamika industri selama siklus bisnis. Pelajaran utama dari literatur ini adalah bahwa heterogenitas pada tingkat perusahaan mendominasi. Nilsen & Schiantarelli (2003) membuktikan bahwa biaya tetap untuk penyesuaian kesempatan kerja tidak berbeda menurut ukuran perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan kecil memiliki frekuensi penyesuaian yang lebih rendah daripada perusahaan yang lebih besar dan bereaksi kurang kuat terhadap perubahan kondisi ekonomi makro. Pendapat ini diperkuat oleh Holz & Huber (2009) bahwa perusahaan kecil tampak tumbuh relatif lebih cepat pada saat pertumbuhan ekonomi cepat dan baik atau *booming*, sementara perusahaan yang lebih besar tumbuh lebih cepat selama masa resesi dan pemulihan ekonomi.

Bukti komparatif sistematis antar negara atas pertumbuhan perusahaan sangat langka. Namun, bukti sejenis diperlukan untuk menilai kerja lembaga-lembaga pemerintah dan regulasi terhadap proses pertumbuhan perusahaan. Bartelsman, Haltiwanger & Scarpetta (2009) membuktikan dinamika-dinamika masuk dan keluar dan pola-pola bertahan tampaknya mengikuti pola yang sama di negara-negara Uni Eropa dan Amerika Serikat (AS), terdapat perbedaan yang luar biasa mengenai rata-rata kinerja paska-masuk perusahaan-perusahaan yang bertahan di seluruh AS dan 15 negara Uni Eropa. Perusahaan-perusahaan AS yang bertahan memiliki rata-

rata dua atau tiga kali tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi daripada perusahaan Eropa yang diukur dalam jangka waktu 7 tahun setelah masuk.

□ Pengukuran Pertumbuhan Perusahaan

Kouser *et al.*, (2012) mengutip beberapa studi empiris mengenai pengukuran pertumbuhan perusahaan, sebagai berikut; 1) Asimakopoulous *et al.* (2009) menggunakan ROA sebagai ukuran profitabilitas dan pertumbuhan penjualan sebagai ukuran pertumbuhan perusahaan. Hasil penilitian ini menunjukkan hubungan positif dari pertumbuhan terhadap profitabilitas. 2) Vijayakumar & Devi (2011) melakukan penelitian dengan menggunakan ROA, ROE dan ROS sebagai ukuran profitabilitas sementara pertumbuhan perusahaan diukur dengan tingkat pertumbuhan majemuk dari penjualan bersih pada harga berjalan. Hasil penelitian ini menunjukkan hubungan positif antara profitabilitas dan pertumbuhan. 3) Coad (2007) juga menemukan hubungan positif antara profitabilitas dan pertumbuhan juga ditemukan. Perusahaan-perusahaan manufaktur Prancis dijadikan sebagai sampel penelitian. Penelitian ini menggunakan perbedaan logaritma ukuran dan surplus operasi atau nilai tambah sebagai ukuran pertumbuhan dan profitabilitas. Analisis non-parametrik menggambarkan tidak ada hubungan yang jelas antara pertumbuhan dan tingkat keuntungan. Analisis regresi menunjukkan hubungan yang signifikan dan positif dari tingkat keuntungan dan pertumbuhan. 4) Serrasqueiro (2009) menemukan hubungan positif antara pertumbuhan dan profitabilitas dengan menggunakan rasio hasil operasional terhadap aset total sebagai alat ukur profitabilitas dan pertumbuhan penjualan sebagai alat ukur pertumbuhan. 5) Fitzsimmons *et al.* (2005) tidak menemukan hubungan antara profitabilitas dan pertumbuhan. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan kecil dan menengah di Australia dengan alat ukur pertumbuhan penjualan, pertumbuhan karyawan, *net profit margin* dan ROA.

Ting *et al.* (2014) menggunakan 4 rasio dalam mengukur tingkat pertumbuhan perusahaan sebagai berikut:

- 1) Rasio Pertumbuhan Penjualan atau *Sales Growth*.
- 2) Rasio Pertumbuhan Aset Total atau *Total Assets Growth*.

- 3) Rasio Pertumbuhan Aset Tetap atau *Fixed Assets Growth*.
- 4) Rasio Pertumbuhan Jumlah Karyawan atau *Employment Growth*.

Purwohandoko (2017) dalam penelitiannya yang menganalisis pengaruh ukuran perusahaan, pertumbuhan, profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variable mediasi menggunakan rasio pertumbuhan aset total dalam mengukur pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan dapat diukur dalam bentuk pertumbuhan tenaga kerja, aset atau penjualan. Pertumbuhan tenaga kerja merupakan ukuran yang bias bagi perusahaan padat modal. Sementara, aset mendiskriminasi perusahaan padat karya dan perusahaan yang memiliki tingkat *outsourcing* yang signifikan. Penjualan merupakan ukuran pertumbuhan ketiga yang digunakan dalam analisis penelitian. Penjualan menjadi ukuran yang baik karena menggambarkan total volume bisnis perusahaan (Hermelo & Vassolo, 2004).

Loi & Khan (2012) dalam penelitiannya menggunakan pertumbuhan perusahaan sebagai variable dependen. Pertumbuhan perusahaan diukur menggunakan pertumbuhan omset rata-rata selama periode 2002 hingga 2006 yang dinyatakan sebagai persentase. Lebih konkrit, untuk menghitung pertumbuhan omset tahun tertentu, tingkat pertumbuhan diukur dari tahun sebelumnya ke tahun berjalan dan dinyatakan dalam bentuk persentase. Setelah itu, rata-rata tingkat pertumbuhan lima tahun dihitung. Hasilnya adalah rata-rata perputaran tingkat pertumbuhan dari tahun 2002 hingga 2006.

D. Profitabilitas

Profitabilitas atau kemampulabaan merupakan kemampuan untuk menghasilkan keuntungan atau laba dari semua aktivitas bisnis dari suatu organisasi, firma atau perusahaan. Profitabilitas menunjukkan seberapa efisien manajemen dapat menghasilkan laba dengan menggunakan semua sumber daya yang tersedia di pasar. 'Profitabilitas' tidak sama dengan 'efisiensi,' profitabilitas disebut indeks efisiensi dan dianggap sebagai ukuran efisiensi dan merupakan panduan manajemen menuju efisiensi yang lebih besar. Meskipun, profitabilitas adalah alat penting untuk mengukur efisiensi, tingkat profitabilitas tidak dapat dijadikan sebagai bukti

akhir efisiensi. Kadang kala, keuntungan yang memuaskan dapat saja merupakan tanda ketidakefisienan dan sebaliknya tingkat efisiensi yang baik dapat terjadi namun tidak disertai dengan adanya laba. Laba bersih hanya menunjukkan keseimbangan yang memuaskan antara nilai yang diterima dan nilai yang diberikan. Terdapat banyak faktor lain selain efisiensi yang memengaruhi profitabilitas. Istilah 'Laba' dan 'Profitabilitas' digunakan secara bergantian, sebenarnya ada perbedaan di antara keduanya. Laba adalah istilah yang bersifat mutlak, sementara profitabilitas adalah konsep yang bersifat relatif. Keduanya saling terkait dan saling bergantung satu sama lain dan memiliki peran yang nyata dalam bisnis. Laba mengacu pada total pendapatan yang diterima oleh perusahaan selama periode waktu tertentu sementara profitabilitas mengacu pada efisiensi operasi perusahaan. Maka, profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk mendapatkan pengembalian yang cukup atas modal dan karyawan yang digunakan dalam operasi perusahaan (Innocent *et al.*, 2013).

Brigham & Houston (2012: 146) menyatakan bahwa rasio profitabilitas mencerminkan keadaan yang telah terjadi di masa lalu yang dapat memberikan petunjuk tentang berbagai hal yang sebenarnya memiliki arti penting serta mungkin terjadi di masa depan. Profitabilitas merupakan gambaran kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan. Ukuran profitabilitas perusahaan beragam seperti: laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik.

Terdapat efek penting profitabilitas pada rasio utang terhadap aset dan *leverage* secara positif terkait dengan *tangibility* dan berhubungan negatif dengan profitabilitas karena profitabilitas memiliki hubungan negatif dengan *tangibility*. Menurut teori *pecking order* perusahaan-perusahaan terlebih dahulu memilih untuk menggunakan dana internal dan kemudian melakukan pembiayaan eksternal. Ini berarti bahwa perusahaan yang menguntungkan memiliki tingkat *leverage* yang rendah dan profitabilitas berkorelasi negatif dengan rasio utang terhadap ekuitas atau *leverage*. Faktor-faktor penentu profitabilitas lainnya berkaitan dengan variabel ekonomi makro seperti inflasi. Efek inflasi terhadap profitabilitas perusahaan tergantung pada apakah biaya-biaya operasional perusahaan dan kenaikan upah lebih cepat daripada inflasi. Tingkat

inflasi memengaruhi profitabilitas tergantung pada apakah inflasi sepenuhnya diestimasi dan inflasi aktual berhubungan signifikan dan positif dengan profitabilitas (Bhutta & Hasan, 2013).

Pertumbuhan perusahaan adalah sesuatu yang tidak mungkin tanpa keuntungan atau laba. Fitzsimmons *et al.* (2005) menyatakan profitabilitas merupakan ukuran kinerja penting yang harus diperhatikan. Tidak mungkin pertumbuhan perusahaan dapat dipertahankan tanpa keuntungan yang dapat digunakan untuk investasi kembali pada perusahaan. Pertumbuhan perusahaan pada dimensi ini dapat dipertimbangkan dari segi margin laba bersih atau rasio tingkat pengembalian atas asset atau *return on asset* (ROA). Jika perusahaan didefinisikan sebagai penciptaan sewa melalui inovasi dan sewa didefinisikan sebagai sesuatu di atas pendapatan rata-rata relatif terhadap para pesaing maka profitabilitas merupakan alat ukur yang sangat menarik. Hal ini juga menyiratkan bahwa kesuksesan ekonomi dibutuhkan oleh perusahaan-perusahaan berkinerja tinggi. Pandangan alternatif diberikan oleh Delmar *et al.* (2003) menjelaskan bahwa keuntungan merupakan indikator keberhasilan yang penting. Hubungan keuntungan dengan ukuran perusahaan hanya terlihat jelas pada perusahaan-perusahaan secara agregat atau dalam jangka waktu panjang pada perusahaan-perusahaan secara individual.

Banyak literatur yang terkait dengan faktor-faktor penentu profitabilitas untuk berbagai jenis industri dan mayoritas memberikan hasil yang beragam. Al Jafari & Al Samman (2015) mengutip beberapa hasil studi empiris mengenai faktor-faktor penentu profitabilitas; Grinyer & McKiernan (1991) meneliti faktor-faktor penentu profitabilitas atas 45 perusahaan listrik Inggris menggunakan analisis regresi berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pangsa pasar, intensitas modal, pertumbuhan penjualan, modal kerja dan desentralisasi berperan penting dalam menjelaskan profitabilitas perusahaan. Bennenbroek & Harris (1995) meneliti faktor-faktor penentu profitabilitas untuk industri manufaktur Selandia Baru pada periode 1986 -1987. Temuannya mengungkapkan bahwa kekuatan pasar dan efisiensi pasar merupakan faktor penting yang memengaruhi profitabilitas. Keith (1998) menggunakan sampel atas 38 perusahaan manufaktur kecil di Wilayah Tayside Skotlandia menemukan bahwa karakteristik

perusahaan termasuk ukuran, usia, lokasi dan kelompok industri memiliki nilai terbatas dalam menjelaskan profitabilitas. McDonald (1999) menguji faktor-faktor penentu profitabilitas untuk perusahaan manufaktur Australia. Hasilnya menunjukkan bahwa profitabilitas dan konsentrasi industri penting dalam menentukan profitabilitas.

Gschwandtner & Hirsch (2016) menyatakan bahwa teori organisasi industri klasik dan secara khusus paradigma struktur-tindakan-kinerja atau *structure-conduct-performance* (SCP) mengasumsikan bahwa karakteristik industri yang menentukan tingkat hambatan masuk pasar dan persaingan adalah penentu utama kinerja perusahaan. Di antara karakteristik tersebut adalah tingkat konsentrasi, ukuran dan tingkat pertumbuhan suatu industri. SCP telah banyak dikritik karena asumsinya mengenai dampak langsung struktur industri terhadap profitabilitas. Pandangan Berbasis Pasar atau *the Market-Based View* (MBV) sebagai bentuk dinamis SCP mempertimbangkan posisi strategis perusahaan di dalam industri. Manajemen strategis menekankan pentingnya sumber-sumber daya spesifik bisnis sebagai penentu profitabilitas. Perusahaan harus ditafsirkan sebagai kumpulan sumber-sumber daya fisik dan tidak berwujud. Menurut pandangan berbasis sumber daya atau *Resource Based View* (RBV), perusahaan yang berkontribusi menggunakan sumber-sumber daya berharga, langka dan tidak dapat ditiru tentu lebih kompetitif dan karenanya mengungguli pasar. Keseluruhan sumber-sumber daya tersebut meliputi faktor-faktor berwujud seperti faktor-faktor keuangan dan fisik produksi serta faktor-faktor tak berwujud seperti teknologi dan reputasi.

Terdapat tiga pertanyaan penting tentang dinamika industri; 1) Apakah daya saing berhasil menghilangkan kelebihan keuntungan? 2) Seberapa cepat proses erosi berlangsung? Dan, 3) Faktor-faktor apa saja yang memperhitungkan perbedaan-perbedaan yang diamati pada persistensi laba dan pada kecepatan penyesuaian terhadap norma? Analisis tentang persistensi perusahaan atas keuntungan tingkat perusahaan di Turki menunjukkan bahwa intensitas persaingan di Turki tidak lebih rendah dibanding dengan negara maju. Persistensi profitabilitas dan persaingan lebih besar

pada pasar yang sedang berkembang dibanding pada ekonomi maju (McMillan & Wohar, 2011).

□ Pengukuran Profitabilitas

Fitzsimmons *et al.*, (2005: 6) menyatakan ukuran-ukuran kinerja mencakup pertumbuhan penjualan, pertumbuhan jumlah tenaga kerja, margin laba bersih dan tingkat pengembalian aset. Untuk setiap ukuran kinerja, angka tahunan dihitung untuk masing-masing periode. Pertumbuhan penjualan dihitung sebagai persentase perubahan penjualan setiap tahun dibagi dengan penjualan pada tahun awal. Margin laba bersih dihitung sebagai laba bersih (laba/rugi operasi sebelum pajak dan pos-pos luar biasa) sebagai persentase pendapatan kotor setiap tahun. Tingkat pengembalian aset dihitung dari laba bersih setiap tahun sebagai persentase dari total aset. Laba sebelum pajak atas aset ini juga disebut sebagai tingkat pengembalian internal, tingkat laba atau tingkat pengembalian.

Rasio pendapatan bersih merupakan ukuran profitabilitas perusahaan yang digunakan Bhutta & Hasan (2013) dan ditetapkan sebagai variabel dependen pada penelitiannya. Rasio pendapatan bersih didefinisikan sebagai rasio laba bersih setelah pajak dibagi dengan total penjualan. Al-jafari & Al-Samman (2015) menggunakan Margin Laba atau *Profit Margin* dan Tingkat Pengembalian atas Aset atau ROA sebagai alat ukur profitabilitas dalam penelitiannya.

ROA adalah ukuran profitabilitas per unit aset (laba bersih/aset total). ROA mencerminkan kinerja keuangan perusahaan dengan mengukur seberapa efisien suatu perusahaan menciptakan laba menggunakan asetnya dalam setahun. Ini menunjukkan kemampuan manajemen perusahaan untuk menghasilkan laba dari aset perusahaan. Karena ROA mengukur aset total yang termasuk sebagai aset operasi, ROA dapat digunakan untuk mengukur profitabilitas keseluruhan perusahaan (Diaz & Hindro, 2017). Isik dan Tasgin (2017) juga menggunakan ROA dalam mengukur profitabilitas dalam penelitiannya. Hasil penelitiannya menunjukkan profitabilitas perusahaan berhubungan sangat signifikan dan positif dengan profitabilitas perusahaan tahun sebelumnya, ukuran perusahaan yang diukur berdasarkan penjualan total, modal kerja bersih dan pertumbuhan Produk Domestik Bruto atau *Gross Domestic*

Product/GDP, namun berlaku sebaliknya dengan resiko keuangan dan investasi riset dan pengembangan.

Leahy (2012) menguji proposisi yang menyatakan bahwa profitabilitas terkait dengan fungsi yang dilakukan dan risiko yang diterima oleh perusahaan. Tiga ukuran profitabilitas digunakan terkait dengan proksi fungsi yang dilakukan dan/atau risiko yang diterima. Tiga ukuran profitabilitas yang digunakan beserta definisinya adalah sebagai berikut:

- 1) Marjin Kotor atau *Gross Margin*; Laba Kotor/Penjualan atau *Gross Profit/Sales*.
- 2) Margin Operasi atau *Operating Margin*; Laba Operasi/Penjualan atau *Operating Margin/Sales*.
- 3) Rasio Berry atau *Berry Ratio*; Laba Kotor/Biaya-biaya Operasi atau *Operating Expenses*.

Profitabilitas merupakan hasil bersih dari sejumlah kebijakan dan keputusan. Rasio-rasio yang digunakan memberikan petunjuk yang berguna mengenai efektivitas operasi perusahaan, namun rasio-rasio profitabilitas terus menunjukkan efek gabungan dari likuiditas, manajemen aset dan utang pada hasil operasi. Rasio-rasio profitabilitas yang dapat digunakan adalah sebagai berikut (Ehrhardt & Brigham, 2011: 98):

- 1) Marjin Laba Bersih atau *Net Profit Margin*; Laba Bersih/Penjualan atau *Net Income/Sales*.
- 2) Marjin Laba Operasi atau *Operating Profit Margin*; Laba Sebelum Bunga dan Pajak/Penjualan atau *Earning Before Interest and Tax (EBIT)/Sales*.
- 3) Marjin Laba Kotor atau *Gross Profit Margin*; Penjualan - Harga Pokok Penjualan/Penjualan atau *Sales - Cost of Goods Sold/Sales*.
- 4) Rasio Kemampuan Menghasilkan Laba Pokok atau *Basic Earning Power Ratio*; Laba Sebelum Bunga dan Pajak/Aset Total atau *Earning Before Interest and Tax (EBIT)/Total Assets*.
- 5) Tingkat Pengembalian atas Aset Total atau *Return on Total Assets*; Laba Bersih/Aset Total atau *Net Income/Total Assets*.
- 6) Tingkat Pengembalian atas Modal atau *Return on Common Equity*; Laba Bersih/Saham Biasa atau *Net Profit/Common Equity*

E. Kebijakan Dividen

Dividen umumnya merupakan distribusi pendapatan (masa lalu atau sekarang) dalam bentuk aset riil kepada para pemegang saham perusahaan yang sebanding dengan kepemilikannya. Ada tiga bagian dari makna ini dan ketiga-tiganya sama penting. Pertama, dividen dapat dibagikan hanya dari pendapatan dan bukan dari sumber ekuitas lainnya seperti surplus pembayaran. Kedua, dividen harus dalam bentuk aset ril. Praktek umum pembayaran dividen dilakukan secara tunai (dikirim dalam bentuk selebar kertas) karena alasan kenyamanan. Ketiga, makna tersebut menyatakan bahwa semua pemegang saham berbagi dividen relatif terhadap kepemilikan mereka di perusahaan. Dividen dibayar dari laba bersih perusahaan setelah pajak. Bagi penerima, dividen dinyatakan sebagai penerimaan reguler dan oleh karena itu dikenakan pajak (Frankfurter & Wood, 2003: 3).

Pada awal perusahaan modern, dividen yang dimaksud adalah dividen yang diperoleh setelah perusahaan dilikwidasi. Perusahaan merupakan sebuah kapal, dibiayai oleh sekelompok investor, di mana muatan dan kapalnya sendiri dijual setelah berhasil menyelesaikan pelayaran. Hasil penjualan didistribusikan secara merata kepada para mitra usaha. Penjualan tidak hanya memecahkan masalah akuntansi atas pendapatan, tetapi juga mengeliminasi pertanyaan tentang pengukuran nilai oleh pasar dan solusi ini memiliki kelemahan ekonomi. Secara khusus, hubungan kontrak - pengalaman dan keterampilan manajerial yang dapat diakumulasikan jika perusahaan terus berlanjut menjadi hilang (Frankfurter & Wood, 2003: 41). Begitu kelemahan ini disadari, gagasan untuk kelangsungan hidup atau *going concern* dengan segera mendapat dukungan. Pekerja profesional dipertahankan dan rentang rantai dari pemilik kepada manajer semakin panjang. Salah satu hasil penting dari perkembangan menghadirkan retensi sebahagian atau seluruh pendapatan usaha dalam satu periode untuk membiayai aktivitas-aktivitas masa depan. Tentu saja praktek ini menciptakan masalah dalam hal pengukuran pendapatan, baik untuk pajak maupun tujuan distribusi.

Keputusan dividen sebagaimana ditetapkan dalam kebijakan dividen perusahaan adalah sejenis keputusan pembiayaan yang memengaruhi jumlah pendapatan yang didistribusikan oleh

perusahaan kepada pemegang saham versus jumlah pendapatan ditahan dan diinvestasikan kembali. Kebijakan dividen merujuk pada kebijakan pembayaran yang diikuti perusahaan dalam menentukan besaran dan pola distribusi kas kepada pemegang saham dari waktu ke waktu. Dewan direksi perusahaan, dengan masukan-masukan dari manajemen senior perusahaan, menetapkan kebijakan dividen perusahaan (Baker, 2009: 3). Perusahaan secara bertahap menyesuaikan dividen sebagai respons atas perubahan pendapatan dan telah menjadi fakta umum kebijakan dividen perusahaan. Manajer cenderung mengubah dividen terutama sebagai tanggapan terhadap perubahan-perubahan yang tak terduga dan bertahan lama atas pendapatan perusahaan dan perusahaan-perusahaan memiliki kebijakan yang cukup jelas mengenai kecepatan menyesuaikan dividen ke dalam target rasio pembayaran dalam jangka panjang.

Marsh & Merton (1987) berpendapat bahwa kontroversi mengenai teori-teori normatif dividen berdasarkan relaksasi asumsi yang mendasari teori Miller - Modigliani (1961) tentang irrelevan dividen, telah menuntun para peneliti empiris untuk benar-benar mengandalkan pendekatan positif dalam menentukan model yang digunakan. Lintner (1956) adalah orang pertama yang mengajukan model pendapatan - dividen positif dan karyanya meletakkan dasar dari keseluruhan literatur dividen selanjutnya. Linter melakukan wawancara dengan dua puluh delapan perusahaan AS yang terpilih dengan cermat untuk menyelidiki alasan di balik penentuan kebijakan dividen. Karya tersebut menunjukkan perbedaan yang cukup besar dalam kebijakan dividen pada seluruh perusahaan, namun dia juga mengungkapkan beberapa pola umum.

Marsh & Merton (1987) merangkum pola-pola tersebut sebagai berikut.

- 1) Manajer percaya bahwa perusahaan-perusahaan sebaiknya memiliki beberapa target rasio pembayaran dalam jangka panjang.
- 2) Dalam keputusan dividen, para manajer berfokus pada perubahan pembayaran berjalan dan bukan pada tingkat dividen.
- 3) Perubahan dividen biasanya dipicu oleh perubahan pendapatan yang tak terduga dan berkelanjutan.

4) Umumnya para manajer berusaha menghindari perubahan dividen jika ada kemungkinan besar bahwa perubahan dividen ini dapat dikembalikan dalam waktu satu tahun atau lebih.

Salah satu perkembangan menarik mengenai pola pembayaran dividen adalah munculnya rencana reinvestasi dividen atau *Dividend Reinvestment Plans* (DRIPs). DRIP lahir pada akhir tahun 1920-an, DRIP pertama sekali dikembangkan oleh reksadana pada tahun 1920-an dan 1930-an. Perusahaan *go public* pertama yang mengembangkan DRIP formal adalah *Lehman Corporation* pada tahun 1957. Sejak itu, banyak anggota industri jasa keuangan lainnya mengikuti. Pada tahun 1968, Allegheny Power Corporation perusahaan non-finansial pertama yang membentuk DRIP dan Citibank mengelola DRIP tersebut. Dari sudut pandang pemegang saham, berikut sejumlah fitur DRIP yang lebih positif dan jelas (Frankfurter & Wood, 2003: 50).

- a. Memberi investor kesempatan untuk tidak hanya menginvestasikan kembali dividen, namun juga menjalankan pembelian tunai opsional, rencana pembayaran tunai opsional atau rencana pembelian saham.
- b. Harga saham dibeli dengan dividen yang diinvestasikan kembali dan dalam beberapa kasus dengan kontribusi tunai opsional dan diskon berkisar antara 3 sampai 10% (dengan mode 5%) dari harga pasar - rencana diskon atau DDRIPs.
- c. Memungkinkan para pemegang obligasi dan pemegang saham preference untuk menginvestasikan kembali pembayaran kupon dan dividen saham preference menjadi saham perusahaan.
- d. Memungkinkan pelanggan usaha untuk berkontribusi melalui sistem penagihan dan rekening tabungan.
- e. Memungkinkan semua biaya transaksi terkait dibayar oleh perusahaan, yang disebut rencana subsidi.
- f. Memungkinkan para peserta membeli saham pecahan.
- g. Memenuhi permintaan reinvestasi melalui pembelian saham di pasar terbuka.
- h. Memenuhi permintaan reinvestasi melalui penerbitan kembali saham perbendaharaan.
- i. Memenuhi permintaan reinvestasi melalui penerbitan saham baru (Penerbitan Asli atau Rencana Penerbitan Baru). Seringkali,

harga penerbitan ditentukan dengan rata-rata harga penutupan selama 5 hari sebelum tanggal reinvestasi.

- j. Memungkinkan investor menginvestasikan sebagian dari dividennya dan mengambil sebagian dalam bentuk tunai (Rencana Memecah-Saham).
- k. Menyediakan fasilitas-fasilitas penyimpanan yang aman bagi para pemegang saham yang ingin meninggalkan saham pada administrator rencana.
- l. Menawarkan struktur "*Book Entry*" yang menghilangkan kebutuhan akan sertifikat sebagai bukti kepemilikan dan memfasilitasi administrasi DRIP.

□ Teori Kebijakan Dividen

1) Hipotesis *Signaling and the Information Content of Dividend*

Miller & Modigliani (1961) menyatakan bahwa harga saham tidak tergantung pada kebijakan dividen, nilai saham mencerminkan arus kas dan peluang-peluang pertumbuhan masa depan. MM mengakui bahwa perubahan dividen memengaruhi harga-harga saham dan menghubungkan fenomena ini dengan "kandungan informasi dividen atau *information content of dividends*."

Perubahan harga saham yang disebabkan oleh perubahan pembayaran dividen karena kandungan informasi dividen mewakili perbedaan-perbedaan sehubungan dengan informasi khusus yang dimiliki oleh para manajer perusahaan dan informasi yang tersedia bagi umum. Hanya perubahan yang tak terduga pada tingkat dividen dan pengungkapan informasi baru yang dapat memengaruhi harga saham dengan asumsi pasar sempurna (Frankfurter & Wood, 2003: 91).

Manajer-manajer perusahaan menyimpan informasi khusus tentang nilai masa depan perusahaan. Para manajer dimotivasi untuk mengungkapkan informasi ini kepada investor, namun harus dilakukan secara tidak langsung untuk mencegah perusahaan pesaing mendapatkan keuntungan dari pengungkapan tersebut. Sinyal informasi ini harus terpercaya dan sulit didapatkan untuk mencegah pemberian sinyal yang salah oleh perusahaan lain di pasar. Jika para manajer memiliki informasi yang tidak diketahui oleh publik merupakan suatu insentif mengungkapkan informasi ini secara tidak langsung, para manajer dapat menyampaikan informasi

ini kepada para pemegang saham melalui perubahan-perubahan tidak terduga dalam kebijakan dividen (Frankfurter & Wood, 2003: 92).

Reaksi harga terhadap pengumuman perubahan kebijakan dividen itu rasional. Pesan informasi dividen merupakan tanda-tanda penghasilan sesungguhnya yang tidak dapat diamati dan merupakan harapan penghasilan masa depan. Pasar harga cxsaham akan meningkat atau menurun berdasarkan naik-turunnya ekspektasi.

Komunikasi ekspektasi-ekspektasi manajerial dengan menggunakan dividen tidak ambigu dibandingkan pengumuman pendapatan, karena kebijakan dividen semata-mata merupakan kebijaksanaan manajemen dan merupakan arus kas keluar yang bernilai besar kepada para pemegang saham. Keengganan para manajer untuk mengurangi dividen merupakan persyaratan yang diperlukan untuk penggunaan dividen sebagai sinyal yang terpercaya (Frankfurter & Wood, 2003: 92).

2) Teori Biaya Keagenan (*Agency Cost Theory*)

Pengakuan biaya keagenan potensial dihubungkan dengan pemisahan manajemen dan kepemilikan perusahaan dan bukanlah sesuatu yang baru. Perbedaan-perbedaan prioritas dalam manajerial dan pemegang saham telah diakui lebih dari tiga abad. Smith (1937) menemukan manajemen perusahaan-perusahaan yang didirikan dengan saham gabungan pada awalnya lalai dalam banyak aktivitasnya. Para direktur perusahaan menjadi manajer uang orang lain dan bukan manajer uang sendiri. Tidak dapat diharapkan bahwa para manajer mengawasi dengan penuh kewaspadaan sebagaimana para sekutu pada perusahaan persekutuan sering mengawasi diri mereka sendiri. Tindakan-tindakan untuk memantau manajer sebagian besar tidak berhasil karena inefisiensi dan biaya-biaya dihubungkan dengan pemantauan oleh pemegang saham (Frankfurter & Wood, 2003: 100).

Teori lembaga keuangan modern (Jensen & Meckling, 1976) berusaha menjelaskan struktur modal perusahaan sebagai hasil usaha untuk meminimalkan biaya dihubungkan dengan pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Biaya-biaya keagenan lebih rendah pada perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan saham manajerial tinggi karena keselarasan antara tujuan-tujuan pemegang saham dan manajer lebih baik dan pada perusahaan-

perusahaan di mana pemegang saham blok besar dapat lebih baik memantau aktivitas manajerial. Masalah-masalah keagenan dihasilkan dari asimetri informasi, pemindahan kekayaan potensial dari pemegang obligasi ke pemegang saham melalui penerimaan proyek-proyek dengan risiko tinggi dan tingkat pengembalian yang tinggi oleh manajer dan kegagalan untuk menerima proyek-proyek dengan *net present value* positif.

Kebijakan dividen memengaruhi hubungan-hubungan ini dengan dua cara. Cara pertama, menganjurkan bahwa potensi konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi dapat dikurangi dengan persetujuan yang mengatur prioritas klaim. Pembayaran dividen-dividen besar kepada para pemegang saham juga dapat menghadirkan penolakan proyek-proyek dengan *net present value* positif dan penggunaan modal berbiaya rendah. Perjanjian-perjanjian utang untuk meminimalkan pembayaran dividen diperlukan untuk mencegah perpindahan kekayaan pemegang obligasi kepada pemegang saham. Meski berpotensi substansial terhadap biaya keagenan, kebijakan dividen bukanlah sumber utama pengambilalihan kekayaan pemegang obligasi. Pada perusahaan di mana pembayaran dividen dibatasi oleh perjanjian pemegang obligasi, tingkat pembayaran dividen masih di bawah tingkat maksimum yang diijinkan (Frankfurter & Wood, 2003: 101).

Cara kedua, kebijakan dividen memengaruhi biaya-biaya keagenan dan merupakan pengurangan biaya-biaya dengan peningkatan pengawasan oleh pasar modal. Pembayaran-pembayaran dividen besar mengurangi dana yang tersedia untuk konsumsi tambahan dan kesempatan-kesempatan investasi dan mengharuskan para manajer mencari pembiayaan di pasar modal. Pemantauan pasar modal secara efisien mengurangi aktivitas investasi yang kurang optimal dan tambahan konsumsi yang berlebihan dan oleh karena itu mengurangi biaya-biaya yang terkait dengan pemisahan kepemilikan dan pengendalian. Terdapat tiga kecenderungan umum dalam kebijakan dividen perusahaan:

- 1) Menurunkan tingkat pembayaran dividen ditemukan pada perusahaan dengan pertumbuhan tinggi - persyaratan-persyaratan investasi mengurangi dana yang tersedia untuk pembayaran dividen.

- 2) Perusahaan-perusahaan dengan risiko-risiko khusus atau rasio-rasio *leverage* perusahaan yang lebih tinggi membayar dividen yang lebih kecil.
- 3) Pembayaran yang lebih tinggi ditemukan pada perusahaan dengan kepemilikan orang dalam yang kecil dan sejumlah besar pemegang saham luar.

Uraian tersebut menyiratkan bahwa kebijakan dividen meringankan biaya-biaya keagenan karena tindakan pengawasan parsial yang diberikan lewat pembayaran dividen. Pembayaran-pembayaran dividen yang meningkat membutuhkan kunjungan-kunjungan pasar modal secara teratur dan peningkatan pengawasan pada waktu yang sama (Frankfurter & Wood, 2003: 101).

3) Hipotesis Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Hipotesis arus kas bebas Jensen (1988) mengungkapkan bahwa manajer perusahaan yang bijak bekerja atas kepentingan terbaik pemegang saham dan harus berinvestasi pada semua peluang yang menguntungkan. Namun, pemisahan manajemen dan pemilik perusahaan memungkinkan para manajer tergoda untuk mengkonsumsi atau menyianyiakan dana surplus dengan penggunaan dana yang tidak efisien melampaui peluang-peluang investasi yang menguntungkan. Dana yang tersisa setelah pembiayaan semua proyek dengan *net present value* positif menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Pembayaran-pembayaran dividen dan bunga utang mengurangi arus kas bebas tersedia bagi para manajer untuk digunakan dalam investasi dalam *net present value* marjinal dan konsumsi tambahan manajer. Kombinasi antara teori keagenan dan persinyalan lebih baik menjelaskan kebijakan dividen, namun hipotesis *free cash flow* akan lebih baik menjelaskan hiruk-pikuk pengambilalihan perusahaan. Mitigasi biaya keagenan cukup untuk menjelaskan keberadaan dan daya tahan kebijakan dividen perusahaan. Konsensusnya adalah bahwa kebijakan dividen perusahaan lebih memadai daripada teori-teori tersebut secara individual (Frankfurter & Wood, 2003: 102).

□ Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Dividen

Keputusan investasi tidak tergantung pada keputusan pembiayaan sebagaimana utang baru atau dividen karena pada pasar modal sempurna nilai perusahaan hanya dipengaruhi oleh keputusan investasi. Baik keputusan pembiayaan maupun kebijakan dividen tidak relevan dalam proses penentuan nilai perusahaan. Rumusan yang lebih kuat dari proposisi ini adalah bahwa variable investasi dan pembiayaan juga seharusnya tidak saling memengaruhi secara dinamis. Misalnya, keputusan-keputusan investasi saat ini harus ditentukan secara independen dari utang dan keputusan dividen terdahulu (Frankfurter & Wood, 2003: 128).

Pemisahan total keputusan-keputusan investasi dan pembiayaan tidak masuk akal karena pada pasar modal tidak sempurna, pembiayaan harus dianggap sebagai bagian dari keputusan investasi perusahaan. Keputusan investasi perusahaan terkait dengan keputusan pembiayaan dan tidak ada saling ketergantungan antara investasi dan dividen.

Dividen dan utang baru pada waktu yang sama tidak tergantung satu sama lain, namun keputusan dividen saat ini memengaruhi keputusan utang di masa yang akan datang. Hal ini merupakan indikasi bahwa keputusan utang baru mengikut kepada keputusan dividen. Berdasarkan laba saat ini dan dividen periode sebelumnya dapat diprediksi dividen saat ini dengan baik (Frankfurter & Wood, 2003: 129).

Hubungan antara dividen dan arus kas bebas pada waktu yang sama negatif, dividen secara dinamis tidak terpengaruh oleh arus kas bebas. Penjelasan teori keagenan tentang pembayaran dividen bahwa perusahaan harus membayar dividen untuk mengurangi biaya keagenan sehubungan dengan arus kas berlebih. Tindakan ini memaksa para manajer untuk kembali ke pasar untuk mendapatkan uang tunai dan membuat para manajer dalam pengawasan tetap. Perusahaan dapat membangun kelonggaran finansial dengan membatasi dividen pada saat persyaratan-persyaratan investasi sederhana. Hal ini menunjukkan bahwa dividen saat ini dipengaruhi oleh arus kas bebas sebelumnya. Akibatnya, hasil-hasil dinamis tidak sesuai dengan argumen teori keagenan atau hipotesis *pecking order* (Frankfurter & Wood, 2003: 129).

Korelasi negatif antara dividen dan beta menunjukkan bahwa perusahaan dengan beta yang lebih tinggi membayar dividen lebih rendah untuk mengurangi biaya pembiayaan eksternal, apakah karena beta yang lebih tinggi dikaitkan dengan *leverage* yang lebih tinggi atau karena distribusi dividen memengaruhi risiko sistematis saham. Bukti yang ada kelihatannya menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar memilih meningkatkan pembayaran dividen daripada mempertahankan laba untuk membiayai pertumbuhan yang lebih cepat. Dapat saja tidak ditemukan bukti sistematis hubungan antara kebijakan dividen dan klasifikasi industri. Hal ini menunjukkan bahwa variasi kebijakan dividen berdasarkan industri bisa saja merupakan efek tunggal ukuran perusahaan. Perihal ini dapat terjadi karena pada industri tertentu ukuran perusahaan adalah fungsi skala ekonomi (Frankfurter & Wood, 2003: 132).

Pembayaran dividen perusahaan secara signifikan terkait dengan pendapatan, arus kas bebas, beta dan ukuran perusahaan. Lebih penting lagi bahwa dividen tidak dipengaruhi oleh investasi dan utang atau konsisten dengan proposisi *irrelevance*. Miller & Modigliani (1961) telah menemukan bahwa efek-efek industri mungkin tidak ada atau mungkin saja hanya manifestasi dari efek ukuran.

Dividen juga memiliki efek jangka pendek yang signifikan terhadap pendapatan, arus kas bebas, beta, dan ukuran perusahaan, sedangkan variable-variabel lainnya tidak memiliki efek dinamis terhadap dividen. Pembayaran-pembayaran dividen sangat dipengaruhi oleh konsistensi pembayaran-pembayaran dividen di waktu yang lalu dan oleh faktor-faktor lain pada waktu itu seperti pendapatan dan arus kas bebas (Frankfurter & Wood, 2003: 132).

□ Pengukuran Kebijakan Dividen

Fama & French (2001) memperkirakan model logistik regresi di mana variabel dependen sama dengan satu jika perusahaan membayar dividen saham biasa dalam tahun tertentu dan nol jika tidak membayar. Kemungkinan pembayaran dividen berhubungan positif dengan ukuran perusahaan dan profitabilitas dan berhubungan negatif dengan pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan *market to book value ratio*. DeAngelo *et al.* (2006) memperluas

analisis Fama & French dengan memasukkan ukuran kedewasaan perusahaan (atau tahapan siklus hidup) menggunakan rasio laba ditahan terhadap nilai buku ekuitas atau *retained earning (RE) to book value of equity (BE)*. Ditemukan bahwa kecenderungan membayar dividen berhubungan positif dengan RE/BE. Efek kedewasaan perusahaan ini tidak mengandung karakteristik Fama & French, tetapi bukti DeAngelo *et al.* menyiratkan bahwa RE/BE memiliki dampak ekonomi terbesar pada kecenderungan membayar dividen (Baker, 2009: 58).

Al Kuwari (2009) dalam studi empirisnya menggunakan variabel dependen model kebijakan dividen yang berarti Rasio Pembayaran Dividen atau *Dividend Payout Ratio (DPR)* dan variable-variabel penjelas adalah persentase saham perusahaan yang dipegang oleh pemerintah, arus kas bebas, ukuran perusahaan (kapitalisasi pasar), tingkat pertumbuhan perusahaan, rasio *leverage*, risiko bisnis dan profitabilitas perusahaan. Ide utamanya adalah untuk menguji kebijakan dividen perusahaan-perusahaan yang terdaftar di bursa saham Dewan Kerja sama Negara-Negara Teluk atau *GCC Stock Exchanges*. Tujuannya adalah untuk mendapatkan sampel dalam jumlah besar (*cross-sectional dan time-series data*) agar hasil jauh lebih baik, mengumpulkan data dari faktor-faktor di atas untuk perusahaan keuangan dan non-keuangan selama bertahun-tahun sedapat mungkin.

Dalam studi empiris hubungan pembayaran dividen dengan kinerja perusahaan (*the relationship of dividend payout with firm performance*), Murekefu & Ouma (2012) mengukur pembayaran dividen dengan nominal aktual pembayaran dividen atau *actual dividend payout*, sementara kinerja perusahaan diukur dengan laba bersih setelah pajak atau *net profit after tax* yang menunjukkan profitabilitas perusahaan. Penggunaan alat ukur nominal aktual pembayaran dividen atau *actual dividend payout* juga dilakukan oleh Ajanthan (2013) dalam penelitiannya yang menganalisis hubungan antara pembayaran dividen dengan profitabilitas perusahaan (*the relationship between dividend payout and firm profitability*). Hasan *et al.* (2015) dalam penelitiannya mengenai analisis rasio pembayaran dividen dan profitabilitas perusahaan atau *dividend payout ratio and firm's profitability* menggunakan pendapatan per saham atau *earning per share (EPS)* sebagai alat ukur.

Lindeman (2016) dalam penelitiannya tentang korelasi antara kebijakan dividen dengan volatilitas harga saham atau *the correlation between dividend policy measures and share price volatility* menggunakan 2 (dua) rasio untuk mengukur kebijakan dividen, yaitu:

- 1) *Dividend Payout Ratio (DPR) = Annual Dividend Per Share (DPS)/Earning Per Share (EPS).*

DPR dihitung dengan membagi dividen per saham tahunan (DPS) dengan laba per saham (EPS). DPS tahunan hanyalah jumlah yang didistribusikan perusahaan sebagai dividen pada tahun berjalan per saham. EPS merupakan bagian dari laba perusahaan yang dialokasikan pada masing-masing saham.

- 2) *Dividend Yield (DY) = Annual Dividend per Share (DPS)/Price per Share.*

DY dihitung dengan membagi dividen per saham tahunan (DPS) dengan harga per saham.

F. Tanggung Jawab Sosial Perusahaan (Corporate Social Responsibility/CSR)

Makna sederhana tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) umumnya terkait dengan pilihan perusahaan untuk tidak melanggar hukum dan peraturan pada saat beroperasi untuk mencapai tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Pendekatan kedua menganggap bahwa CSR lebih dari sekedar mengikuti hukum, CSR juga melibatkan tindakan-tindakan yang diharapkan dapat memengaruhi kesejahteraan sosial para pemangku kepentingan secara positif (Becchetti *et al.*, 2005).

Ekonom klasik berpendapat bahwa satu-satunya tanggung jawab perusahaan adalah meningkatkan nilai bagi para pemegang saham (Friedman, 1970). Sejalan dengan pandangan ini, tujuan utama sebagian besar perusahaan terutama di sektor swasta adalah menumbuhkan laba. Pencapaian tujuan ini sebaiknya tidak menimbulkan efek samping negatif bagi para pemangku kepentingan lainnya dan masyarakat secara umum. Crane *et al.* (2008) menyatakan bahwa bisnis menjadi bagian dari masyarakat dan bergantung pada masyarakat untuk mencapai tujuan ekonominya (Galant & Cadez, 2017).

Tidak ada konsensus tentang apa yang seharusnya masuk dalam CSR perusahaan-perusahaan (Frederick, 1994). CSR digambarkan sebagai kewajiban perusahaan-perusahaan untuk bertanggung jawab terhadap lingkungan dan para pemangku kepentingan dengan cara-cara yang tidak hanya berorientasi pada aspek keuangan semata (Goessling & Vocht, 2007). Holme & Watts (1999) mengutip makna yang menempatkan konsep CSR dalam perspektif luas dan dapat dimengerti dari sajian *World Business Council for Sustainable Development*, CSR perusahaan merupakan komitmen berkelanjutan perusahaan-perusahaan untuk berperilaku secara etis dan berkontribusi pada pembangunan ekonomi, meningkatkan kualitas hidup tenaga kerja dan keluarganya sebagai komunitas lokal (Beurden & Goessling, 2008).

CSR relevan pada tingkat yang berbeda di dalam dan di luar organisasi perusahaan dan oleh karena itu sulit diukur. Wood (1991) membedakan tiga prinsip CSR yang masing-masing beroperasi pada level yang berbeda; 1) Prinsip legitimasi. Prinsip ini beroperasi pada level institusional. 2) Prinsip tanggung jawab publik. Prinsip ini beroperasi pada tingkat organisasi perusahaan. 3) Prinsip kebijaksanaan manajerial. Prinsip ini beroperasi pada tingkat individu (Beurden & Gossling, 2008).

Komisi Uni Eropa atau *UE Commission* sebagai badan legislatif tertinggi di Uni Eropa telah mengusulkan definisi CSR sebagai tindakan-tindakan perusahaan-perusahaan yang melampaui kewajiban hukum perusahaan-perusahaan terhadap masyarakat dan lingkungan (Komisi Uni Eropa, 2011). Definisi ini sejalan dengan definisi Davis (1973) tentang CSR karena secara eksplisit memuat kepentingan para pemangku kepentingan selain para pemegang saham.

CSR merupakan cara atau metode menyelaraskan kepentingan perusahaan dengan kepentingan masyarakat. Selain berguna untuk membangun aset reputasi perusahaan, membantu mengurangi kekacauan yang dapat ditimbulkan masyarakat atau komunitas di dalam perusahaan karena merasa terluka dan tersakiti oleh operasional perusahaan. Kekacauan sejenis tidak dapat dicegah jika perusahaan memilih untuk tetap fokus pada keuntungan saja dan kurang peduli dengan apa yang terjadi pada masyarakat atau komunitas di mana perusahaan beroperasi. Seperti yang ditegaskan

oleh Deb Abbey dalam karyanya, CSR bukan tentang apa yang diberikan atau dapat diberikan oleh perusahaan, namun adalah tentang bagaimana perusahaan beroperasi (Iwu-Egwuonwu, 2010).

Sebuah survei Amerika yang dilakukan oleh *National Consumers League and Fleishman Hillard International Communications* yang dirilis pada 31 Mei 2006 menunjukkan dengan jelas bahwa dua pertiga orang Amerika akan berlangganan atau membeli produk-produk perusahaan-perusahaan yang dinilai bertanggung jawab secara sosial, terutama perusahaan-perusahaan yang nyata memperlakukan karyawannya dengan sangat baik. Dalam survei ini, 76 persen konsumen Amerika setuju bahwa untuk bertanggung jawab secara sosial, perusahaan harus menempatkan upah karyawan dan kenaikan upah di atas sumbangan amal yang dilakukan perusahaan. Dalam pola yang sama, 76 persen konsumen Amerika percaya bahwa perlakuan perusahaan terhadap karyawannya memainkan peran besar dalam keputusan pembelian konsumen. Implikasi utama dari temuan ini adalah bahwa CSR meningkatkan kinerja perusahaan. Konten CSR tidak boleh hanya menggambarkan apa yang disukai oleh perusahaan, namun juga harus memuat apa yang disukai oleh konsumen karena keputusan-keputusan pembelian konsumen yang menciptakan perbedaan dalam perlindungan yang dibangun bertujuan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Akademisi dan praktisi telah berusaha untuk membuat pengertian yang disepakati tentang konsep ini selama 30 tahun. Tanggung jawab sosial mengacu pada keputusan dan tindakan bisnis yang diambil dengan alasan setidaknya sebagian di luar kepentingan ekonomi atau teknis langsung perusahaan tersebut. CSR mengacu pada masalah yang timbul pada saat perusahaan-perusahaan mengemukakan eksistensinya di panggung sosial dan prinsip-prinsip etika yang harus mengatur hubungan antara korporasi dan masyarakat. Pada tahun 1971, Komite Pengembangan Ekonomi menggunakan pendekatan tiga lingkaran konsentris untuk menggambarkan CSR. Lingkaran dalam mencakup fungsi-fungsi ekonomi dasar seperti pertumbuhan, produk, lapangan kerja. Lingkaran tengah menyarankan agar fungsi-fungsi ekonomi dilaksanakan dengan kesadaran yang tajam terhadap perubahan nilai-nilai dan prioritas sosial. Lingkaran luar menggambarkan

tanggung jawab-tanggung jawab yang baru muncul dan belum berbentuk yang mengamsumsikan bahwa perusahaan terlibat secara lebih aktif memajukan lingkungan sosial (Carrol, 1991).

Untuk bertanggung jawab secara sosial, perusahaan-perusahaan diwajibkan berperilaku baik dalam semua urusannya dan menerapkan ukuran-ukuran yang sesuai untuk mengurangi dampak buruk tindakan-tindakannya terhadap lingkungan dan para pemangku kepentingan. Suatu perusahaan yang gagal menunjukkan tanggung jawab sosial dalam tindakan-tindakannya, mungkin hanya bertahan dalam jangka pendek, demi kepentingan-kepentingan terbaik perusahaan yang bercita-cita untuk bertahan atau berkelanjutan dan sejahtera sudah sewajarnya berperilaku secara bertanggung jawab. Bidang CSR memiliki beberapa tantangan dan peluang. Berikut adalah beberapa manfaat yang sering dikutip sebagai manfaat bagi perusahaan yang berperilaku secara bertanggung jawab (Idowu & Filho, 2009: 2):

- 1) Peningkatan nilai pemegang saham.
- 2) Peningkatan loyalitas pelanggan.
- 3) Kemampuan membentuk aliansi strategis yang menguntungkan.
- 4) Kemampuan menarik tenaga kerja yang bermotivasi dan berkomitmen.
- 5) Media akan simpatik pada saat-saat kritis.
- 6) Kemampuan untuk menarik karyawan kelas atas dari universitas kelas atas.
- 7) Insentif pajak yang diberikan oleh otoritas perpajakan.

Perusahaan-perusahaan di seluruh dunia menyadari bahwa para pemangku kepentingan modern tidak akan naif lagi karena mereka sudah berpengalaman, berpendidikan, mendapat informasi dengan baik dan di atas semuanya mereka tahu apa yang terbaik untuk mereka. Mereka tidak akan ragu-ragu untuk mengambil tindakan apapun secara bertanggung jawab dan sah untuk meminta perusahaan-perusahaan merealisasi apa yang mereka butuhkan (Idowu & Filho, 2009: 2).

Perusahaan yang terdaftar di bursa efek memiliki CSR dan kinerja keuangan yang lebih baik, tetapi pola kepemilikan maupun ukuran perusahaan tidak memengaruhi CSR, kinerja keuangan dan kinerja non-keuangan. Pengendalian gabungan efek dari status terdaftar di bursa efek, pola kepemilikan, dan ukuran perusahaan,

peningkatan ukuran agregat CSR meningkatkan kinerja keuangan dan kinerja non-keuangan perusahaan. Praktek CSR yang lebih baik terhadap masing-masing pemangku kepentingan telah meningkatkan kinerja perusahaan. Keuntungan status perusahaan terdaftar di bursa efek terhadap CSR adalah perusahaan yang terdaftar di bursa efek kinerjanya dimonitor secara teratur oleh beberapa pemangku kepentingan dan memiliki tingkat CSR yang lebih baik dibanding perusahaan yang tidak terdaftar di bursa efek. Sebagai akibat dari pemantauan dan paparan terhadap berbagai pemangku kepentingan, perusahaan yang terdaftar di bursa efek secara finansial lebih baik daripada yang tidak terdaftar di bursa efek. Kinerja perusahaan yang terdaftar di bursa efek ditunjukkan dalam neraca oleh proksi pengukuran kinerja keuangan (Mishra & Suar, 2010).

Gherghina & Simionescu (2015) dalam studi empirisnya menemukan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan secara statistik antara CSR dan nilai merek dagang dan temuan ini memperkuat kesimpulan dari Torres *et al.* (2012). Oleh sebab itu, perusahaan-perusahaan sampel yang melakukan kegiatan-kegiatan CSR sulit menentukan apakah CSR memengaruhi nilai merek dagang atau sebaliknya. Selanjutnya, terdapat hubungan signifikan dan positif secara statistik antara CSR dan kinerja perusahaan yang diukur menggunakan laba atas asset atau ROA. Hasil ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang juga menemukan hubungan positif antara CSR dan kinerja perusahaan (Waddock & Graves, 1997; Tsoutsoura, 2004; Dumitrescu & Simionescu, 2014).

□ **Teori Tanggung Jawab Sosial Perusahaan (*Corporate Social Responsibility/CSR*)**

Upaya penting untuk menjembatani kesenjangan antara ekonomi dan harapan lainnya ditawarkan oleh Carroll (1979). Upaya yang dilakukannya mencapai puncaknya dengan mengusulkan definisi tanggung jawab sosial perusahaan, sebagai berikut (Schwartz & Carrol, 2003):

“Tanggung jawab sosial perusahaan meliputi aspek ekonomi, hukum, etika, dan harapan-harapan kedermwanaan yang masyarakat miliki pada perusahaan-perusahaan pada waktu tertentu.”

Carroll (1991) telah memperluas gagasan CSR dan berpendapat bahwa tanggung jawab sosial sebuah organisasi bisnis

adalah empat kali lipat lebih besar. Tanggung jawab ini dapat diungkapkan baik sebagai piramida atau persamaan. Dalam bentuk persamaan, CSR merupakan jumlah total dari empat tanggung jawab yang berbeda, yaitu; Tanggung Jawab Ekonomi atau *Economics Responssibilities/ECR* (adalah untuk menghasilkan laba) ditambah Tanggung Jawab Hukum atau *Legal Responssibilities/LGR* (mematuhi hukum yang berlaku) ditambah Tanggung Jawab Etika atau *Ethical Responssibilities/ETR* (melakukan apa yang benar dan adil setiap saat) ditambah Tanggung Jawab Kedermawanan atau *Philantropic Responssibilities/PHR* (menjadi perusahaan yang baik). Secara matematis dapat ditulis; $CSR = ECR + LGR + ETR + PHR$. Penjelasan atas keempat komponen CSR :

1) Tanggung Jawab Ekonomi

Organisasi bisnis diciptakan sebagai entitas ekonomi yang dirancang untuk menyediakan barang dan jasa kepada anggota masyarakat. Motif keuntungannya ditetapkan sebagai insentif utama bagi pengusaha. Organisasi bisnis adalah unit ekonomi dasar dalam masyarakat. Ide motif keuntungan ditransformasi menjadi konsep keuntungan maksimal dan telah menjadi nilai abadi sejak saat itu. Semua tanggung jawab bisnis lainnya didasarkan pada tanggung jawab ekonomi perusahaan. Tanpa tanggung jawab ekonomi perusahaan, tanggung jawab lainnya menjadi perihal yang diperdebatkan (Carrol, 1991).

2) Tanggung Jawab Hukum

Masyarakat tidak hanya mendukung perusahaan untuk beroperasi berdasarkan motif keuntungan. Pada saat bersamaan perusahaan diharapkan mematuhi undang-undang dan peraturan yang diundangkan oleh pemerintah pusat dan daerah sebagai aturan dasar di mana perusahaan harus beroperasi. Sebagai bagian dari pemenuhan kontrak sosial antara perusahaan dan masyarakat, perusahaan-perusahaan diharapkan merealisasikan misi-misi ekonominya dalam kerangka hukum. Tanggung jawab hukum mencerminkan pandangan etika-etika yang terkodifikasi dalam pengertian bahwa perusahaan-perusahaan mewujudkan makna dasar operasional yang adil sebagaimana ditetapkan oleh para pembuat undang-undang dan peraturan (Carrol, 1991).

3) Tanggung Jawab Etika

Meskipun tanggung jawab - tanggung jawab ekonomi dan hukum mewujudkan norma etika tentang ketidakberpihakan dan keadilan, tanggung jawab – tanggung jawab etika mencakup semua aktivitas dan praktik yang diharapkan atau dilarang oleh anggota masyarakat meskipun tidak dituangkan dalam bentuk undang-undang. Tanggung jawab-tanggung jawab etika mencakup standar-standar, norma-norma atau harapan-harapan yang mencerminkan kepedulian terhadap apa yang konsumen, karyawan, pemegang saham, dan masyarakat anggap wajar, adil, atau menjaga dengan rasa hormat atau melindungi hak-hak moral para pemangku kepentingan.

Dalam satu pengertian bahwa mengubah etika atau nilai mendahului pembentukan undang-undang karena kedua hal tersebut menjadi kekuatan pendorong di balik penyusunan undang-undang atau peraturan. Contoh, gerakan lingkungan, hak-hak sipil, dan pergerakan-pergerakan konsumen mencerminkan perubahan mendasar dalam nilai-nilai sosial dan oleh karena itu dapat dilihat sebagai rambu-rambu yang menuntun secara etis dan menghasilkan undang-undang di kemudian hari (Carrol, 1991).

4) Tanggung Jawab Filantropi (*Philantropic*)

Filantropi mencakup tindakan-tindakan perusahaan sebagai bentuk responss terhadap harapan masyarakat bahwa perusahaan menjadi bagian dari warga atau perusahaan sebagai warga yang baik. Perihal ini mencakup pelibatan secara aktif dalam tindakan atau program untuk mempromosikan kesejahteraan manusia atau *good will*. Filantropi mencakup kontribusi perusahaan sebagai sumber-sumber keuangan atau waktu eksekutif, seperti kontribusi terhadap seni, pendidikan, atau masyarakat.

Ciri yang membedakan antara tanggung jawab-tanggung jawab filantropis dan etika adalah bahwa tindakan filantropis tidak diharapkan secara etis atau moral. Masyarakat menginginkan perusahaan untuk menyumbangkan uang, fasilitas dan waktu karyawannya untuk program-program atau tujuan-tujuan kemanusiaan, namun masyarakat tidak menganggap perusahaan itu tidak beretika jika perusahaan tidak memberikan tingkat yang diinginkan. Oleh karena itu, filantropi lebih bersifat diskresi atau sukarela sebagai bagian perusahaan meskipun selalu ada harapan masyarakat bahwa perusahaan akan menyediakannya (Carrol, 1991).

Salah satu alasan penting untuk membedakan antara tanggung jawab -tanggung jawab filantropis dan etika adalah bahwa beberapa perusahaan merasa telah bertanggung jawab secara sosial jika perusahaan-perusahaan tersebut telah menjadi bagian dari warga yang baik di masyarakat. Perbedaan ini memberi penegasan bahwa CSR itu mencakup kontribusi filantropi. Sebenarnya, tanggung jawab-tanggung jawab filantropis benar-benar diinginkan dan dihargai namun sebenarnya nilai pentingnya masih lebih rendah dibanding tiga kategori tanggung jawab sosial lainnya. Dalam arti tertentu, tanggung jawab-tanggung jawab filantropis adalah tindakan yang bersifat melengkapi (Carrol, 1991).

Pihak-pihak yang menentang CSR paling keras pun mengakui bahwa beberapa inisiatif sukarela untuk memenuhi kepentingan kelompok-kelompok di luar pemilik langsung perusahaan dapat memberi dampak positif jangka panjang bagi pemilik perusahaan. Khususnya teori agensi, seperti Jensen (2002) menjadikan CSR sebagai maksimasi nilai tercerahkan. Kriteria kegiatan-kegiatan CSR untuk perusahaan seharusnya merupakan sejauh mana dana yang dikeluarkan untuk kepentingan masyarakat luas memiliki efek positif jangka panjang atas maksimasi nilai pemegang saham (Hennigfeld *et al.*, 2006: 12).

□ Teori Keagenan atau *Agency Theory*

Teori keagenan Jensen & Meckling (1976) memandang perusahaan sebagai hubungan kontrak antara berbagai agen ekonomi yang bertindak oportunistik dalam pasar yang efisien. Dalam konteks ini, pengungkapan sosial dan lingkungan terbukti berguna dalam menentukan kewajiban kontrak utang, kontrak kompensasi manajerial atau biaya-biaya politik implisit. Fokus teori keagenan ada pada pertimbangan-pertimbangan moneter atau kekayaan di antara agen yang berdagang di pasar yang efisien, membatasi ruang lingkup pengungkapan sosial dan lingkungan yang relevan sebagai tujuan yang diharapkan dan masih banyak pengguna potensial informasi sejenis tidak dapat bertindak di pasar sama sekali (Reverte, 2008).

□ Teori Legitimasi atau *Legitimacy Theory*

Teori legitimasi Suchman (1995) memberikan perspektif yang lebih komprehensif tentang pengungkapan CSR karena secara eksplisit mengakui bahwa bisnis terikat oleh kontrak sosial di mana perusahaan setuju untuk melakukan berbagai tindakan yang diinginkan secara sosial sebagai bentuk imbalan atas persetujuan terhadap tujuan-tujuan perusahaan-perusahaan dan penghargaan lainnya. Kondisi ini pada akhirnya menjamin kelangsungan perusahaan-perusahaan dan sebagian besar wawasan dalam pengungkapan tanggung jawab sosial berasal dari penggunaan kerangka teoritis ini yang menempatkan pengungkapan sosial dan lingkungan adalah cara untuk melegitimasi keberlangsungan atau operasi perusahaan kepada masyarakat. Legitimasi adalah persepsi atau asumsi yang digeneralisasi bahwa tindakan-tindakan perusahaan diinginkan tepat atau sesuai dalam beberapa sistem norma, nilai, keyakinan dan definisi-definisi yang dibangun secara sosial. Meskipun perusahaan-perusahaan memiliki keleluasaan beroperasi dalam batasan institusional. Kegagalan untuk menyesuaikan diri dengan norma-norma penerimaan yang kritis dan dilembagakan dapat mengancam legitimasi perusahaan, sumber-sumber daya dan pada akhirnya kelangsungan hidup perusahaan. Ketika isu keamanan dan pencemaran lingkungan muncul, profesi dan program yang relevan melembaga dalam hukum, ideologi-ideologi bersama dan opini publik, perusahaan-perusahaan menggabungkan program dan profesi. Jennings & Zandbergen (1995) berpendapat bahwa jenis tekanan institusional, apakah itu koersif, mimetik atau normatif memengaruhi tingkat praktik-praktik pertumbuhan berkelanjutan yang menyebar di antara perusahaan-perusahaan (Reverte, 2008).

□ Teori Pemangku Kepentingan atau *Stakeholder Theory*

Teori pemangku kepentingan Freeman (1984) secara eksplisit mempertimbangkan dampak ekspektasi dari berbagai kelompok pemangku kepentingan di dalam masyarakat atas kebijakan pengungkapan perusahaan. Pengungkapan perusahaan merupakan alat manajemen dalam mengelola kebutuhan informasi dari berbagai kelompok pemangku kepentingan yang kuat

(karyawan, pemegang saham, investor, konsumen, otoritas publik dan LSM).

Para manajer menggunakan informasi untuk mengelola pemangku kepentingan yang paling kuat untuk mendapatkan dukungan yang diperlukan untuk bertahan hidup. Kedua teori membentuk konsep perusahaan-perusahaan sebagai bagian dari sistem sosial yang lebih luas di mana perusahaan-perusahaan berdampak dan dipengaruhi oleh kelompok-kelompok lain dalam masyarakat. Teori legitimasi membahas harapan-harapan masyarakat secara umum sebagaimana dikemas dalam kontrak sosial, sementara teori pemangku kepentingan memberikan resolusi yang lebih halus dengan mengacu pada kelompok-kelompok tertentu dalam masyarakat (kelompok-kelompok pemangku kepentingan).

Kelompok-kelompok pemangku kepentingan yang berbeda memiliki pandangan-pandangan berbeda tentang bagaimana sebuah perusahaan harus menjalankan operasinya. Berbagai kontrak sosial dinegosiasikan dengan pemangku kepentingan yang berbeda kelompok, bukan satu kontrak dengan masyarakat secara umum. Teori pemangku kepentingan secara eksplisit mengacu pada isu-isu kekuatan pemangku kepentingan dan bagaimana kekuatan pemangku kepentingan memengaruhi kemampuan mereka memaksa perusahaan-perusahaan mematuhi harapan para pemangku kepentingan (Reverte, 2008).

Bagi banyak perusahaan, pasar saham memberi insentif bagi yang terlibat dalam CSR. Masyarakat umum menjadi semakin peduli dengan CSR, suatu badan pemegang saham yang besar dan bertumbuh pesat secara khusus menguraikan kepedulian-kepedulian etika terhadap keputusan-keputusan investasi. Investasi yang etis berhubungan dengan penggunaan etika, kriteria sosial dan lingkungan dalam pemilihan dan pengelolaan portofolio investasi, umumnya terdiri dari saham perusahaan. Peningkatan jumlah CSR perusahaan-perusahaan bukan suatu agenda yang didorong oleh departemen urusan masyarakat atau sumber daya manusia, melainkan suatu keharusan yang diajukan oleh *Chief Financial Officer* CFO perusahaan yang menemukan bahwa kepatuhan terhadap kriteria CSR investor menjadi kunci pengadaan modal yang menguntungkan (Hennigfeld *et al.*, 2006: 12).

Semakin banyak pendapat yang menghubungkan aktivitas CSR secara langsung dengan keunggulan kompetitif perusahaan. Misalnya, guru strategi Michael Porter telah menerapkan model keunggulan kompetitif karyanya untuk CSR. Dia berpendapat bahwa dalam situasi tertentu, CSR - khususnya investasi filantropi dalam aktivitas aktivitas sosial - akan menciptakan keunggulan kompetitif jangka panjang tidak hanya untuk individual perusahaan, namun juga untuk semua perusahaan pada kluster tempat perusahaan beroperasi. Contoh klasik adalah perusahaan *software* yang menyediakan *software*-nya di sekolah-sekolah atau perpustakaan secara gratis. Perihal ini tidak hanya akan memberi siswa dan masyarakat lokal akses terhadap sumber daya yang langka, namun dalam jangka panjang akan terjadi peningkatan literasi komputer masyarakat dengan efek-efek manfaat jangka panjang atas peluang-peluang pasar masa depan perusahaan itu sendiri dan hal yang sama bagi para pesaing dan pemain lainnya dalam klaster industri (Hennigfeld *et al.*, 2006: 13).

Hennigfeld *et al.* (2006: 20) dalam bukunya menyatakan Donna Wood (1991) telah menghasilkan sebuah model yang dianggap sebagai konsep mutakhir CSR oleh banyak kalangan dan yang telah banyak dikutip dalam literature CSR. Dalam model, kinerja sosial perusahaan dapat diteliti atau diamati sebagai prinsip-prinsip CSR, proses respons sosial dan hasil perilaku perusahaan. Hasil-hasilnya digambarkan dalam tiga bidang konkrit.

- 1) Kebijakan sosial; kebijakan-kebijakan sosial perusahaan diungkapkan secara eksplisit dan menyatakan nilai-nilai, keyakinan-keyakinan dan tujuan-tujuan perusahaan berkenaan dengan lingkungan sosial perusahaan. Misalnya, mayoritas perusahaan-perusahaan besar saat ini secara eksplisit memasukkan tujuan-tujuan sosial dalam pernyataan misinya dan kebijakan-kebijakan perusahaan lainnya. Bahkan beberapa perusahaan lebih suka menetapkan tujuan-tujuan dan target-target mengenai isu sosial secara eksplisit, seperti komitmen *Royal Dutch/Shell* untuk mengurangi emisi gas rumah kaca sebesar 10% pada tahun 2002 di bawah tahun 1990.
- 2) Program sosial; aktivitas-aktivitas program sosial tertentu, tindakan-tindakan dan instrumen-instrumen yang diterapkan untuk mencapai kebijakan-kebijakan sosial. Sebagai contoh,

banyak perusahaan telah menerapkan program mengelola dampak lingkungan berdasarkan sistem manajemen lingkungan, seperti ISO 14000/1, yang mana mencakup tindakan-tindakan dan instrument-instrumen yang memfasilitasi audit kinerja lingkungan.

- 3) Dampak-dampak sosial; dampak-dampak sosial dapat ditelusuri dengan melihat perubahan-perubahan konkret yang telah dicapai perusahaan melalui program yang dilaksanakan dalam periode tertentu. Jelas, Perihal ini sering paling sulit dicapai, karena banyak data tentang dampak sosial sulit dikumpulkan dan diukur secara obyektif, dan dampak spesifik perusahaan tidak dapat dengan mudah dipisahkan dari faktor-faktor lainnya. Meskipun demikian, beberapa dampak bisa diestimasi dengan cukup baik. Misalnya: kebijakan-kebijakan yang bertujuan menguntungkan sekolah lokal dapat dinilai dengan memeriksa tingkat kecakapan membaca dan menulis dan nilai-nilai ujian; kebijakan-kebijakan lingkungan dapat dievaluasi dengan data pencemaran; kebijakan-kebijakan kesejahteraan karyawan dapat dinilai dengan kuesioner kepuasan karyawan; dan program-program kesempatan yang sama dapat dievaluasi dengan memonitor komposisi angkatan kerja dan membandingkannya dengan organisasi sejenis.

Sebagian besar tindakan-tindakan yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang dianggap sebagai bentuk tanggung jawab seolah-olah bersifat sukarela dan perusahaan-perusahaan ini menghadapi risiko penurunan keuntungan dalam jangka pendek. Misalnya, perusahaan berinvestasi pada peralatan modal yang meringankan dampak buruk dari aktivitas produksinya terhadap lingkungan alam atau tenaga kerja mungkin akan mengurangi keuntungan yang dapat didistribusikan perusahaan kepada pemegang saham, setidaknya-tidaknya dalam jangka pendek. Praktek ini mungkin bukan strategi yang telah dianut oleh seorang kapitalis sekitar 50 tahun yang lalu, karena satu-satunya tujuan menjalankan usaha pada masa itu adalah memaksimalkan keuntungan (Idowu, 2012).

Jika perusahaan menyumbangkan sebagian dari keuntungan untuk tujuan-tujuan amal, tindakan ini akan memiliki efek yang sama pada keuntungan yang dapat didistribusikan kepada pemegang

saham dalam jangka pendek. Jika sumbangan tersebut dikeluarkan oleh penerima untuk menyelamatkan nyawa orang seperti untuk penelitian kanker, maka perusahaan pendonor itu secara tidak langsung telah melindungi saham-saham pelanggan potensial, karyawan, pemasok, pemegang saham perusahaan, dan lain-lain. Kelompok-kelompok ini tindakan-tindakannya berdampak pada kinerja keuangan perusahaan, baik dalam jangka pendek, menengah atau panjang. Perusahaan-perusahaan modern memiliki pengaruh yang luar biasa terhadap apa yang terjadi di dunia sekitarnya. Para pemangku kepentingan bersama-sama memiliki kekuatan dan pengaruh untuk menggiring perusahaan-perusahaan yang mereka anggap bertindak melawan kepentingan sosial kembali kepada tindakan-tindakan yang benar. Kedua pihak telah menyadari bahwa mereka tidak dapat berfungsi dengan sukses tanpa satu sama lain. Mengakui fakta ini telah menimbulkan perdebatan tentang CSR yang meningkat selama beberapa dekade terakhir. Untuk menunjukkan kesadaran akan Perihal ini, KPMG melaporkan bahwa 52% perusahaan-perusahaan terbesar di dunia menerbitkan laporan CSR pada tahun 2005. Idowu & Towler (2004) mengamati bahwa 100% FTSE (*Financial Times Stock Exchange*) 100 perusahaan terbesar di Inggris menerbitkan laporan CSR tahunan saat ini (Idowu, 2012).

Pengukuran CSR yang diterima secara umum adalah indeks reputasi. Pada metode ini peneliti berpengetahuan menilai perusahaan berdasarkan satu atau lebih dimensi kinerja sosial. Metode ini memiliki beberapa kelebihan; 1) Metode ini cenderung konsisten secara internal karena seorang penilai menerapkan kriteria yang sama (walaupun biasanya subjektif) untuk masing-masing perusahaan. 2) Tidak ada pretensi untuk menerapkan ukuran objektif yang ketat terhadap dimensi yang mungkin subjektif. 3) Metode ini dapat merangkum persepsi konstituen kunci berbagai perusahaan. Perihal inilah yang menjadi faktor penting dalam menetapkan hubungan antara CSR dengan kinerja keuangan perusahaan. Meskipun demikian, terdapat beberapa kelemahan metode ini. Sangat jelas bahwa penilaian sejenis sangat subjektif mengakibatkan hasil yang sangat variatif dari satu peneliti ke peneliti lainnya. Perihal ini menimbulkan momok tidak dapat diandalkan. Perihal kedua adalah menggunakan satu ukuran sampel. Umumnya indeks reputasi yang dihasilkan hingga saat ini hanya mencakup

jumlah perusahaan yang relatif kecil. Oleh sebab itu, harus sangat hati-hati dalam menggeneralisasi hasil-hasil penelitian yang menggunakan metode ini (Coachran & Wood, 1984).

Indeks reputasi pertama dihasilkan oleh *Council For Economic Priorities* (CEP) pada akhir tahun 1960-an dan di awal tahun 1970-an. Dalam penelitiannya, CEP merangking kinerja pengendalian pencemaran 24 perusahaan industri bubur kertas dan kertas. Pengukuran CSR ini telah digunakan dalam dalam berbagai riset. Indeks reputasi kedua dihasilkan oleh Milton Moskowitz yang merangking sejumlah perusahaan dalam satu periode waktu dengan tiga terminologi yaitu “*outstanding*,” “*honorable mention*” dan “*wrost*.” Satu penelitian yang dilakukan oleh mahasiswa *National Association of Concerned Busines* (Bagaimana mahasiswa sekolah bisnis menilai perusahaan, 1972) di mana 300 lulusan administrasi bisnis ditanyai mengenai pandangan-pandangan mereka tentang tanggung jawab sosial dari beberapa perusahaan yang masuk Fortune 500 (Coachran & Wood, 1984).

Metode pengukuran CSR lainnya menggunakan analisa isi atau *content analysis*. Wajarnya dalam analisa isi, pelaporan aktivitas-aktivitas CSR dalam publikasi perusahaan-perusahaan dan khususnya pada laporan tahunan perusahaan diukur. Pengukuran secara sederhana terdiri dari melihat apakah ada atau tidak hal-hal khusus seperti pengendalian pencemaran yang selanjutnya didiskusikan secara kualitatif maupun kuantitatif atau dapat saja dalam bentuk menghitung sejumlah unsur. Analisa isi menawarkan dua keuntungan signifikan. Pertama, sekali variable-variabel tertentu dipilih (proses subjektif), prosedur diterima sebagai prosedur objektif. Oleh sebab itu hasil penelitian tertentu berdiri sendiri. Kedua, karena metode ini lebih bersifat mekanis, maka jumlah sampel yang lebih besar sangat dimungkinkan. Meskipun demikian, analisa isi juga memiliki beberapa kelemahan. Pemilihan variable-variable bersifat subjektif. Selanjutnya, analisa isi hanya merupakan indikasi apa yang disampaikan perusahaan-perusahaan telah mereka lakukan dan ada kemungkinan bahwa hal-hal tersebut akan jauh berbeda dengan apa yang sebenarnya mereka lakukan. Sebaliknya, dapat saja perusahaan-perusahaan tersebut tidak begitu berkinerja dalam CSR namun untuk mendapatkan insentif perusahaan-perusahaan tersebut membuat laporan yang membuat mereka

kelihatan baik atau berprestasi dengan menggembar-gemborkan hasil-hasil capainnya dalam laporan tahunan (Cochran & Wood, 1984: 44).

❑ Pengukuran Tanggung Jawab Sosial Perusahaan (*Corporate Social Responsibility/CSR*)

Tsoutsoura (2004) dalam penelitiannya menggunakan dua ukuran untuk mengukur CSR. Pertama, alat ukur yang digunakan adalah data peringkat *Kinder Lydenberg Domini* (KLD) untuk perusahaan yang ada di S & P 500. Skor mutlak KLD dikonversi ke dalam skala dengan 10 sebagai basis. Setiap skor yang lebih rendah dari 10 menunjukkan bahwa unsur-unsur CSR tentang perusahaan lebih besar dari kekuatan CSR perusahaan. Ukuran kedua yang digunakan adalah *Domini 400 Social Index* (DSI). McWilliams & Siegel (2000) menggunakan *Corporate Social Performance* (CSP) sebagai variabel boneka atau *dummy variable* dengan nilai 1 jika perusahaan termasuk dalam DSI 400 pada tahun tertentu (karena telah lulus "layar sosial") dan 0 jika sebaliknya. Sementara, kinerja keuangan perusahaan diukur dengan variabel akuntansi. Data keuangan yang digunakan adalah *Return on Asset* (ROA), *Return on Equity* (ROE), dan *Return on Sales* (ROS). Sumber data yang digunakan adalah database COMPUSTAT.

Data tentang pengungkapan peringkat tanggung jawab sosial berasal dari observatorium mengenai tanggung jawab sosial perusahaan atau *observatory on corporate social responsibility* (OCSR). Merupakan asosiasi yang terdiri dari empat belas organisasi yang mewakili masyarakat sipil, LSM, serikat pekerja, dan organisasi konsumen. Lembaga ini merupakan jaringan yang mendorong partisipasi dan kerja sama antara organisasi-organisasi sosial dengan berbagai sudut pandang yang berbeda yang tertarik pada CSR. Setiap tahun, OCSR mengeluarkan laporan yang sangat lengkap tentang pengungkapan CSR oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada bursa efek Spanyol dan masuk dalam indeks IBEX35, terdiri dari 35 perusahaan terbesar dalam hal kapitalisasi pasar. Masing-masing perusahaan tersebut diberi peringkat numerik (mulai dari 0 hingga 4 dalam skala berkelanjutan) berdasarkan kepatuhan pengungkapan CSR terhadap aturan-aturan/rekomendasi-rekomendasi sebagai berikut: a) *Global Reporting Initiative* (GRI) (G2 dan G3); b) Norma-

norma PBB tentang Tanggung Jawab Transnasional Korporasi dan Badan Usaha Lain yang Berkaitan dengan Hak Asasi Manusia [U.N. Doc. E / CN.4 / Sub.2 / 2003/38 / Rev.2 (2003)]; c) AA1000 *Accountability Principles* yang diterbitkan oleh *Institute of Social and Ethical Accountability*; d) *New Economics Foundation* (NEF) *Principles*; dan e) rekomendasi-rekomendasi *Corporate Governance* yang dikeluarkan oleh regulator pasar saham Spanyol, dalam kasus perusahaan-perusahaan yang terdaftar di pasar bursa Amerika Serikat, *the Sarbanes-Oxley Law* (Reverte, 2008).

Gherghina & Georgeta (2016) menghitung CSR menggunakan kuesioner kebijakan CSR multidimensional yang terdiri dari 40 item dan 4 dimensi sebagai berikut: 1) Keterlibatan sosial (SOCIAL); 2) Hak-hak, kesehatan, keselamatan, keamanan dan pengembangan karyawan (RHSSDE); 3) Memastikan kualitas, keamanan dan efektivitas produk dan layanan (QSEPS); dan 4) Perlindungan lingkungan (ENV). Dengan menjelajahi situs web resmi dan laporan tahunan perusahaan-perusahaan, setiap item untuk masing-masing dari empat dimensi yang dianggap bernilai biner dilakukan pengkodean dengan '0' jika terjadi kegagalan dalam penerapan dan '1' dalam hal pemenuhan. Indeks global rata-rata tertimbang CSR untuk setiap perusahaan pun diperoleh dengan menjumlahkan nilai-nilai yang terkait empat subdivisi rata-rata tertimbang CSR. Secara matematis dituliskan sebagai berikut; $CSRGI_EW_i = SOCIAL_EW_i + RHSSDE_EW_i + QSEPS_EW_i + ENV_EW_i$.

Bagian 2

Dinamika Kebijakan Dividen dan CSR

A. Problematik Kontemporer

Salah satu teori yang paling mendasar tentang perusahaan menyatakan bahwa tujuan keberadaan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan atau pemegang saham. Peningkatan kemakmuran investor dapat dilakukan melalui peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan berperan sangat penting karena menggambarkan kinerja perusahaan yang dapat memengaruhi respons investor dan calon investor terhadap perusahaan (Salvatore, 2011: 9).

Penciptaan nilai maksimal bagi pemegang saham hanya dapat dilakukan dengan memfokuskan kegiatan pada faktor-faktor keberhasilan kritis bisnis paling penting. Sesuai strategi bisnis yang ditetapkan, diidentifikasi faktor keberhasilan kritis, indikator kinerja utama dan tolok ukur dari indikator kinerja utama. Hanya dengan memfokuskan diri pada penggunaan waktu dan sumber-sumber daya perusahaan yang terbatas pada faktor keberhasilan kritis, *top*

management perusahaan dapat menciptakan nilai maksimal bagi para pemegang saham (Mard *et al.*, 2005: 3).

Hubungan negatif likuiditas perusahaan terhadap profitabilitas memungkinkan pasar lebih memilih perusahaan-perusahaan yang membiayai ekspansinya dengan utang. Pengaruh signifikan *leverage* terhadap nilai perusahaan dan menunjukkan nilai penting struktur modal bagi penciptaan nilai perusahaan. Bagi perusahaan *go public*, kinerja pasar sangat penting dan peningkatan kualitas perusahaan dengan bauran modal optimal dapat memastikan penciptaan nilai perusahaan (Aggarwal & Padhan, 2017).

Leverage berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan cenderung lebih kuat jika kualitas perusahaan lebih baik. Arus kas bebas per saham berhubungan negatif dengan nilai perusahaan. Perihal ini menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan cenderung lebih kuat ketika arus kas bebas per saham lebih tinggi. Kualitas perusahaan yang lebih baik dapat meningkatkan pengaruh positif *leverage* terhadap nilai perusahaan karena probabilitas dan biaya kebangkrutan lebih kecil. Kualitas perusahaan yang lebih baik dapat menghadirkan penilaian kredit yang lebih baik dan memungkinkan perolehan pinjaman dengan suku bunga rendah dan pada gilirannya menurunkan biaya modal dan meningkatkan nilai perusahaan (Cheng & Tzheng, 2011).

Rajhans & Kaur (2013) menemukan bahwa laba, penjualan, aset tetap dan rata-rata tertimbang biaya modal atau *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) memengaruhi nilai perusahaan secara signifikan. Laba perusahaan memberikan dampak terbesar terhadap nilai perusahaan diikuti oleh penjualan dan selanjutnya WACC. Awane *et al.* (2018) menemukan bahwa nilai perusahaan meningkat dengan peningkatan variabel-variabel seperti *net working capital* (NWC) dan *earning per share* (EPS). Namun, beberapa variabel seperti *leverage* keuangan atau *financial leverage*, ukuran perusahaan dan *return on asset* (ROA) tidak banyak berpengaruh terhadap harga saham. Harga saham atau *stock price* memiliki hubungan yang signifikan dengan EPS dan NWC.

Perusahaan-perusahaan bertumbuh ketika perusahaan-perusahaan menciptakan nilai ekonomi riil bagi para pemegang saham. *Top management* perusahaan menciptakan nilai perusahaan

dengan menginvestasikan modal pada tingkat pengembalian atau *return* yang melebihi biaya modal. Lebih banyak modal yang dapat diinvestasikan dengan *return* yang menarik menciptakan nilai lebih bagi perusahaan. Selama *return* melebihi biaya modal, pertumbuhan yang lebih cepat menciptakan nilai lebih perusahaan. Prinsip penciptaan nilai perusahaan harus menjadi bagian dari keputusan penting seperti strategi korporasi, merger, akuisisi, divestasi, struktur modal dan komunikasi-komunikasi dengan para investor dan calon investor. Penciptaan nilai perusahaan pada perusahaan yang *go public* harus menjadi bagian dari budaya perusahaan dan bagaimana perusahaan mengelola dirinya sendiri dari hari ke hari (Koller *et al*, 2005: 4).

Beberapa teori dan hasil empiris yang dikemukakan sebelumnya tidak terlepas dari pertimbangan para *top management* perusahaan perkebunan kelapa sawit seiring dengan pertumbuhan jumlah perusahaan dan luas areal (Ha) yang sangat signifikan, khususnya dalam menetapkan keputusan pembiayaan ekspansi perusahaan yang dikelola. Pertumbuhan jumlah perusahaan atau entitas dan luas areal (Ha) pada industri perkebunan kelapa sawit dalam 15 tahun terakhir mengharuskan *top management* masing-masing perusahaan pada industri ini memilih sumber pembiayaan atau *financing source* yang paling tepat serta menguntungkan atau *favorable*. Sesuai data Statistik Perkebunan Kelapa Sawit Indonesia Tahun 2014 - 2016 terbitan DIRJENBUN telah terjadi pertumbuhan luas areal (Ha) perkebunan kelapa sawit di Indonesia sangat signifikan, yaitu sebesar 6.605.803 Ha atau 130%. Pada tahun 2002 hanya berjumlah 5.067.058 Ha menjadi 11.672.861 Ha pada tahun 2016. Secara rata-rata pertumbuhan luas areal (Ha) perkebunan kelapa sawit per tahun adalah 440.387 Ha dan dapat dilihat pada tabel 2.1.

Tabel 2.1 Luas Areal Perkebunan Kelapa Sawit Indonesia Tahun 2002-2016

Tahun	Luas Areal (Ha)			Jumlah
	Perkebunan Rakyat	Perkebunan Negara	Perkebunan Swasta	
2002	1,808,424	631,566	2,627,068	5,067,058
2003	1,854,394	662,803	2,766,360	5,283,557
2004	2,220,338	605,865	2,458,520	5,284,723
2005	2,356,895	529,854	2,567,068	5,453,817
2006	2,549,572	687,428	3,357,914	6,594,914
2007	2,752,172	606,248	3,408,416	6,766,836
2008	2,881,898	602,963	3,878,968	7,363,829
2009	3,061,413	630,512	4,181,369	7,873,294
2010	3,387,257	631,520	4,366,617	8,385,394
2011	3,752,480	678,378	4,561,966	8,992,824
2012	4,137,620	683,227	4,751,868	9,572,715
2013	4,356,087	727,767	5,381,166	10,465,020
2014	4,422,365	729,022	5,603,414	10,754,801
2015	4,575,101	750,160	5,975,109	11,300,370
2016	4,763,797	755,787	6,153,277	11,672,861

Sumber: Disadur dari Statistik Perkebunan Indonesia Tahun 2015 (DIRJENBUN).

Berdasarkan data kepemilikan, pertumbuhan luas areal (Ha) perkebunan kelapa sawit ini dijumpai pada 3 jenis kepemilikan, sebagaimana berikut ini.

- 1) Perkebunan Kelapa Sawit Milik Swasta. Pertumbuhan perkebunan kelapa sawit milik swasta merupakan yang tertinggi, yaitu sebesar 3.526.209 Ha atau sebesar 53,38% dari total pertumbuhan luasan areal sebesar 6.605.803 Ha dalam 15 tahun terakhir. Pada tahun 2002 hanya berjumlah 2.627.068 Ha menjadi 6.153.277 Ha pada tahun 2016. Secara rata-rata pertumbuhan luas areal perkebunan kelapa sawit milik swasta per tahun adalah 235.081 Ha atau 8.95%.
- 2) Perkebunan Kelapa Sawit Milik Rakyat (Perkebunan Rakyat). Pertumbuhan perkebunan kelapa sawit milik rakyat merupakan yang kedua tertinggi, yaitu sebesar 2.955.373 Ha atau sebesar 44,74% dari total pertumbuhan luasan areal sebesar 6.605.803 Ha dalam 15 tahun terakhir. Pada tahun 2002 hanya berjumlah 1.808.424 Ha menjadi 4.763.797 Ha pada tahun 2016. Secara

rata-rata pertumbuhan luas areal perkebunan kelapa sawit milik rakyat per tahun adalah 197.025 Ha atau 10.89%.

- 3) Perkebunan Kelapa Sawit Milik Negara (PTPN). Pertumbuhan perkebunan kelapa sawit milik negara merupakan yang terendah, yaitu sebesar 124.221 Ha atau sebesar 1,88% dari total pertumbuhan luasan areal sebesar 6.605.803 Ha dalam 15 tahun terakhir. Pada tahun 2002 hanya berjumlah 631.566 Ha menjadi 755.787 Ha pada tahun 2016. Secara rata-rata pertumbuhan luas areal perkebunan kelapa sawit milik rakyat per tahun adalah 8.281 Ha atau 1.31%.

Pertumbuhan perkebunan kelapa sawit milik swasta dan pemerintah yang berbentuk entitas atau perusahaan sangat menarik perhatian karena memutuskan mendapatkan pembiayaan atau *raising fund* pembangunan ekspansi organik perkebunan kelapa sawit menggunakan dana eksternal atau *external funds* dengan *go public*. Pilihan ini didorong oleh karakteristik usaha perkebunan kelapa sawit dengan masa investasi selama 3 tahun atau tanaman kelapa sawit baru menghasilkan pada tahun keempat, memiliki *break event point* pada tahun ke - 8 dan *payback period*-nya sekitar 8.3 tahun (Sinaga, 2006: 13).

Perusahaan perkebunan kelapa sawit yang baru tidak memiliki pendapatan atau *cash inflow* selama masa investasi atau *during construction*, namun hanya melakukan pembiayaan investasi atau *cash outflow*. Perusahaan yang bertumbuh dan berkembang secara organik dapat saja memiliki sumber dana internal atau dana yang berasal dari operasional perusahaan dalam bentuk laba ditahan atau *retained earning* serta penyusutan dan amortisasi aktiva atau *asset depreciation and amortisation* dalam bentuk *free cash flow* yang tidak mencukupi bagi pembiayaan ekspansi organik.

Mencari sumber-sumber pembiayaan atau *raising funds* bagi perluasan atau ekspansi organik pada perusahaan lama dan investasi baru atau *new investment* pada perusahaan baru secara langsung berhubungan dengan penetapan keputusan struktur modal atau *capital structure*. Pilihan masing-masing perusahaan untuk *go public* dalam memenuhi kebutuhan pembiayaan ekspansi organik pada perusahaan lama dan investasi baru pada perusahaan baru merupakan indikator bahwa struktur modal perusahaan-perusahaan tersebut akan terbentuk dari utang, ekuitas dan kombinasi sekuritas.

Keputusan *go public* tidak lain adalah keputusan untuk menjual saham kepada publik. Investor harus diyakinkan bahwa nilai perusahaan akan tumbuh cukup cepat dan menyediakan tingkat pengembalian yang sesuai dengan ekspektasi investor. Pada prinsipnya investor dapat menilai perusahaan, memilih tingkat diskonto yang sesuai dan menentukan harga maksimum yang ingin dibayarkan atas harga yang berlaku. Dalam praktik, investor sering melihat rasio harga terhadap pendapatan atau *price to earning ratio* (*P/E ratio*) saat ini dan dibandingkan dengan *P/E ratio* perusahaan lain dengan tingkat pertumbuhan yang sama dengan mengantisipasi jika pendapatan stabil (Ayeni & Olaoye, 2015).

Dana yang diperoleh dari hasil penjualan saham diperlakukan sebagai ekuitas perusahaan. Ekuitas tidak seperti utang jangka panjang, di dalamnya termasuk modal disetor, saham premium, cadangan/surplus atau laba ditahan. Modal disetor merupakan modal yang telah disetor oleh pemegang saham. Cadangan adalah jumlah yang disisihkan dari laba perusahaan, tidak ditetapkan untuk memenuhi kewajiban, kontinjensi, komitmen atau pengurangan nilai aset yang diungkapkan pada neraca. Cadangan dapat dibuat secara sukarela oleh direksi atau diharuskan oleh undang-undang. Saham premium adalah jumlah lebih yang diperoleh dari penerbitan saham dengan harga di atas nilai nominalnya. Laba ditahan adalah laba yang diinvestasikan kembali ke dalam bisnis untuk menciptakan lebih banyak sumber daya operasional untuk meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan ini dapat dinyatakan bahwa tidak ada hubungan antara nilai perusahaan dan ekuitas (Adenugba *et al.*, 2016).

Ekuitas merupakan salah satu komponen struktur modal perusahaan. Struktur modal perusahaan dijuluki sebagai daya ungkit keuangan atau *financial leverage* dan merupakan penentu langsung risiko menyeluruh serta biaya modal perusahaan (Baker & Martin, 2011: 36). Karakter spesifik perusahaan memengaruhi struktur modal perusahaan yang tercermin pada unsur-unsur spesifik seperti ukuran perusahaan atau *size*, kesempatan-kesempatan untuk bertumbuh atau *growth opportunities*, perisai pajak yang tidak bersumber dari utang atau *non-debt tax shield*, kemampulabaan atau *profitability* dan likwiditas atau *liquidity*. Profitabilitas, likwiditas dan peluang pertumbuhan memberikan dampak negatif terhadap

pemilihan struktur modal perusahaan (Ozkan, 2001). Keputusan pilihan struktur modal perusahaan mengikuti teori "*Pecking Order*" yang baru. Terlebih dahulu memilih menggunakan laba ditahan, kemudian ekuitas dan utang sebagai pilihan terakhir. Manajemen perusahaan lebih suka pembiayaan ekuitas daripada pembiayaan utang karena bersifat tidak mengikat (Chen, 2003). Faktor-faktor penentu struktur modal dan struktur kepemilikan perusahaan pada pasar modal yang berkembang sama seperti yang ditemukan pada pasar negara maju, yaitu: profitabilitas, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, struktur aset dan likuiditas (Al-Najjar & Taylor, 2008).

Analisis implikasi waktu pasar ekuitas terhadap struktur modal menggunakan rasio harga pasar terhadap harga buku atau *market to book ratio*, mengukur peluang-peluang waktu pasar menurut persepsi para manajer mengkonfirmasi bahwa perusahaan dengan *leverage* rendah cenderung mencari dana ketika nilainya tinggi dan perusahaan dengan *leverage* tinggi cenderung mencari dana ketika nilainya rendah (Baker & Wurgler, 2002). Abor (2005) menemukan hubungan signifikan dan positif antara rasio utang jangka pendek dengan total modal dan tingkat pengembalian modal atau *Return on Equity* (ROE) dan menunjukkan bahwa perusahaan yang menguntungkan menggunakan lebih banyak utang jangka pendek untuk membiayai operasinya.

Dengan mengklasifikasikan utang berdasarkan jangka waktu menjadi utang jangka panjang dan utang jangka pendek ditemukan bahwa struktur utang jangka panjang secara positif dan statistik berhubungan dengan aset-aset operasi. Hasil penelitian empiris ini juga menunjukkan bahwa utang jangka pendek lebih penting dari utang jangka panjang (Amidu, 2007). *Leverage* atau *gearing* secara signifikan berkorelasi positif dengan aset yang dijamin atau *tangibility*, nilai buku *gearing* atau *logsales* dan secara signifikan berkorelasi negatif dengan rasio *market to book value* dan tingkat profitabilitas. Dengan merinci total kewajiban ke dalam sub-komponennya terdapat perbedaan signifikan dalam faktor penentu komponen utang jangka panjang dan jangka pendek (Bevan & Danbolt, 2002). Teori struktur modal optimal perusahaan diterima atas dasar bahwa struktur modal memiliki dampak positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Kombinasi modal ekuitas-utang merupakan pola umum dalam struktur modal

perusahaan. Belum ada campuran yang ideal modal ekuitas-utang yang dapat dinyatakan sebagai struktur modal optimal bagi perusahaan secara individual (Adeyemi & Oboh, 2011).

Kondisi struktur modal perusahaan tentu akan memengaruhi pembiayaan ekspansi perusahaan bagi terciptanya pertumbuhan perusahaan yang diharapkan dapat menghadirkan nilai perusahaan yang lebih baik. Pertumbuhan adalah dampak atas arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan atau penurunan volume usaha (Helfert, 1997: 333). Pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal perusahaan karena pertumbuhan yang baik memberi tanda perkembangan perusahaan. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan dan investor pun akan mengharapkan tingkat pengembalian atau *rate of return* dari investasi yang dilakukan. Terdapat hubungan negatif antara pertumbuhan dan ukuran perusahaan. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang lebih besar akan lebih rendah dibanding perusahaan kecil dan akan menghadirkan keraguan atas hipotesis yang menyatakan pertumbuhan perusahaan tak terbatas (Hermelo & Vasollo, 2007). Secara rata-rata inovasi tidak banyak berdampak pada pertumbuhan perusahaan dan sejumlah penelitian empiris gagal menemukan bahwa inovasi berdampak signifikan pada pertumbuhan penjualan (Bottazzi *et al.*, 2001).

Realisasi pertumbuhan perusahaan diproksikan dengan nilai pertumbuhan perusahaan yang meliputi pertumbuhan aktiva dan ekuitas. Aktiva perusahaan menunjukkan keputusan penggunaan dana atau keputusan investasi pada masa sebelumnya. Aktiva didefinisikan sebagai sumber daya yang mempunyai potensi memberikan manfaat ekonomis pada perusahaan di masa yang akan datang. Geroski & Mazzucato (2001) menyatakan bahwa sangat sulit memprediksi kinerja pertumbuhan masa depan perusahaan berdasarkan kinerja masa lalu dan kini. Serrasqueiro (2009) menyimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan yang lebih besar menunjukkan peningkatan profitabilitas. Efek positif dari pertumbuhan pada profitabilitas lebih besar dari efek negatifnya. Pertumbuhan perusahaan merupakan katalisator profitabilitas, efek motivasi karyawan didorong keuntungan yang diharapkan di masa

depan dan menjadi lebih relevan untuk profitabilitas daripada kemungkinan dampak negatif dari pertumbuhan pada profitabilitas yang timbul dari kebutuhan untuk memperbaharui hubungan kerja formal di perusahaan.

Perusahaan-perusahaan dengan pertumbuhan laba yang tinggi mengurangi pemanfaatan *leverage* keuangan dalam pembiayaan. Investor berinvestasi pada perusahaan-perusahaan dengan pertumbuhan laba yang lebih tinggi karena terdapat *leverage* keuangan yang lebih rendah dan juga menurunkan risiko dan kebangkrutan. Perusahaan-perusahaan dengan pertumbuhan aset yang lebih tinggi menggunakan lebih banyak *leverage* dalam pembiayaan (Araste *et al.*, 2013). Zhou & Wit (2009) mengkonfirmasi terdapat tujuh faktor penentu pertumbuhan perusahaan yang paling penting, yaitu; motivasi, keahlian-keahlian khusus, kebutuhan akan prestasi, usia perusahaan, kinerja keuangan, keuangan ekstra dan kesiapan untuk bertumbuh. Tiga faktor penentu yang pertama bersifat individual dan empat faktor penentu terakhir merupakan faktor-faktor penentu organisasional. Loi & Khan (2012) menyatakan bahwa inovasi hanya berdampak positif terhadap pertumbuhan perusahaan kecil. Pertumbuhan perusahaan besar tidak dipengaruhi oleh inovasi. Terdapat hubungan positif antara inovasi dan pertumbuhan perusahaan pada sektor manufaktur, distribusi dan jasa. Dampak terbesar ditemukan pada perusahaan-perusahaan di sektor manufaktur dan dampak terkecil pada perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor distribusi.

Terdapat tiga jenis pertumbuhan perusahaan yang dapat diidentifikasi menggunakan pendekatan dua rasio, yaitu; harga pasar terhadap nilai buku atau *Market to Book Ratio (MB Ratio)* dan *asset tangibility*. Kedua alat ukur dapat menjangkau rasio-rasio *leverage* yang berbeda secara tetap dan terpisah secara signifikan. Perusahaan-perusahaan dengan tipe pertumbuhan rendah (G1), memiliki *leverage* yang sangat tinggi. Perusahaan-perusahaan dengan tipe pertumbuhan tinggi (G3) memiliki *leverage* yang rendah sementara perusahaan-perusahaan dengan tipe pertumbuhan campuran (G2) secara signifikan berada di tengah. Karakteristik-karakteristik penting perusahaan seperti *MB Rasio* dan *tangibility* pada tahun berjalan secara signifikan memengaruhi keputusan investasi dan pembiayaan pada tahun-tahun selanjutnya. Terdapat

beberapa pola tetap perilaku pembiayaan perusahaan. Ketika kondisi ekonomi dan pasar membaik, perusahaan-perusahaan bertipe pertumbuhan rendah lebih tertarik untuk menerbitkan utang baru daripada ekuitas, sedangkan perusahaan dengan pertumbuhan tinggi sangat kecil kemungkinannya menerbitkan utang dan cenderung menerbitkan ekuitas. Perusahaan-perusahaan secara rasional berinvestasi dan mencari pembiayaan dengan cara yang paling sesuai dengan jenis pertumbuhannya (Wu & Yeung, 2012).

Billett *et al.* (2004) menyelidiki pengaruh peluang pertumbuhan dalam bauran kesempatan investasi perusahaan terhadap bauran pilihan *leverage*, *maturity* dan *covenant*. Ditemukan bahwa *covenant index* meningkat secara signifikan dalam *leverage* dan rasio nilai pasar terhadap nilai buku, secara signifikan mengurangi proporsi utang perusahaan yang bersifat jangka pendek. Perusahaan menggunakan *covenant* terbatas untuk mengendalikan konflik antara pemegang saham dengan pemegang obligasi atas pelaksanaan opsi pertumbuhan. Utang jangka pendek dan *covenant* terbatas adalah pengganti dalam mengendalikan konflik tersebut. *Leverage* secara signifikan menurun dalam proporsi utang jangka pendek dan dalam rasio nilai pasar terhadap nilai buku. Risiko likuiditas utang jangka pendek memiliki efek langsung negatif terhadap *leverage* dan perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi menggunakan lebih sedikit *leverage*.

Pilihan struktur modal perusahaan dalam pembiayaan pertumbuhan perusahaan tidak dapat terlepas dari harapan peningkatan profitabilitas yang diharapkan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan profitabilitas merupakan salah satu indikator prospektus perusahaan yang baik dan diharapkan dapat memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi atau *higher return*. Profitabilitas merupakan gambaran kinerja manajemen perusahaan dalam mengelola perusahaan. Perusahaan cenderung meningkatkan modal dengan cara; 1) Dari laba ditahan atau *retained earning*, 2) Dari utang, dan 3) Dari penerbitan ekuitas baru. Terdapat dua penentu penting dalam menentukan struktur modal perusahaan, yaitu; profitabilitas perusahaan tahun sebelumnya dan jumlah laba yang tersedia untuk ditahan atau *retained earning*. Rasio pendapatan operasional terhadap penjualan atau *operating income over sales* (OI/S) dan rasio pendapatan operasional terhadap total aset atau

operating income over total asset (OI/TA) digunakan sebagai indikator profitabilitas (Titman & Wessel, 1988).

Profitabilitas berhubungan dengan fungsi yang dilakukan dan risiko yang diterima oleh perusahaan. Marjin kotor menghubungkan pendapatan kotor perusahaan dengan penjualannya. Pendapatan kotor mencerminkan bagian nilai tambah yang diciptakan oleh proses manufaktur. Marjin operasi menghubungkan pendapatan operasional perusahaan setelah pengurangan depresiasi terhadap penjualannya. Pendapatan operasional adalah ukuran dari imbalan yang diperoleh dari proses manufaktur atas fungsinya. Rasio Berry menghubungkan nilai tambah perusahaan (*gross margin*) terhadap biaya-biaya penyediaan fungsi manufaktur (Leahy, 2012).

Terdapat banyak faktor yang berdampak pada profitabilitas perusahaan seperti ukuran perusahaan yang telah diterima sebagai penentu penting profitabilitas. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap profitabilitas perusahaan manufaktur diukur menggunakan ROA, sementara total aset dan total penjualan digunakan sebagai proksi ukuran perusahaan. Likuiditas, *leverage* dan rasio persediaan terhadap total aset dinyatakan sebagai variabel kontrol. Rasio total utang terhadap total aset berhubungan negatif dengan profitabilitas. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat utang yang tinggi memiliki efek negatif terhadap profitabilitas. Hasil ini mungkin disebabkan tingkat suku bunga yang relatif tinggi (Babalola, 2013). Kouser *et al.* (2012) menyimpulkan bahwa profitabilitas memiliki hubungan positif dan signifikan dengan pertumbuhan perusahaan. Namun, ukuran perusahaan memiliki hubungan yang kurang signifikan dan negatif pada profitabilitas. Ukuran dan pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan negatif. Bila ukuran perusahaan kecil, perusahaan bertumbuh lebih cepat. Profitabilitas tidak dipengaruhi secara signifikan oleh ukuran perusahaan namun sangat dipengaruhi oleh pertumbuhan perusahaan.

Profitabilitas memiliki efek positif pada nilai perusahaan dan efek negatif pada *leverage*, sementara *leverage* memiliki efek negatif pada nilai perusahaan dan profitabilitas memiliki efek mediasi yang signifikan. Pada saat investor mempertimbangkan pengaruh profitabilitas pada nilai perusahaan, investor tidak dapat mengabaikan pengaruh negatif *leverage* terhadap nilai perusahaan. Tingkat utang yang tinggi dapat membatalkan efek positif

profitabilitas pada nilai perusahaan. Perbedaan jenis industri memengaruhi efek mediasi. Penelitian empiris ini menunjukkan bahwa efek tahap pertama terganggu dan koefisien regresi profitabilitas pada *leverage* negatif. Perbedaan ini signifikan dan menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan non-elektronik memiliki pengaruh negatif secara kuat pada *leverage* bila dibandingkan dengan perusahaan elektronik. Hal ini bermakna bahwa *pecking order theory* lebih cocok untuk kelompok sebelumnya. Ketika laba perusahaan industri non-elektronik meningkat, perusahaan tersebut cenderung menggunakan cadangan pendapatan dan tidak mencari pembiayaan bank (Chen & Chen, 2011).

Coban (2014) mengkonfirmasi bahwa terdapat hubungan positif antara laba saat ini dan pertumbuhan saat ini. Tidak ada hubungan yang signifikan secara statistik antara laba tahun sebelumnya dengan pertumbuhan saat ini. Hasil penelitian empiris ini juga menemukan hubungan sebab akibat profitabilitas terhadap pertumbuhan dan mendukung beberapa kerangka teoritis terkini, seperti model evolusi dalam ekonomi. Hasil regresi laba menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki efek positif terhadap laba. Becker *et al.* (2010) menunjukkan bahwa hubungan antara ukuran perusahaan, jumlah karyawan dan profitabilitas merupakan karakteristik industri dan perlu diteliti dengan pendekatan per industri. Umumnya, profitabilitas sebagian besar perusahaan manufaktur yang diukur dengan *earning before interest, tax, depreciation and amortization/EBITDA Margin* (marjin arus kas), *earning before interest and tax/EBIT Margin*, EBITDA terhadap total aset dan EBIT terhadap total aset, apakah meningkat pada tingkat yang menurun dan kemudian jatuh atau menunjukkan tidak ada hubungan dengan ukuran yang diukur menggunakan jumlah karyawan. Hasil penelitian empiris ini konsisten dengan teori ukuran perusahaan yang menempatkan *trade-off* antara skala ekonomi dan biaya organisasi. Perusahaan-perusahaan dengan ukuran tertentu yang diukur dengan jumlah karyawan, semakin sedikit aset dan semakin tinggi penjualan semakin menguntungkan perusahaan.

Penelitian empiris yang mencoba membahas sifat hubungan tiga aspek utama pengembangan perusahaan baru (pertumbuhan, profitabilitas dan kelangsungan hidup), mengatasi pentingnya dinamika industri dan pertumbuhan perusahaan. Profitabilitas

membantu perusahaan bertahan dan bertumbuh, sehingga mengurangi tekanan persaingan. Pertumbuhan memiliki efek negatif pada kelangsungan hidup, namun efeknya kuat terhadap profitabilitas. Meningkatkan operasi sebagai cara meningkatkan profitabilitas atau mengurangi ketidakpastian mungkin merupakan strategi yang bermanfaat namun penuh risiko. Penelitian empiris ini menguraikan hubungan rumit antara pertumbuhan, profitabilitas dan kelangsungan hidup perusahaan baru (Delmar *et al.*, 2012).

Gosh & Gosh (2008) mengkonfirmasi bahwa peningkatan profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap penciptaan nilai masa depan perusahaan. Sebaliknya, *leverage* memiliki dampak negatif terhadap kemungkinan-kemungkinan kenaikan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Kondisi ini dapat saja terjadi karena potensi benturan kepentingan antara pemegang saham dan kreditor yang tercermin dalam harga saham. Meskipun demikian, kebijakan pembayaran dividen perusahaan tidak dapat secara signifikan memengaruhi probabilitas penciptaan nilai masa depan perusahaan.

Para investor dan calon investor berkenan berinvestasi pada saham perusahaan tertentu dengan harapan mendapatkan tingkat pengembalian atau dividen yang lebih tinggi dibanding berinvestasi pada saham perusahaan lain. Tujuan investor dan calon investor dalam berinvestasi tidak terlepas dari tingkat profitabilitas perusahaan. Amidu & Abor (2006) menyimpulkan bahwa terdapat hubungan positif antara pembayaran dividen dan profitabilitas, arus kas, dan pajak. Perusahaan yang menguntungkan cenderung membayar dividen tinggi. Posisi likuiditas yang baik meningkatkan kemampuan perusahaan membayar dividen. Hasil penelitian ini juga menunjukkan hubungan negatif antara pembayaran dividen dan risiko, kepemilikan saham institusional, pertumbuhan dan rasio nilai pasar terhadap nilai buku atau *market to book value*.

Pradhan (2003) menyimpulkan bahwa nilai saham dipengaruhi oleh pembayaran dividen. Temuan ini konsisten dengan adanya preferensi investor atas nilai dividen bersih saat ini dibanding dengan perolehan modal atau *capital gain*. Terdapat indikasi bahwa penilaian investor cenderung lebih tinggi pada dividen dibanding laba ditahan. Dalam hal ini manajemen perusahaan mungkin dapat menaikkan harga saham dengan

menaikkan dividen setidaknya dalam beberapa ukuran. Hal yang sebaliknya dapat saja terjadi pada perusahaan yang sedang bertumbuh di mana manajemen perusahaan mungkin dapat meningkatkan harga saham dengan menahan laba yang lebih besar.

Dividen merupakan distribusi laba perusahaan dalam bentuk aset riil kepada para pemegang saham perusahaan secara proporsional dengan kepemilikan atau jumlah saham yang dimiliki. Perusahaan perbankan merupakan perusahaan pertama yang mulai membayar dividen dalam jumlah besar segera setelah pendiriannya. Perusahaan-perusahaan dengan saham gabungan lainnya kurang berhasil dalam usaha membayar dividen bagi para pemegang saham. Beberapa perusahaan menggunakan laba untuk membiayai ekspansi dan peluang-peluang investasi lainnya, sementara perusahaan lain tidak karena kurang menguntungkan (Frankfurter & Wood, 2003: 3 - 45). Kebijakan dividen telah berevolusi dan menyesuaikan diri sebagai respons terhadap perubahan kondisi bisnis, parameter pasar, dan aturan-aturan. Beberapa perkembangan utama yang menuntun kepada praktek dividen saat ini masih belum homogen dan masih terus berkembang (Baker, 2009: 32).

Keputusan dividen adalah keputusan penting bagi perusahaan karena membuat *trade-off* antara kebutuhan dana untuk komitmen-komitmen jangka panjang dan harapan pemegang saham. Keputusan dividen yang liberal memberi kepuasan kepada para pemegang saham yang mengharapkan pendapatan yang besar dan teratur. Laba ditahan tidak mengandung biaya eksplisit apa pun, manajer keuangan lebih memilih laba ditahan sebagai sumber pembiayaan atas keputusan investasi. Hasil penelitian empiris ini juga mengungkapkan bahwa perusahaan sampel yang dipilih untuk tujuan penelitian empiris ini melakukan tindakan-tindakan hati-hati dalam penyampaian keputusan dividen serta konsisten dalam hal EPS, DPS dan DPR (Chhatoi, 2015). Moradi *et al.* (2010) mengkonfirmasi bahwa terdapat hubungan terbalik dan signifikan antara koefisien beta dan persentase distribusi dividen. Perusahaan dengan koefisien beta yang lebih tinggi membayar lebih sedikit dividen. Juga ditemukan bahwa ukuran perusahaan tidak memengaruhi distribusi dividen. Mungkin hal ini disebabkan efisiensi perusahaan-perusahaan yang membagikan dividen tidak diwajibkan bursa efek. Salah satu indikator kunci dan variabel

prinsip pasar untuk memprediksi perubahan pasar masa depan oleh investor dan perusahaan adalah rasio Harga Saham terhadap Laba (P/E). Adalah wajar, hubungan terbalik antara rasio P/E dan dividen yang dibayarkan menunjukkan pertumbuhan pendapatan di masa depan.

Deeptee & Roshan (2009) memberi bukti berdasarkan literatur masa lalu bahwa perubahan dalam pembagian dividen menyampaikan informasi ke pasar tentang keuntungan masa depan perusahaan. Makalah ini disusun berdasarkan dalil-dalil *Irrelevancy Theory* dan berbagai teori mengenai kebijakan dividen untuk menunjukkan kekayaan informasi yang terkandung dalam pembayaran dividen. Empat alasan yang mungkin dapat menjelaskan mengapa perusahaan membayar dividen dan keempat alasan ini merupakan efek pemberian sinyal tentang pembayaran dividen, pengurangan masalah-masalah keagenan, preferensi pajak investor yang dapat dikaitkan dengan *Clientele Effect* dan *The Bird in Hand Theory*. *Agency Theory* memberikan informasi tentang bagaimana dividen dapat digunakan sebagai satu metode untuk menangani masalah keagenan para pemegang saham untuk mengurangi biaya keagenan dan menuntun pada peningkatan nilai perusahaan dan kemungkinan peningkatan laba perusahaan di masa depan.

Amidu (2007) dalam penelitian empirisnya mengkonfirmasi hubungan positif antara *return on asset* (ROA), kebijakan dividen dan pertumbuhan penjualan. Penelitian empiris ini mendukung pemikiran-pemikiran bahwa kebijakan dividen relevan dengan kinerja perusahaan. Terdapat hubungan negatif antara ROA, *dividend payout ratio* dan *leverage*. Nilai pasar perusahaan memiliki hubungan negatif dengan kebijakan dividen dan ukuran perusahaan namun berhubungan positif dengan *dividend payout ratio*, *leverage* dan pertumbuhan perusahaan. Thafani & Abdullah (2014) mengkonfirmasi bahwa pembayaran dividen perusahaan yang diukur dengan *return on asset* (ROA) dan *return on equity* (ROE) berdampak positif dan signifikan terhadap profitabilitas untuk seluruh perusahaan sampel, sementara pada perusahaan pembayar dividen hubungan positif namun tidak signifikan. Pembayaran dividen dalam bentuk laba per saham berdampak negatif dan signifikan terhadap profitabilitas. Profitabilitas dalam bentuk pengembalian aset dan ekuitas perusahaan-perusahaan dipengaruhi

oleh ukuran perusahaan dan *leverage* serta menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan dan semakin tinggi modal utang dalam struktur modal akan menurunkan profitabilitas perusahaan-perusahaan.

Murekefu & Ouma (2012) menemukan bahwa pembayaran dividen memengaruhi kinerja perusahaan dan hubungan ini bersifat kuat dan positif. Hasil penelitian empiris ini juga mengukuhkan faktor-faktor utama yang memengaruhi kebijakan dividen perusahaan, sebagai berikut; profitabilitas, pola dividen masa lalu, aturan hukum, *leverage* keuangan, peluang investasi, tahap pertumbuhan dan struktur modal. Faktor-faktor lain seperti struktur kepemilikan, ekspektasi pemegang saham, posisi pajak pemegang saham, praktik industri, tingkat pertumbuhan, struktur modal dan akses ke pasar modal juga dapat dipertimbangkan dalam merancang kebijakan dividen meskipun hanya memengaruhi dividen pada tingkat moderat. Osamwonyi & Lola (2016) juga mengkonfirmasi bahwa pembayaran dividen saat ini memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap EPS, sementara dividen masa lalu bersifat lemah. Peluang pertumbuhan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap EPS. *Leverage* (rasio total utang terhadap total modal perusahaan) memiliki dampak positif namun tidak signifikan terhadap EPS. Ukuran perusahaan memiliki dampak negatif pada EPS tetapi tidak signifikan.

Para investor dan calon investor juga menggunakan isu *Corporate Social Responsibility* (CSR) sebagai salah satu unsur penilaian perusahaan *go public* sebelum memutuskan membeli atau tidak saham perusahaan tersebut. Idowu & Filho (2009: 1) menyatakan CSR merupakan topik hangat di setiap negara di seluruh dunia saat ini. Nilai penting yang melekat pada CSR berbeda di setiap negara. Bukan karena CSR merupakan masalah sensitif, namun karena CSR merupakan isu yang menyentuh berbagai aspek penting berbeda dan menjadi perhatian semua pemangku kepentingan atau *stakeholders*. Sebuah organisasi transnasional mungkin saja menghadapi aspek-aspek CSR yang berbeda di berbagai negara operasinya. Aspek-aspek CSR yang ada di bawah payung CSR suatu negara mungkin saja kurang atau tidak begitu signifikan di negara lain, seperti; kemiskinan, ketidakmampuan untuk melayani dan membayar utang internasional, buta huruf, HIV/AIDS, tidak adanya

air bersih dan listrik, penipuan, penyuapan dan korupsi merupakan penyakit sosial yang khas di belahan dunia terbelakang. Sementara, masalah lainnya seperti pemanasan global, terorisme, pencucian uang, korporasi dan kedermawanan individu, pengurangan emisi CO_2 mungkin merupakan isu-isu yang memengaruhi semua negara.

Idowu & Filho (2009: 2) juga menyatakan bahwa keberadaan suatu perusahaan di berbagai bidang industri tidak terlepas dari aspek-aspek CSR seiring dengan beberapa manfaat yang dapat diperoleh perusahaan dengan menjalankan CSR. Carroll (1991) telah memperluas gagasan CSR dan berpendapat bahwa tanggung jawab sosial sebuah organisasi bisnis empat kali lipat lebih besar.

Chetty *et al.* (2015) dalam penelitian empirisnya memberikan bukti yang beragam tentang hubungan antara CSR dan *corporate financial performance* (CFP). Investor tidak mendapat penghargaan pada waktu perusahaan menjadi anggota indeks, karena tidak ada pergerakan harga saham yang signifikan terealisasi. Antusiasme jangka pendek peluncuran indeks mendorong pergerakan harga saham yang signifikan terjadi pada tahun 2012 dan kondisi ini dikaitkan dengan investor yang menjadi semakin peduli terhadap indeks. Investor mendapatkan pengembalian abnormal positif dan signifikan dengan berinvestasi dalam Indeks JSE SRI pada tanggal pengumuman pada tahun 2004 dan 2012. Hasil penelitian empiris tentang perusahaan yang keluar dari indeks menunjukkan bahwa investor dikenakan sanksi pada tahun 2013, karena perusahaan mengalami perubahan harga saham negatif yang signifikan dalam periode tersebut.

CSR memiliki hubungan positif dengan CFP ketika perusahaan meningkatkan pengeluaran untuk kegiatan-kegiatan sosial seperti pendidikan, lingkungan, kesehatan dan lainnya. Berdasarkan hasil penelitian empiris CSR penting dalam meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Perusahaan harus bermitra dengan lembaga nirlaba dan pemerintah dalam menyelesaikan masalah sosial, ekonomi, dan psikologis di masyarakat. Perilaku perusahaan yang menjalankan CSR tidak hanya membuat karyawan termotivasi, juga meningkatkan loyalitas karyawan dan menjadi alasan peningkatan kinerja keuangan perusahaan yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan (Murtaza *et al.*, 2014). Khurshid *et al.* (2017) menguji pengaruh CSR

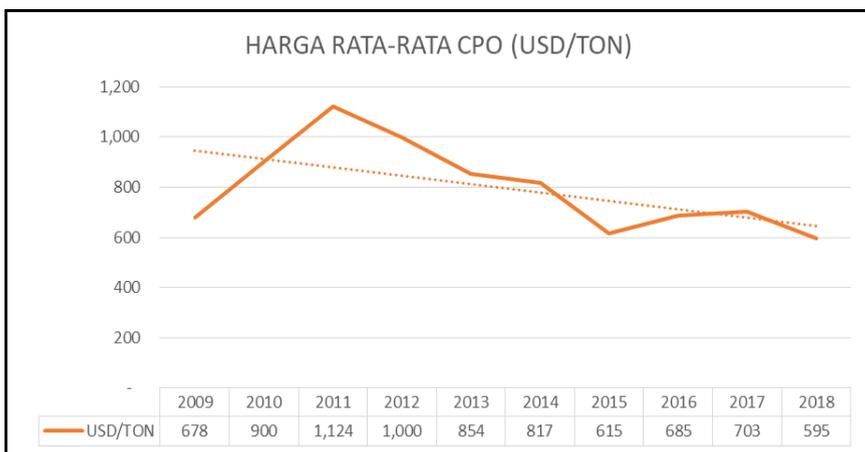
dan *intellectual capital* (IC) pada CFP dan menghubungkan tautan antara CSR, IC dan CFP. Peran mediasi dari IC dalam hubungan CSR dan CFP diuji menggunakan model mediasi. IC memediasi sebagian hubungan CSR - CFP dalam dua pendekatan, ROA dan ROE digunakan sebagai proksi CFP. Hasil penelitian empiris ini mengkonfirmasi teori *resource based view* (RBV), berinvestasi pada kegiatan-kegiatan yang bertanggung jawab secara sosial, perusahaan-perusahaan sektor non-keuangan dapat meningkatkan IC yang pada akhirnya meningkatkan kinerja keuangan yang diharapkan meningkatkan nilai perusahaan.

Malik & Nadeem (2014) dalam penelitian empirisnya menemukan hubungan yang positif dan tidak signifikan antara CSR dan CFP. Kondisi ini menunjukkan bahwa terdapat dampak positif dari CSR terhadap CFP. Hubungan positif antara CSR dan CFP ini mengungkapkan perilaku sosial dengan berkontribusi sebanyak mungkin dalam kesejahteraan sosial masyarakat, meningkatkan standar hidup dengan mempromosikan pendidikan dan fasilitas kesehatan yang lebih baik, melindungi lingkungan dari perubahan yang berbahaya. Tsoutsoura (2004) lewat penelitian empirisnya mencoba menjawab pertanyaan apakah CSR terkait dengan kinerja keuangan. Hasil menunjukkan bahwa CSR memiliki hubungan positif dengan profitabilitas, hasil ini juga didukung oleh penelitian-penelitian yang menemukan hubungan positif antara CSR dan profitabilitas perusahaan di masa lalu (McGuire *et al.*, 1988). Profitabilitas perusahaan yang melakukan peramalan sosial, secara statistik tidak berbeda dengan perusahaan yang tidak melakukan peramalan. Profitabilitas perusahaan yang memiliki komite tanggung jawab sosial perusahaan pada dewan direksi perusahaan juga tidak berbeda secara signifikan dari perusahaan-perusahaan lainnya yang tidak memiliki hal yang sama. Tampaknya tidak tersedia cukup bukti yang mendukung klaim bahwa perusahaan yang bertanggung jawab secara sosial lebih menguntungkan daripada perusahaan-perusahaan yang tidak bertanggung jawab secara sosial (Aupperle *et al.*, 1985). Servaes & Tamayo (2013) mengkonfirmasi bahwa kegiatan-kegiatan CSR dapat meningkatkan nilai perusahaan-perusahaan dengan kepedulian publik yang tinggi dengan proksi intensitas iklan. Perusahaan-perusahaan dengan kepedulian masyarakat yang rendah, dampak kegiatan-kegiatan CSR terhadap nilai perusahaan

tidak signifikan atau negatif. Pengiklanan memiliki dampak negatif terhadap hubungan nilai CSR jika terdapat ketidak-konsistenan antara kegiatan-kegiatan CSR perusahaan dan reputasi perusahaan secara keseluruhan.

Peneliti termotivasi untuk meneliti fenomena yang diuraikan di atas dari perspektif keuangan dengan batasan pada penentu nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel eksogen, pertumbuhan dan profitabilitas sebagai variabel mediasi dan kebijakan dividen serta *corporate social responsibility* (CSR) sebagai variabel moderasi. Objek penelitian yang dipilih peneliti adalah perusahaan perkebunan kepala sawit di industri mana peneliti berkarya. Pemilihan objek penelitian ini juga tidak terlepas dari peran perusahaan perkebunan kepala sawit sebagai industri strategis nasional dan penyumbang devisa terbesar berdasarkan data Biro Pusat Statistik (BPS) pada tahun 2016 dan 2017 masing-masing sebesar USD 18,22 miliar dan USD 22,97 miliar ataupun naik sekitar 26%. Namun, pada periode Januari - Nopember 2018, nilai ekspor CPO Indonesia beserta turunannya tercatat hanya sebesar USD 15,2 miliar atau lebih rendah dibanding periode yang sama pada tahun 2017 sebesar USD 16,9 miliar. Melemahnya ekspor CPO beserta turunannya disebabkan menurunnya harga CPO sekitar 15% sepanjang tahun 2018.

Untuk lebih jelasnya, berikut ditampilkan kecenderungan penurunan harga CPO dalam jangka panjang:



Gambar 2.1 Grafik Kecenderungan Penurunan Harga CPO

Tabel 2.2 Harga Rata-rata CPO USD/TON (CIF Rotterdam) 2009 – 2018

Tahun	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun	Jul	Agt	Sept	Okt	Nop	Des	Rata-rata
2009	554	571	592	694	791	718	638	721	673	679	721	781	678
2010	790	795	831	826	817	797	805	900	914	989	1,113	1,228	900
2011	1,275	1,281	1,184	1,146	1,159	1,132	1,085	1,082	1,073	996	1,050	1,024	1,124
2012	1,061	1,109	1,148	1,180	1,094	998	1,015	997	967	839	813	776	1,000
2013	835	860	851	840	849	862	833	827	817	854	915	905	854
2014	863	905	953	906	893	857	840	760	704	720	724	679	817
2015	673	678	662	654	652	665	631	543	527	580	554	563	615
2016	559	643	687	685	644	682	651	730	754	718	681	790	685
2017	806	773	719	614	703	666	658	673	723	717	715	668	703
2018	675	667	681	663	656	629	587	559	548	514	474	491	595

Sumber: Oil World & Reuter, 2019 (lampiran 2).

Struktur modal ditetapkan sebagai variabel eksogen mengacu pada teori struktur modal optimal memiliki dampak positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan (Adeyemi & Oboh, 2011). Struktur modal perusahaan dijuluki sebagai daya ungkit keuangan atau *financial leverage* dan merupakan penentu langsung risiko menyeluruh serta biaya modal perusahaan yang menjadi penentu nilai perusahaan (Baker & Martin, 2011: 36). *Leverage* sebagai salah satu unsur pembentuk struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan cenderung lebih kuat ketika kualitas perusahaan lebih baik (Cheng & Zheng, 2011). Pemilihan ini bertujuan mendapatkan konfirmasi empiris sejauh mana penetapan struktur modal yang tepat dan baik atau optimal secara langsung maupun tidak langsung memengaruhi nilai perusahaan ke arah yang positif dan signifikan.

Pertumbuhan perusahaan dijadikan sebagai variabel mediasi antara struktur modal dan nilai perusahaan karena pertumbuhan perusahaan adalah dampak atas arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan atau penurunan volume usaha (Helfert, 1997: 333). Lebih banyak modal yang dapat diinvestasikan dengan tingkat pengembalian yang menarik akan menciptakan nilai lebih bagi perusahaan. Selama pengembalian modal melebihi biaya modal, pertumbuhan yang lebih cepat menciptakan nilai lebih perusahaan (Koller *et al.*, 2005: 4). Pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan dan investor pun

mengharapkan tingkat pengembalian atau *rate of return* dari investasi yang dilakukan (Hermelo & Vasollo, 2007). Kondisi struktur modal perusahaan tentu memengaruhi pembiayaan ekspansi perusahaan bagi terciptanya pertumbuhan perusahaan yang diharapkan dan dapat menghadirkan nilai perusahaan yang lebih baik. Pemilihan ini bertujuan mendapatkan konfirmasi empiris sejauh mana pertumbuhan perusahaan memediasi pengaruh positif dan signifikan struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan dihubungkan dengan profitabilitas pada penelitian ini karena pertumbuhan perusahaan yang lebih besar menunjukkan peningkatan profitabilitas (Serrasqueiro, 2009). Coban (2014) mengkonfirmasi hubungan positif antara laba saat ini dan pertumbuhan saat ini. Peningkatan profitabilitas merupakan salah satu indikator prospektus perusahaan yang baik dan diharapkan dapat memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi atau *higher return* (Titman & Wessel, 1988). Investor berinvestasi pada perusahaan-perusahaan dengan pertumbuhan laba yang lebih tinggi karena terdapat *leverage* keuangan yang lebih rendah dan juga menurunkan risiko dan kebangkrutan dan pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan (Araste *et al.*, 2013). Merujuk kepada paparan sebelumnya, peneliti memilih profitabilitas menjadi variabel mediasi kedua untuk mendapatkan konfirmasi empiris sejauh mana profitabilitas memediasi pengaruh positif dan signifikan struktur modal terhadap nilai perusahaan, selain untuk mendapatkan konfirmasi empiris sejauh mana pertumbuhan perusahaan memengaruhi profitabilitas secara positif dan signifikan.

Struktur modal dihubungkan dengan profitabilitas pada penelitian ini karena struktur modal optimal atau porsi utang dan ekuitas terbaik berdampak positif dan signifikan terhadap profitabilitas. Ashraf *et al.* (2017) mengkonfirmasi penggunaan utang jangka panjang atau *long term debt* yang tinggi berdampak negatif dan signifikan terhadap ROA dan ROE, sementara penggunaan utang jangka pendek yang lebih besar berdampak positif dan signifikan terhadap ROA dan ROE. Porsi utang dan ekuitas terbaik atau struktur modal optimal menurunkan biaya modal atau biaya pembiayaan operasi perusahaan (Shubita & Alsawalhah, 2012). Negasa (2016) mengkonfirmasi terdapat hubungan positif antara rasio utang dan profitabilitas, setiap perusahaan harus menemukan kombinasi

terbaik utang dan ekuitas sehingga dapat meningkatkan profitabilitasnya. Kondisi struktur modal perusahaan tentu memengaruhi profitabilitas perusahaan dan berdampak terhadap nilai perusahaan. Pemilihan ini bertujuan mendapatkan konfirmasi empiris sejauh mana struktur modal perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas perusahaan.

Tujuan investor dan calon investor dalam berinvestasi tidak terlepas dari tingkat profitabilitas perusahaan. Amidu & Abor (2006) menyimpulkan terdapat hubungan positif antara pembayaran dividen dan profitabilitas, arus kas dan pajak. Pradhan (2003) mengkonfirmasi nilai saham dipengaruhi oleh pembayaran dividen. Amidu (2007) menemukan hubungan positif antara *return on asset* (ROA), kebijakan dividen dan pertumbuhan penjualan. Penelitian empiris ini mendukung pemikiran-pemikiran bahwa kebijakan dividen relevan dengan kinerja perusahaan. Temuan-temuan empiris di atas mendorong peneliti menjadikan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi untuk mendapatkan konfirmasi empiris sejauh mana kebijakan dividen memoderasi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan serta pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Perkembangan konsep ekonomi berkelanjutan atau *sustainable economy* (*planet, people, and profit*) menjadikan isu *Corporate Social Responsibility* (CSR) sebagai salah satu unsur penilaian perusahaan *go public*. Idowu & Filho (2009: 2) menyatakan keberadaan suatu perusahaan di berbagai bidang industri tidak terlepas dari aspek-aspek CSR seiring dengan beberapa manfaat yang dapat diperoleh perusahaan, seperti; peningkatan nilai para pemegang saham, peningkatan loyalitas pelanggan dan lainnya. Chetty *et al.* (2015) menyatakan perusahaan yang keluar dari indeks mendapat sanksi dari pasar di mana perusahaan mengalami perubahan harga saham negatif yang signifikan. Tsoutsoura (2004) menemukan CSR memiliki hubungan positif dengan profitabilitas. Pertumbuhan perusahaan yang lebih besar menunjukkan peningkatan profitabilitas (Serrasqueiro, 2009). Servaes & Tamayo (2013) menemukan bahwa kegiatan-kegiatan CSR dapat meningkatkan nilai perusahaan-perusahaan karena kepedulian publik yang tinggi. Khurshid *et al.* (2017) mengkonfirmasi teori *resource based view* (RBV), berinvestasi pada kegiatan-kegiatan yang

bertanggung jawab secara sosial, perusahaan-perusahaan sektor non-keuangan dapat meningkatkan *Intellectual Capital* (IC) yang pada akhirnya meningkatkan kinerja keuangan yang diharapkan meningkatkan nilai perusahaan. Merujuk kepada konsep dan temua-temuan empiris di atas, peneliti memilih CSR sebagai variabel moderasi kedua untuk mendapatkan konfirmasi empiris sejauh mana CSR memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan serta pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan tujuan yang harus direalisasi dan dipelihara oleh setiap perusahaan yang memperoleh pembiayaan eksternal dengan *go public*, tanpa terkecuali perusahaan perkebunan kelapa sawit. Namun di Indonesia, penelitian mengenai dimensi nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI belum banyak dilakukan dan belum ditemukan yang menggunakan struktur modal sebagai variabel eksogen, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas sebagai variabel mediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividend dan CSR sebagai variabel moderasi pengaruh struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini bertujuan mengisi kesenjangan atau *gap research* dalam penelitian mengenai faktor penentu nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI.

Penelitian buku ini mengembangkan pendekatan teoritis dan empiris mengenai faktor penentu nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit dan implikasinya. Kebaruan atau *novelty* pada model penelitian ini adalah pengaruh struktur modal yang negatif dan signifikan kuat terhadap nilai perusahaan dapat dimitigasi atau diubah menjadi positif dan signifikan dengan melakukan peningkatan pembayaran dividen hingga titik optimal dan pelaksanaan CSR yang optimal. Pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui pertumbuhan perusahaan yang positif dan tidak signifikan juga dapat dimitigasi atau diubah menjadi positif dan signifikan dengan peningkatan pembayaran dividen hingga titik optimal dan membuat pertimbangan yang teliti serta akurat atas manfaat marjinal menggunakan utang jangka panjang dengan biaya marjinal utang jangka panjang dalam pembiayaan operasi perusahaan yang berkontribusi positif atas peningkatan dan pemeliharaan nilai perusahaan.

Pemodelan penelitian ini juga didukung 5 celah penelitian atau *research gaps*. Kelima celah penelitian memberi cukup keyakinan bahwa model penelitian layak diteruskan. Celah penelitian dapat diuraikan pada table berikut.

Tabel 2.3 Celah Penelitian atau *Research Gap*

Research Gap	Peneliti/Penulis	Temuan
Gap 1. Terdapat celah penelitian antara variabel struktur modal terhadap pertumbuhan perusahaan.	Teori Ehrhardt & Brigham (2011), hasil penelitian Hermelo & Vassolo (2014) dan Arasteh <i>et al.</i> (2013).	Pertumbuhan perusahaan (penjualan dan aset) membutuhkan pertumbuhan modal operasi. Hal ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berkorelasi positif dengan struktur modal perusahaan.
	Baker & Martin (2011) dan Gill <i>et al.</i> (2009).	Tidak ada hubungan yang signifikan antara peluang-peluang pertumbuhan dan <i>leverage</i> atau utang perusahaan.
Gap 2. Terdapat celah penelitian antara variabel struktur modal terhadap nilai perusahaan.	Cuong & Canh (2012), Sinha (2017) dan Kausar <i>et al.</i> (2014).	Hutang yang tinggi dalam struktur modal membuat pengaruh struktur modal negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
	Asif & Aziz (2016) dan Antwi <i>et al.</i> (2012).	Penggunaan utang jangka panjang dalam komposisi struktur modal untuk pembiayaan operasional perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
Gap 3. Terdapat celah penelitian antara variabel struktur modal terhadap profitabilitas.	Ashraf <i>et al.</i> (2017), Bhutta & Hasan (2013) dan Shubita & Alsawalhah (2012).	Pengaruh struktur modal negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
	Asif & Aziz (2016) dan Antwi <i>et al.</i> (2012).	Penggunaan utang jangka panjang dalam komposisi struktur modal untuk pembiayaan operasional perusahaan berpengaruh positif terhadap profitabilitas.
Gap 4. Terdapat celah penelitian antara variabel pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas.	Serrasqueiro (2009), Missy, Budiyanto & Riyadi (2016) dan Yoo & Kim (2015).	Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas.
	Sanjaya & Jayasiri (2015) dan Swastika & Isharijadi (2017).	Pertumbuhan perusahaan (pertumbuhan penjualan) tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan profitabilitas (laba bersih dan ROA) dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas.
Gap 5. Terdapat celah penelitian antara variabel pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan.	Olsen <i>et al.</i> (2006), Tingler (2015), Purwanto & Marsono (2017) dan Dewi <i>et al.</i> (2014).	Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
	Oh & Kim (2016) dan Ramezani, Soenen & Jung (2001).	Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sumber: Telaah pustaka, 2019 (diolah).

Pemilihan topik penelitian ini juga didukung oleh fenomena lain yang berkembang saat ini yang menyatakan bahwa para investor dan calon investor saham perusahaan-perusahaan yang *go public* di BEI menjadikan kondisi struktur modal, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, CSR, dan kebijakan dividen sebagai sinyal atau indikator mengenai nilai perusahaan. Para investor dan calon investor akan menggunakan analisa pengaruh kelima variabel tersebut terhadap nilai perusahaan sebagai sebagian dari keseluruhan informasi yang akan digunakan dalam pengambilan keputusan apakah akan membeli atau menjual saham perusahaan-perusahaan tertentu yang *go public* di BEI.

Berdasarkan latar belakang masalah yang diuraikan sebelumnya, maka buku ini berusaha untuk mengungkap hasil penelitian berikut ini.

- 1) Untuk menguji secara empiris pengaruh struktur modal terhadap pertumbuhan perusahaan perkebunan kelapa sawit.
- 2) Untuk menguji secara empiris pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan perkebunan kelapa sawit.
- 3) Untuk menguji secara empiris pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas perusahaan perkebunan kelapa sawit.
- 4) Untuk menguji secara empiris pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui pertumbuhan perusahaan perkebunan kelapa sawit.
- 5) Untuk menguji secara empiris pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas perusahaan perkebunan kelapa sawit.
- 6) Untuk menguji secara empiris pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas perusahaan perkebunan kelapa sawit.
- 7) Untuk menguji secara empiris pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan perkebunan kelapa sawit.
- 8) Untuk menguji secara empiris pengaruh tidak langsung pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas perkebunan kelapa sawit?
- 9) Untuk menguji secara empiris pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan perkebunan kelapa sawit.

- 10) Untuk menguji secara empiris kebijakan dividen memoderasi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan perkebunan kelapa sawit.
- 11) Untuk menguji secara empiris kebijakan dividen memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan perkebunan kelapa sawit.
- 12) Untuk menguji secara empiris *CSR* memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan perkebunan kelapa sawit.
- 13) Untuk menguji secara empiris *CSR* memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan perkebunan kelapa sawit.

B. Penelitian Terdahulu

Sejumlah penelitian terdahulu yang relevan dengan penelitian ini dapat dikemukakan sebagai berikut:

Ghosh & Ghosh (2008) melakukan studi empiris tentang “*Do Leverage, Dividend Policy and Profitability Influence the Future Value of Firm? Evidence from India.*” Studi empiris ini bertujuan menentukan faktor-faktor yang memengaruhi probabilitas nilai masa depan perusahaan pada perusahaan-perusahaan India. Secara khusus, studi empiris ini mencoba menjawab pertanyaan-pertanyaan sebagai berikut.

- 1) Bagaimana kemungkinan penciptaan nilai masa depan perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas, pola pembiayaan dan kebijakan pembayaran dividen perusahaan?
- 2) Apakah perusahaan milik kelompok bisnis memiliki efek yang berbeda terhadap kemungkinan penciptaan nilai perusahaan?

Studi empiris ini menganalisis proses penciptaan nilai perusahaan yang terdaftar di bursa efek India dan ketergantungan perusahaan-perusahaan pada variabel-variabel akuntansi. Studi empiris ini menggunakan model logit yang tidak seimbang dan menemukan bahwa peningkatan profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap probabilitas penciptaan nilai masa depan perusahaan dan hubungan ini lebih kuat pada perusahaan asing yang berdiri sendiri dibanding perusahaan-perusahaan swasta India yang berdiri sendiri atau perusahaan-perusahaan grup bisnis. *Leverage* di sisi lain memiliki dampak negatif terhadap probabilitas peningkatan

nilai masa depan perusahaan-perusahaan dan hubungan ini seragam pada seluruh ukuran dan kelompok kepemilikan. Kondisi ini dapat terjadi karena potensi konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditor yang tercermin dalam harga saham. Kebijakan pembayaran dividen perusahaan tidak dapat secara signifikan memengaruhi probabilitas penciptaan nilai masa depan perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek India (Ghosh & Ghosh, 2008).

Studi empiris yang dilakukan oleh Cuong & Canh (2012) dengan judul "*The Effect of Capital Structure on Firm Value for Vietnam's Seafood Processing Enterprise*" menggunakan *advanced panel threshold regression model* meneliti pengaruh *leverage* pada nilai perusahaan pada 92 perusahaan pengolahan *seafood* dengan periode penelitian dari tahun 2005 hingga 2010. Menggunakan ROE sebagai *proxi* nilai perusahaan dan *debt to asset ratio* (DA) sebagai variabel ambang batas. Hasil studi empiris ini menunjukkan bahwa terdapat dua kali lipat dampak ambang batas rasio utang dan nilai perusahaan. Selanjutnya, koefisiennya positif ketika rasio utang kurang dari 59.27%. Kondisi ini menyiratkan bahwa pembiayaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan, koefisiennya negatif dan menyajikan tren menurun ketika rasio utang berada di antara 59,27% dan 94,60% atau di atas 94.60%. Kondisi ini menyiratkan bahwa peningkatan lebih lanjut dalam pembiayaan utang memperburuk nilai perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa hubungan antara *leverage* dan nilai perusahaan nonlinear dan hubungannya bentuk parapol cembung. Selanjutnya, terdapat rasio utang optimal pada saat rasio utang lebih kecil dari 59.27% dan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini lebih konsisten dengan teori *trade-off*, Cheng *et al.* (2010) mengkonfirmasi perusahaan dapat menyeimbangkan perisai pajak bunga sama dengan peningkatan biaya melalui pembiayaan utang. Selanjutnya, ukuran dan tingkat pertumbuhan penjualan operasi ditemukan tidak memberi dampak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menyiratkan bahwa perluasan ukuran dan tingkat pertumbuhan penjualan operasi tidak selalu meningkatkan nilai perusahaan dan temuan empiris ini konsisten dengan Lin (2010).

Rajhans & Kaur (2013) dalam studi empirisnya dengan judul "*Financial Determinants of Firm's Value: Evidence From India Firms*" mengidentifikasi faktor - faktor yang memengaruhi nilai suatu

perusahaan. Data perusahaan 10 tahun terakhir dikumpulkan untuk dianalisa. *Pooled regression* digunakan untuk mengevaluasi determinan. Hasil studi empiris ini menunjukkan bahwa laba, penjualan, aset tetap dan *weighted average cost of capital* (WACC) memengaruhi nilai perusahaan secara signifikan. Laba merupakan variabel yang paling berdampak diikuti oleh penjualan dan kemudian WACC. Hasil studi empiris ini bertentangan dengan teori populer nilai perusahaan yang menunjukkan bahwa WACC adalah penentu utama. Studi empiris ini hanya mempertimbangkan empat sektor dengan menggunakan data 16 perusahaan selama 10 tahun dan menjadi keterbatasan studi empiris ini.

Awan *et al.* (2018) dalam studi empirisnya dengan judul "*Determinants of Firm Value: A Case Study of Chemical Industries of Pakistan*" dengan aplikasi analisis regresi menunjukkan bahwa nilai perusahaan meningkat seiring dengan peningkatan variabel lain seperti *net working capital* (NWC), *earning per share* (EPS) dan lainnya. Variabel-variabel seperti *Leverage* Keuangan, Ukuran Perusahaan dan *Return on Asset* (ROA) tidak banyak berpengaruh terhadap harga saham. Namun, nilai R menunjukkan ko-relasi yang tinggi antara variabel independen dan dependen. Disimpulkan bahwa nilai perusahaan meningkat seiring peningkatan variabel seperti EPS, NWC dan variabel dependen sementara harga saham memiliki hubungan yang signifikan dengan variabel independen seperti EPS dan NWC.

Aggarwal & Padhan (2017) dalam studi empirisnya dengan judul "*Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry*" dengan hasil studi empiris menyarankan beberapa langkah kebijakan bagi perusahaan-perusahaan perhotelan India. Kualitas dan likuiditas yang kuat memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan, lembaga keuangan harus fokus pada penawaran dana yang dapat memastikan kelancaran fungsi operasi. Dengan waktu pengembalian yang panjang, akses yang lebih baik atas dana dengan kebijakan pinjaman yang ramah memungkinkan peningkatan operasional. Hubungan negatif antara utang dengan profitabilitas, memungkinkan pasar lebih suka perusahaan-perusahaan perhotelan memanfaatkan utang dalam ekspansi sesuai dengan atribut keunikan industri perhotelan. Pada saat yang sama, meningkatkan promosi pariwisata sebagai kekuatan

eksternal dapat membantu meningkatkan pendapatan industri perhotelan. Seiring dengan ekspansi aset properti, ekspansi paralel dalam peningkatan pendapatan juga harus dilakukan. Karena *leverage* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan, studi empiris ini menyoroti pentingnya struktur modal bagi penciptaan nilai perusahaan. Hasil studi empiris ini juga menunjukkan pertumbuhan produk domestik bruto (PDB) memiliki dampak positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dan ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dan signifikan dengan nilai perusahaan. Hasil-hasil dari studi empiris ini didukung oleh *trade off* dan *agency cost theories* yang ada.

Studi empiris yang dilakukan oleh Kumar (2015) dengan judul, "*Determinants of Value Creation: An Empirical Examination from UAE Market*" menggunakan sampel dari 61 perusahaan yang terdaftar di UAE meneliti faktor-faktor penentu penciptaan nilai perusahaan. Ukuran perusahaan dalam hal total aset perusahaan berbanding terbalik dengan penciptaan nilai. Nilai yang diukur menggunakan rasio nilai pasar terhadap nilai buku ekuitas atau *market to book value of equity* berhubungan negatif dengan ukuran perusahaan yang diukur menggunakan total aset. Lebih besar ukuran perusahaan dalam kapitalisasi pasar, lebih tinggi nilai perusahaan yang tercipta. Pendapatan yang lebih tinggi bersifat relatif terhadap harga menunjukkan penciptaan nilai perusahaan yang lebih tinggi. Perusahaan yang memiliki risiko lebih tinggi diharapkan memiliki tingkat pengembalian yang lebih tinggi. Studi empiris ini menemukan data statistik yang mendukung fakta bahwa peningkatan *leverage* meningkatkan risiko pemegang saham. Oleh karena itu, peningkatan *leverage* mengarah pada peningkatan pengembalian yang diharapkan seiring dengan peningkatan risiko pemegang saham. Studi empiris ini juga menyarankan bahwa tingkat pengembalian pasar rata-rata berbanding terbalik dengan rasio laba terhadap harga pasar. Tingkat pengembalian saham rata-rata yang lebih rendah diperkirakan ada pada perusahaan dengan nilai pasar ekuitas yang rendah dan bersifat relatif terhadap pendapatan perusahaan. Perusaha-perusahaan yang berisiko cenderung memiliki pendapatan yang lebih rendah dibandingkan dengan nilai pasar ekuitasnya.

Cheng & Tzeng (2011) melakukan studi empiris dengan judul, "*The Effect of Leverage on firm Value and How the Firm Quality*

Influence on This Effect” untuk menguji pengaruh *leverage* pada nilai perusahaan. Keputusan ini didorong teori struktur modal yang menyatakan bahwa hanya teori *trade-off* yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan perusahaan tidak menghadapi asimetri informasi. Tujuan selanjutnya adalah untuk memahami faktor-faktor apa saja yang memengaruhi efek ini sehingga ditambahkan variabel kontekstual ke dalam model regresi untuk mengeksplorasi pengaruhnya terhadap efek ini. Dalam teori *trade-off* statis, jika biaya kebangkrutan tidak dipertimbangkan, efek perisai pajak hanya akan hadir jika nilai sekarang atau *present value* perisai pajak positif pada periode pembiayaan utang. Hasil studi empiris ini menyatakan bahwa *leverage* perusahaan memengaruhi nilai perusahaan. Jika biaya kebangkrutan dimasukkan tidak mengubah hasil studi empiris ini, hanya saja koefisien *leverage* menjadi lebih kecil dan menunjukkan bahwa biaya kebangkrutan memengaruhi pengaruh *leverage* pada nilai perusahaan secara substansial dan menunjukkan bahwa *Z-Score* secara positif berhubungan dengan nilai perusahaan yang dibiayai dengan utang. Dalam teori *trade-off* dinamis, jika biaya kebangkrutan dan biaya agensi secara bersamaan dimasukkan dalam analisis sebelum perusahaan mencapai struktur modal yang optimal dalam periode pembiayaan utang menunjukkan *leverage* berhubungan positif dengan nilai perusahaan. Studi empiris ini mendukung teori pengaruh positif *leverage* terhadap nilai perusahaan cenderung semakin kuat jika kualitas keuangan perusahaan semakin baik dan arus kas bebas per saham atau *free cash flow per share* lebih besar.

Loncan & Caldeira (2014) melakukan studi empiris dengan judul, “*Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: a Study of Brazilian Listed Firms.*” Studi empiris ini bertujuan menganalisis bagaimana struktur modal dan kepemilikan kas dihubungkan dengan pengelolaan perusahaan Brasil dan mengevaluasi dampak variabel-variabel keuangan penting ini terhadap nilai perusahaan. Ditemukan bahwa *leverage* dan kepemilikan kas berhubungan negatif dengan *margin*. Saldo kas yang lebih tinggi diasosiasikan dengan *leverage* yang lebih kecil dan perusahaan dengan *leverage* yang lebih tinggi cenderung memiliki uang tunai lebih sedikit. Temuan ini searah dengan penelitian sebelumnya dan dapat ditafsirkan sesuai pencerahan teori *Pecking Order* karena perusahaan lebih memilih

membayai investasi dengan laba ditahan atau kepemilikan kas. Utang merupakan opsi kedua dalam pembiayaan investasi jika ketersediaan kas minim atau tidak mencukupi. Oleh sebab itu, tingkat kas yang lebih tinggi dikaitkan dengan rasio utang yang lebih rendah dan sebaliknya. Studi empiris ini juga menemukan bukti bahwa tingkat *leverage* yang lebih tinggi akhirnya menghambat perusahaan menerbitkan lebih banyak utang, karena kas kotor yang dihasilkan ditujukan untuk membayar utang hingga mencapai ambang tertentu dan menyebabkan utang berada pada *margin* yang diharapkan. Anggapan bahwa perusahaan-perusahaan kecil lebih terbatas secara finansial seperti pada penelitian dan teori sebelumnya tidak didukung oleh hasil studi empiris ini yang menemukan bahwa perusahaan-perusahaan kecil memiliki lebih banyak kas.

Atiyet (2012) dalam studi empirisnya dengan judul, "*The Impact of financing Decision on the Shareholder Value Creation*" bertujuan menganalisis dampak struktur modal terhadap penciptaan nilai perusahaan. Modigliani & Miller (1963) adalah orang pertama yang mengakui peran penting utang dalam pembiayaan perusahaan karena deduksi fiskal. *Pecking Order Theory* dan *Static Trade-off Theory* merupakan dua teori yang sangat rasional menjelaskan perilaku pembiayaan perusahaan lebih baik, menyajikan prediksi-prediksi kontradiktif tentang dampak struktur modal pada penciptaan nilai perusahaan. Dalam *Static Trade-off Theory* terdapat struktur modal optimal pada level utang maksimum. Dampak positif leverage terhadap nilai perusahaan dikompensasi dengan biaya kebangkrutan yang disebabkan oleh peningkatan utang yang berlebihan. Namun demikian, sesuai dengan *Pecking Order Theory*, adanya informasi asimetris mendorong perusahaan-perusahaan mengadopsi hierarki keputusan pembiayaan yang dimulai dengan pembiayaan sendiri, selanjutnya pembiayaan utang dan pada akhirnya pembiayaan dengan peningkatan modal. Kesimpulan atas semua uji yang dilakukan pada perusahaan Perancis selama periode studi empiris diketahui bahwa dampak struktur keuangan pada penciptaan nilai perusahaan tergantung pada ukuran yang digunakan (*Economic Value Added /EVA* atau *Market Value Added/MVA*). Uji dampak struktur modal terhadap penciptaan nilai perusahaan menggunakan EVA, ditemukan bahwa perusahaan-perusahaan Perancis mendukung *Pecking Order Theory*. Perusahaan-

perusahaan Perancis lebih suka membiayai proyek investasinya, pertama dengan pembiayaan sendiri, kedua dengan pembiayaan utang dan akhirnya pembiayaan dengan peningkatan modal. Namun, hasil yang diperoleh dengan uji nilai pasar (MVA) bahwa hanya pembiayaan sendirilah yang memiliki pengaruh positif, namun pembiayaan utang dan pembiayaan dengan peningkatan modal menghancurkan nilai perusahaan.

Ibrahim (2017) dalam studi empirisnya dengan judul, "*Capital Structure and Firm Value in Nigerian Listed Manufacturing Companies: an Empirical Investigation Using Tobin's Q Model*" dengan tujuan mengevaluasi pengaruh struktur modal terhadap perusahaan-perusahaan manufaktur Nigeria yang terpilih. Studi empiris ini menyajikan analisis empiris tentang faktor-faktor penentu struktur modal pilihan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Nigeria menggunakan data periode 2012 - 2016. Dampak dari delapan variabel-variabel penjelas diukur dengan rasio *leverage* yang dihitung dengan membagi total utang dengan total aset. Analisis Regresi Probit Sederhana diterapkan dengan asumsi bahwa tidak ada dampak jenis industri atau waktu. Kedelapan variabel penjelas digunakan untuk mengukur pengaruhnya terhadap rasio *leverage* dan tujuh dari variabel secara signifikan terkait dengan rasio *leverage* sementara satu variabel secara statistik tidak signifikan berhubungan dengan rasio utang. Profitabilitas merupakan variabel penjelas yang paling signifikan dan berhubungan negatif dengan *leverage*. Tanda negatif menegaskan prediksi *pecking order theory*. *Tangibility* berdampak positif dan signifikan terhadap struktur modal. Prediksi *trade-off theory* didukung oleh hasil studi empiris ini bahwa kreditur lebih memilih keamanan klaim khusus atas aset-aset tetap. Studi empiris ini tidak menemukan bukti bahwa volatilitas pendapatan memengaruhi keputusan *leverage* perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel. Sebaliknya, potensi pertumbuhan dan variabel umur memiliki hubungan positif dengan struktur modal. Potensi pertumbuhan signifikan pada nilai 1% dan variabel umur pada nilai 5%. Likuiditas memiliki hubungan negatif pada tingkat signifikansi 10%.

Barakat (2014) dalam studi empirisnya dengan judul, "*The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Share Value (Applied Study on a Sample of Saudi*

Industrial Company)” bertujuan untuk menganalisis pengaruh struktur keuangan, leverage keuangan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Merupakan analisis strategis jangka panjang yang membantu analis dalam memprediksi nilai perusahaan di masa depan berdasarkan variabel-variabel yang disebutkan selain lingkungan eksternal. Hasil studi empiris ini menunjukkan hubungan langsung yang signifikan secara statistik antara dua variabel independen, laba atas ekuitas dan struktur modal dan variabel dependen yang diwakili oleh harga pasar saham. Namun, terdapat hubungan yang lemah, terbalik dan tidak signifikan antara *leverage* dan nilai saham sehingga tidak ada hubungan yang signifikan secara statistik antara *leverage* keuangan dan nilai perusahaan. Terdapat hubungan positif antara struktur modal dan *return on equity* (ROE) pada beberapa analisis regresi dan ini menunjukkan bahwa hubungan terkuat adalah antara struktur modal dan nilai saham perusahaan. Dampak nyata struktur keuangan dan ROE terhadap nilai perusahaan dengan analisis variabel-variabel ini, analis keuangan dapat memprediksi nilai masa depan perusahaan.

C. Metode Penelitian

Buku ini bertujuan mendapatkan bukti empiris penentu nilai perusahaan dengan kebijakan dividen dan CSR sebagai pemoderasi pada sejumlah perusahaan Perkebunan Kelapa Sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menggunakan 6 (enam) variabel yang terdiri dari 1 (satu) variabel eksogen yaitu struktur modal, 3 (tiga) variabel endogen yaitu pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, dan nilai perusahaan serta 2 (dua) variabel moderasi yaitu kebijakan dividen dan CSR.

Berdasarkan tujuan penelitian tersebut, maka penelitian ini termasuk jenis penelitian penjelasan atau *explanatory research* yang menjelaskan hubungan kausal antara variabel eksogen terhadap variabel endogen yang diperkuat dengan variabel moderasi melalui pengujian hipotesis.

□ Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas: objek/subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu

yang ditetapkan peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Berdasarkan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dengan situs internet: www.idx.co.id, per Desember 2017 terdapat sebanyak 16 perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI. Dalam upaya memenuhi kebutuhan analisa data untuk 9 tahun takwim maka penetapan sampling pada penelitian ini menggunakan pendekatan *Purposive Sampling*, menetapkan sampel sumber data dengan persyaratan-persyaratan tertentu. Pertimbangan yang digunakan penulis dalam penelitian ini dalam menentukan sampel adalah sebagai berikut:

- 1) Perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia yang telah menerbitkan Laporan Keuangan ke publik dan telah menghasilkan laba secara berkelanjutan pada tahun 2009 - 2017.
- 2) Perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia yang telah menerbitkan Laporan Tahunannya ke public dan di dalamnya tertuang laporan mengenai praktek CSR sesuai Undang-undang Perseroaan Terbatas dan peraturan lainnya.
- 3) Perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia yang memiliki luas perkebunan kelapa sawit ≥ 75.000 Hektar pada tahun 2009-2016. Hal ini ditetapkan untuk mendapat kecenderungan yang sama berdasarkan skala ekonomi.
- 4) Perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia telah mendapat pengakuan nasional dan internasional atau telah memiliki sertifikat nasional dan internasional sehubungan dengan industri perkebunan kelapa sawit, seperti; *Rountable on Sustainable Palm Oil* (RSPO), *Indonesia Sustainable Palm Oil* (ISPO), *Clean Development Management* (CDM), *High Conservation Value* (HCF), *International Sustainability & Carbon Certification* (ISCC), Sistem Manajemen Lingkungan (SML), ISO-14001 dan lainnya pada tahun 2009 - 2017.
- 5) Perusahaan perkebunan kelapa sawit yang konsisten melakukan pembayaran dividen per triwulan yang dimulai pada triwulan kedua setiap tahunnya pada tahun 2009 - 2017.
- 6) Perusahaan perkebunan kelapa sawit yang melakukan ekspansi luasan tahun demi tahun yang diidentifikasi dari tingkat pertumbuhan aset tetap dan total asetnya pada tahun 2009-2017.

Pemenuhan keenam kriteria ini dilakukan dengan hanya memilih 5 perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di Bursa Efek Indonesia sebagai sampel yaitu:

- 1) Astra Agro Lestari International Tbk (AALI).
- 2) PP London Sumatera Indonesia Tbk (LSIP).
- 3) SMART Tbk (SMAR).
- 4) Sampoerna Agro Tbk (SGRO).
- 5) Tunas Baru Lampung Tbk (TBLA).

Unit analisis di dalam penelitian ini berupa data panel, yaitu perkalian besar sampel $n = 5$ (5 perusahaan) dengan series pengamatan $t = 9$ dan per kuartal (tahun 2009 s.d 2017), dengan demikian diperoleh unit analisis sebanyak $n \times t = 5 (9 \times 4) = 180$.

□ Variabel Penelitian

1. Klasifikasi Variabel

Penelitian ini menggunakan 1 (satu) variabel eksogen, 3 (tiga) variabel endogen dan 2 (dua) variabel moderasi. Variabel eksogen merupakan variabel yang nilainya tidak tergantung variabel lain. Variabel endogen merupakan variabel yang nilainya tergantung pada variabel bebas, sementara variabel moderasi merupakan variabel yang memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel eksogen terhadap variabel endogen. Variabel bebas (eksogen) dalam penelitian ini adalah struktur modal. Variabel terikat (endogen) dalam penelitian ini adalah pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan nilai perusahaan, sementara variabel moderasi pada penelitian ini adalah kebijakan dividen dan CSR.

2. Definisi Operasional

Definisi operasional atau operasionalisasi variabel penelitian atau juga disebut definisi operasional variabel penelitian merupakan penentuan *construct* dengan berbagai nilai untuk memberikan gambaran mengenai fenomena sehingga dapat diukur. *Construct* merupakan abstraksi dari fenomena atau realitas untuk keperluan penelitian harus dioperasionalkan dalam bentuk variabel yang diukur dengan berbagai nilai (Cooper & Schindler, 2012: 106).

Operasionalisasi variabel-variabel penelitian adalah sebagai berikut.

1) Struktur Modal

Berbagai ukuran struktur modal telah dipertimbangkan dalam literatur, namun kebanyakan penelitian menggunakan ukuran *leverage* yang menunjukkan ukuran hutang perusahaan. Tidak ada konsensus tentang ukuran *leverage* yang mana harus digunakan. Struktur modal atau *capital structure* tidak sama dengan struktur keuangan atau *financial structure*, struktur modal terdiri dari ekuitas atau *equity* dan utang jangka panjang atau *long term liability* tanpa menyertakan utang jangka pendek atau *short term liability*. Prinsip *share holder* atau pemegang saham tidak mau kehilangan hak pengendalian atau *control* atas perusahaan maka pembiayaan menggunakan utang atau *debt financing* dengan manfaat *leverage*-nya cenderung dipilih, maka peneliti memutuskan indikator-indikator yang digunakan untuk mengukur struktur modal adalah sebagai berikut (Ehrhardt & Brigham, 2011: 95):

a. *Debt to Assets Ratio (DAR)*

Debt to Assets Ratio (DAR) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Debt to Assets Ratio (DAR)} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$$

b. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Debt to Equity Ratio (DER) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Equity}}$$

c. *Long Term Debt to Assets Ratio (LTDAR)*

Long Term Debt to Assets Ratio (LTDAR) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Long Term Debt to Assets Ratio (LTDAR)} = \frac{\text{Long Term Liability}}{\text{Total Assets}}$$

d. *Long Term Debt to Equity Ratio (LTDER)*

Long Term Debt to Equity Ratio (LTDER) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Long Term Debt to Equity Ratio (LTDER)} = \frac{\text{Long Term Liability}}{\text{Total Equity}}$$

2) Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan dapat diukur dalam bentuk pertumbuhan tenaga kerja, aset atau penjualan. Pertumbuhan tenaga kerja merupakan ukuran yang bias bagi perusahaan padat modal. Sementara, aset mendiskriminasikan perusahaan padat karya dan perusahaan yang memiliki tingkat *outsourcing* yang signifikan. Penjualan merupakan ukuran pertumbuhan ketiga yang digunakan dalam analisis penelitian. Menyadari perusahaan perkebunan kelapa sawit merupakan perusahaan yang padat karya atau *labor intensive* sekaligus padat modal atau *capital intensive* (Hermelo & Vassolo, 2004: 9), maka indikator-indikator yang digunakan untuk mengukur pertumbuhan perusahaan adalah sebagai berikut:

a. *Total Sales Growth (SG)*

Total Sales Growth (SG) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Total Sales Growth (SG)}_t = \frac{\text{Net Sales } t - \text{Net Sales } t - 1}{\text{Net Sales } t - 1} \times 100\%$$

b. *Total Assets Growth (AG)*

Total Assets Growth (AG) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Total Assets Growth (AG)}_t = \frac{\text{Total Assets } t - \text{Total Assets } t - 1}{\text{Total Assets } t - 1} \times 100\%$$

3) Profitabilitas

Profitabilitas merupakan hasil bersih dari sejumlah kebijakan dan keputusan. Rasio-rasio yang digunakan memberikan petunjuk yang berguna mengenai efektivitas operasi perusahaan, namun rasio-rasio profitabilitas terus menunjukkan efek gabungan dari likuiditas, manajemen aset dan utang pada hasil operasi (Ehrhardt & Brigham, 2011: 98). Indikator-indikator yang digunakan untuk mengukur profitabilitas adalah sebagai berikut:

a. *Operating Profit Margin (OPM)*

Operating Profit Margin (OPM) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Operating Profit Margin (OPM)} = \frac{\text{Earning Before Interest and Tax (EBIT)}}{\text{Total Sales}} \times 100\%$$

b. *Net Profit Margin (NPM)*

Net Profit Margin (NPM) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Net Profit Margin (NPM)} = \frac{\text{Earning After Tax (EAT)}}{\text{Total Sales}} \times 100\%$$

c. *Return on Assets (ROA)*

Return on Assets (ROA) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Return on Assets (ROA)} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}} \times 100\%$$

d. *Return on Equity (ROE)*

Return on Equity (ROE) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Common Equity}} \times 100\%$$

4) Nilai Perusahaan

Rasio nilai pasar atau *market value ratio* berhubungan dengan harga saham perusahaan atau *firm's stock price* terhadap tingkat pengembaliaannya atau *earning*, arus kas atau *cash flow* dan nilai buku saham per saham atau *book value per share*. Rasio-rasio nilai pasar merupakan alat mengukur nilai saham perusahaan secara relatif terhadap nilai saham perusahaan lain (Ehrhardt & Brigham, 2011: 98). Rasio harga terhadap pendapatan atau *price to earning ratio* (P/E) sebagai alat ukur nilai perusahaan dipertentangkan dengan alat ukur kepemilikan dan variabel kontrol lainnya. Tobin's Q telah digunakan oleh banyak penelitian sebagai alat ukur nilai perusahaan. Tobin's Q memiliki beberapa kelemahan jika digunakan sebagai ukuran nilai perusahaan. Pertama, dalam proses perhitungannya ditemukan beberapa kesewenang-wenangan.

Misalnya, sulit untuk menemukan kriteria obyektif untuk menghitung biaya penggantian. Kedua, harga pasar utang juga berisiko dan dapat dipengaruhi oleh kepemilikan manajemen. Rasio harga terhadap pendapatan atau P/E tidak memiliki kelemahan seperti yang dimiliki oleh Tobin's Q. Dalam P/E, laba dapat dianggap sebagai ukuran biaya peluang modal pemegang saham dan harga ekuitas adalah hak ukuran nilai pasar perusahaan dari perspektif pemegang saham. Berdasarkan uraian di atas, maka indikator-indikator yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan adalah sebagai berikut:

a. *Price to Earning Ratio (PER)*

Price to Earning Ratio (PER) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Price to Earning Ratio (PER)} = \frac{\text{Market Price Per Share}}{\text{Earning Per Share}} \times 1 \text{ Time}$$

b. *Price to Book Value (PBV)*

Price to Book Value (PBV) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Price to Book Value (PBV)} = \frac{\text{Market Price Per Share}}{\text{Book Value Per Share}} \times 1 \text{ Time}$$

5) Kebijakan Dividen

Kesempatan investasi dan rencana operasional perusahaan menentukan tingkat arus kas bebas. Kebijakan struktur modal perusahaan menentukan jumlah pembayaran utang dan bunga. Kebijakan modal kerja menentukan jumlah dana yang diinvestasikan dalam bentuk surat-surat berharga. Dan, arus kas bebas atau *free cash flow* menentukan berapa jumlah dana tersedia yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham dan berapa untuk pembelian kembali saham atau *stock repurchase* (Ehrhardt & Brigham, 2011: 561). Apakah ada kebijakan distribusi optimal yang memaksimalkan nilai intrinsik perusahaan? Semua tergantung preferensi investor atas tingkat pengembalian atau *return* dalam bentuk *dividend yield* atau *capital gain*.

Bauran relatif *dividend yield* dan *capital gain* ditetapkan oleh rasio target distribusi atau *target distribution ratio*, merupakan persentasi pendapatan bersih atau *net income* yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau pembelian kembali saham dan rasio target pembayaran atau *target payout ratio* merupakan persentasi pendapatan bersih yang dibayarkan dalam bentuk dividen. Rasio pembayaran harus lebih kecil dari rasio distribusi karena dalam rasio distribusi pembayaran dividen dan pembelian kembali saham termasuk. Berdasarkan uraian di atas, indikator-indikator yang digunakan untuk mengukur kebijakan dividen adalah sebagai berikut:

a. *Dividend Per Share (DPS)*

Dividend Per Share (DPS) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Dividend Per Share (DPS)} = \frac{\text{Total dividend Paid}}{\text{Total Share Outstanding}}$$

b. *Dividend Payout Ratio (DPR)*

Dividend Payout Ratio (DPR) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Total dividend Paid}}{\text{Net Income}}$$

6) Corporate Social Responsibility (CSR)

Pengungkapan CSR dilakukan dengan melihat pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan dalam 7 kategori, yaitu; lingkungan, energi, kesehatan dan keselamatan tenaga kerja, lain-lain tenaga kerja, produk, keterlibatan masyarakat, dan umum. Berdasarkan peraturan Bapepam No. VIII. G.2 tentang laporan tahunan dan kesesuaian item-item tersebut untuk diaplikasi di Indonesia maka dilakukan penyesuaian. Untuk sektor industri *Agriculture*, *Forestry* dan *Fishing* ditetapkan hanya 73 item yang dapat diaplikasi (Sembiring, 2005: 73).

Index disclosure digunakan untuk mengetahui seberapa luas pengungkapan CSR yang dilakukan perusahaan. Pengukuran pengungkapan CSR dilakukan dengan cara mengamati ada atau tidaknya item informasi yang ditentukan dalam GRI yang

diungkapkan dalam *annual report*. Bila informasi tersedia maka akan diberi skor 1, sementara jika tidak ada akan diberi skor 0.

CSR Disclosure Index dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$CSR\ Disclosure\ Index = \frac{The\ Number\ of\ Disclosure\ Item}{73\ CSR\ Disclosure\ Items}$$

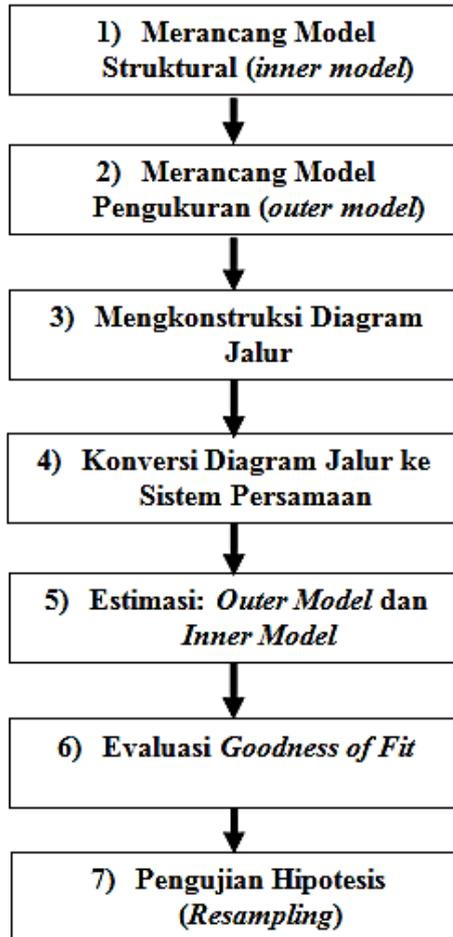
□ Instrumen Penelitian dan Teknik Analisis Data

Instrumen penelitian merupakan alat yang digunakan oleh peneliti dalam mengumpulkan data agar pekerjaan lebih mudah dan hasilnya lebih baik. Alat yang digunakan oleh peneliti sebagai alat pengumpulan data adalah dokumentasi.

Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia yang beralamat di Jl. Jend. Sudirman No.33B, Klandasan Ilir, Balikpapan Kota, Kota Balikpapan, Kalimantan Timur. Prosedur pengumpulan data dilakukan melalui studi dokumentasi, yaitu dengan mengumpulkan data sekunder berupa laporan keuangan setelah diaudit pada perusahaan konstruksi yang dipublikasikan dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui situs www.idx.co.id.

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah Pemodelan Persamaan Struktural (*Structural Equation Model/SEM*) dengan pendekatan WarpPLS (*Warp Partial List Square*). WarpPLS adalah pengembangan dari PLS. PLS merupakan metode analisis yang *powerful* karena tidak membutuhkan banyak asumsi, dan ukuran sampel dapat kecil atau besar. PLS selain dapat digunakan untuk konfirmasi teori (uji hipotesis), juga dapat digunakan untuk membangun hubungan yang belum ada landasan teorinya atau untuk pengujian proposisi. Karena WarpPLS dikembangkan dari analisis PLS, maka hal yang sama juga berlaku pada analisis WarpPLS. WarpPLS dapat digunakan untuk model yang tidak rekursif dan juga dilengkapi model analisis tidak linier. WarpPLS juga dilengkapi dengan model non linier, yaitu model kurve U dan kurva S (model sigmoid).

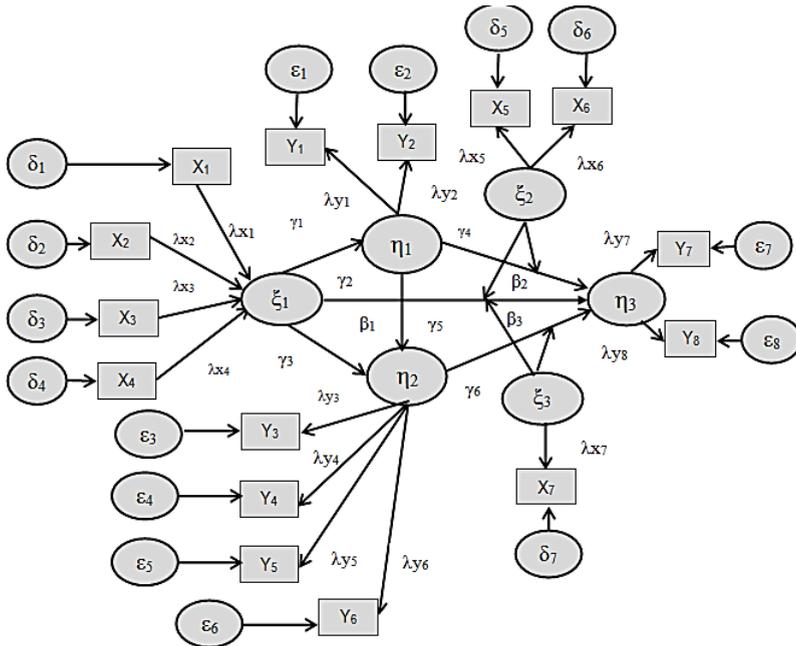
Langkah-langkah pemodelan persamaan struktural dengan software WarpPLS adalah sesuai dengan gambar berikut (Solimun *et al.*, 2017: 95 - 120).



Gambar 2.2: Langkah-langkah Analisis WarpPLS

1) Model Penelitian dan Bentuk Persamaan

Model penelitian adalah menterjemahkan hipotesis ke dalam model penelitian ke dalam diagram jalur penelitian dan persamaan struktural. Berdasarkan hasil hipotesis yang telah dituangkan dalam Bab - II, dapat digambarkan diagram jalur sebagai berikut.



Gambar 2.3 Model Diagram Jalur Penuh *Basic Model* Penelitian

Konversi diagram jalur ke dalam bentuk persamaan:

1) Outer Model

Untuk variabel laten eksogen 1 (formatif)

- a. $X_1 = \lambda_{x1} \xi_1 + \delta_1$
- b. $X_2 = \lambda_{x2} \xi_1 + \delta_2$
- c. $X_3 = \lambda_{x3} \xi_1 + \delta_3$
- d. $X_4 = \lambda_{x4} \xi_1 + \delta_4$

Untuk variable laten endogen 1 (reflektif)

- a. $Y_1 = \lambda_{y1} \eta_1 + \epsilon_1$
- b. $Y_2 = \lambda_{y2} \eta_1 + \epsilon_2$

Untuk variable laten endogen 2 (reflektif)

- a. $Y_3 = \lambda_{y3} \eta_2 + \epsilon_3$
- b. $Y_4 = \lambda_{y4} \eta_2 + \epsilon_4$
- c. $Y_5 = \lambda_{y5} \eta_2 + \epsilon_5$
- d. $Y_6 = \lambda_{y6} \eta_2 + \epsilon_6$

Untuk variabel laten endogen 3 (reflektif)

- a. $Y_7 = \lambda_{y7} \eta_3 + \epsilon_7$
- b. $Y_8 = \lambda_{y8} \eta_3 + \epsilon_8$

Variabel moderasi ke satu

$$a. X_5 = \lambda_{X_5} \xi_5 + \delta_5$$

$$b. X_6 = \lambda_{X_6} \xi_6 + \delta_6$$

Variabel moderasi ke dua

$$a. X_7 = \lambda_{X_7} \xi_7 + \delta_7$$

2) Inner Model

$$a. \eta_1 = \gamma_{01} + \gamma_1 \xi_1 + \zeta_1$$

$$b. \eta_2 = \gamma_{02} + \beta_1 \eta_1 + \gamma_3 \xi_1 + \zeta_2$$

Variabel Moderasi

$$a. \eta_3 = \gamma_{03} + \beta_2 \eta_1 + \beta_3 \eta_2 + \gamma_2 \xi_1 + \gamma_4 \eta_1 + \gamma_6 \eta_2 + b_3 \eta_1 * \xi_2 + b_3 \xi_1 * \xi_2 + b_3 \eta_2 * \xi_3 + b_3 \xi_1 * \xi_3 + \zeta_3$$

2) Pendugaan Paramater

1) Algoritma *Outer Model*:

- a. PLS Regression, inner model tidak memengaruhi outer model.
- b. PLS Mode M atau "MIMIC" atau "Mixed," inner model memengaruhi outer model.
- c. PLS Mode A adalah untuk model indikator reflektif.
- d. PLS Mode B adalah untuk indikator formatif.
- e. *Robust Path Analysis*, yaitu data variabel laten berupa rata-rata skor indikator.

2) Algoritma *Inner Model*:

- a. Linear, model hubungan antara variabel laten adalah linier.
- b. Warp2, hubungan antar variabel laten berbentuk U.
- c. Warp3, hubungan antar variabel laten berbentuk kurva S.
Analisis Warp PLS selain menentukan hubungan variabel (laten) apa saja, juga ditentukan hubungannya. Bentuk hubungan dapat linier, kurva U atau S, didasarkan pada landasan terori/konsep atau data empiris.

3) *Goodness of Fit*

1) *Outer Model*

a. *Convergent Validity*

Nilai loading 0.5 dianggap cukup, untuk jumlah indikator dari variabel laten berkisar anatara 3 sampai 7.

b. *Discriminant Validity*

Direkomendasikan nilai AVE lebih besar dari 0.50.

$$AVE = \frac{\sum \lambda_i^2}{\sum \lambda_i^2 + \sum_i \text{var}(\varepsilon_i)}$$

c. *Composite Reliability*

Nilai batas yang diterima untuk tingkat reliabilitas komposit (ρ_c) adalah ≥ 0.70 .

$$\rho_c = \frac{(\sum \lambda_i)^2}{(\sum \lambda_i)^2 + \sum_i \text{var}(\varepsilon_i)}$$

d. *Internal consistency reliability.* Nilai batas yang diterima untuk tingkat reliabilitas internal konsistensi (r_{11}) adalah ≥ 0.60 .

$$r_{11} = \frac{n}{n-1} \left(1 - \frac{\sum_{j=1}^k s_j^2}{s_t^2} \right)$$

2) Inner Model

Tabel 4.1 Model Fit and Quality Indices

No.	Model Fit and Quality Indices	Criteria of Fit
1	Average path coefficient (APC)	$p < 0.05$.
2	Average R-squared (ARS)	$p < 0.05$.
3	Average adjusted R-squared (AARS)	$p < 0.05$.
4	Average block VIF (AVIF)	Acceptable if ≤ 5 , ideally ≤ 3.3 .
5	Average full colinearity VIF (AFVIF)	Acceptable if ≤ 5 , ideally ≤ 3.3 .
6	Tenenhaus GoF (GoF)	Small ≥ 0.1 , medium ≥ 0.25 , large ≥ 0.36 .
7	Sympson's paradox ratio (SPR)	Acceptable if ≥ 0.7 , ideally = 1.
8	R-squared contribution ration (RSCR)	Acceptable if ≥ 0.9 , ideally = 1.
9	Statistical suppression ratio (SSR)	Acceptable if ≥ 0.7 .
10	Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)	Acceptable if ≥ 0.7 .

4. Pengujian Hipotesis

1) Hipotesis statistik untuk *outer model*:

H0 : $\lambda_i = 0$ lawan

H1 : $\lambda_i \neq 0$

2) Hipotesis statistik untuk *inner model*: variable laten eksogen terhadap endogen:

H0 : $\gamma_i = 0$ lawan

H1 : $\gamma_i \neq 0$

3) Hipotesis statistik untuk *inner model*: variable laten endogen terhadap endogen:

H0 : $\beta_i = 0$ lawan

H1 : $\beta_i \neq 0$

Penerapan metode resampling memungkinkan berlakunya data terbebas dari asumsi distribusi (*distribution free*) atau tidak memerlukan asumsi distribusi normal. Pengujian dilakukan dengan *t-test*, jika diperoleh ***p-value* $\leq 0,10$ (alpha 10%)** maka dikatakan ***weakly significant***, jika diperoleh ***p-value* $\leq 0,05$ (alpha 5%)** maka dikatakan ***significant*** dan jika diperoleh ***p-value* $\leq 0,01$ (alpha 1%)** maka dikatakan ***highly significant***.

Pengujian hipotesis pada WarpPLS menggunakan algoritma *resampling*, dimulai dari pendugaan parameter, perhitungan varians dan *p-values*. Algoritma tersebut meliputi:

- 1) *Stable1*, merupakan pendekatan atau metode *quasi parametric*, nilai *p-value* didekati dengan nilai rata-rata.
- 2) *Stable2* dan *Stable3*, metode ini menghasilkan dugaan yang bersifat konsisten melalui algoritma *resampling bootstrap*.
- 3) *Bootstrapping, resampling* dengan besar sample tertentu (sama atau lebih kecil dari sampel original) dan diulang sebanyak 100 kali (sampel bootstrap) untuk mencapai konvergen.
- 4) *Jackknifing*, metode dengan membuang satu baris (satu sampel) dan diulang sampai sampel terakhir. Pada metode ini sampel menjadi berkurang satu.
- 5) *Blindfolding*, mirip dengan jackknife, akan tetapi data baris pertama diganti dengan rata-rata setiap kolom (variabel), kemudian dilanjutkan baris kedua dan hingga baris terakhir. Sama dengan metode bootstrap, akan konvergen pada pengulangan sebanyak 100 (Solimun *et al.*, 2017: 95-120).

Bagian 3

Realitas Manajemen Keuangan Perusahaan

A. Tentang Perusahaan Perkebunan

Bab ini menginformasikan tentang perusahaan yang terpilih menjadi sampel pada penelitian. Terdapat sebanyak 16 perusahaan perkebunan kelapa sawit yang telah *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) per Desember 2017 sebanyak 16 perusahaan. Dari 16 perusahaan tersebut yang sudah terdaftar di BEI sebelum tahun 2009 sebanyak 13 perusahaan. Dari 13 perusahaan yang terdaftar sebelum tahun 2009, hanya 5 perusahaan yang memenuhi kriteria pemilihan sampel. Kelima perusahaan yang terpilih sebagai sampel penelitian adalah: 1) Astra Agro Lestari International Tbk (AALI); 2) PP London Sumatera Indonesia Tbk (LSIP); 3) SMART Tbk (SMAR); 4) Sampoerna Agro Tbk (SGRO); 5) Tunas Baru Lampung Tbk (TBLA).

Berikut adalah profil kelima perusahaan yang terpilih sebagai sampel dalam penelitian ini.

1) Astra Agro Lestari International Tbk (AALI)

PT Astra Agro Lestari Tbk merupakan perusahaan yang bergerak dan menjalankan usaha di bidang pertanian untuk mencapai maksud dan tujuan perseroan. Perseroan berkedudukan di Jalan Puloayang Raya Blok OR-1 Kawasan Industri Pulogadung, Jakarta, Indonesia, Kode Pos: 13930. Telepon: (62-21) 461-6555 (*Hunting*), Faksimile: (62-21) 461-6685, 461-6689. *Email*: investor@astra-agro.co.id, *Homepage*: www.astra-agro.co.id.

Perseroan berdiri sebagai PT Suryaraya Cakrawala yang tertuang dalam Akta Notaris Rukmasanti Hardjasatya, S.H., No. 12 tertanggal 3 Oktober 1988. Sesuai Akta Perubahan No. 9 tertanggal 4 Agustus 1989 oleh notaris yang sama berubah menjadi PT Astra Agro Niaga. Akta pendirian perseroan dan perubahannya disahkan oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia dalam Surat Keputusan No. C2-10099.HT.01.01.TH.89 tanggal 31 Oktober 1989 dan diumumkan dalam Lembaran Berita Negara Republik Indonesia No. 101 tertanggal 19 Desember 1989, Tambahan No. 3626.

Pada tanggal 30 Juni 1997, perseroan melakukan penggabungan usaha dengan PT Suryaraya Bahtera melalui perjanjian penggabungan usaha yang diaktakan dengan Akta Notaris Benny Kristianto, S.H., No. 126 tanggal 19 Juni 1997 beserta perubahannya No. 176 tanggal 30 Juni 1997. Setelah penggabungan usaha ini, nama perseroan diubah menjadi PT Astra Agro Lestari dan meningkatkan modal dasar dari Rp 250 miliar menjadi Rp 2 triliun yang terdiri dari 4 miliar saham dengan nilai nominal Rp 500 (rupiah penuh). Perubahan nama dan peningkatan modal dasar perseroan ini diaktakan dengan Akta Notaris Benny Kristianto, S.H., No. 136 tanggal 23 Juni 1997 dan disahkan oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia dalam Surat Keputusan No. C2 5992.HT.01.04. TH.97 tanggal 2 Juli 1997 dan diumumkan dalam Lembaran Berita Negara Republik Indonesia No. 95 tanggal 27 November 1997, Tambahan No. 5616.

Berdasarkan Anggaran Dasar Perusahaan, ruang lingkup kegiatan perseroan adalah perkebunan, perdagangan umum, perindustrian, pengangkutan, konsultan dan jasa. Kegiatan utama Perseroan adalah bergerak dalam bidang usaha kelapa sawit. Sejak tahun 1997, perseroan telah menjadi perusahaan terbuka dan mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia. Saat ini, kepemilikan saham publik perseroan telah mencapai 20,32% dari

total 1,925 miliar saham yang beredar. Sejak Penawaran Saham Perdana (*Initial Public Offering/ IPO*), harga saham perseroan terus mencatat kenaikan dari Rp 1.550 per lembar saham menjadi Rp 13.150 per lembar saham pada penutupan perdagangan di Bursa Efek Indonesia yang berakhir pada tanggal 29 Desember 2017.

Kini, perseroan menjadi salah satu perusahaan perkebunan kelapa sawit terbesar dan dikelola melalui manajemen yang baik. Sampai dengan tahun 2017, luas areal yang dikelola perseroan mencapai 290.961 hektar yang tersebar di Pulau Sumatra, Kalimantan, dan Sulawesi. Dari luasan tersebut, 224.617 hektar atau 77,2% adalah perkebunan inti dan 66.344 hektar atau sekitar 22,8% adalah perkebunan Plasma. Jika dilihat dari total luas lahan, sebagian besar perkebunan kelapa sawit yang dikelola perseroan berada di wilayah Kalimantan dengan proporsi sebesar 45,6% atau 132.823 hektar. Sementara di pulau Sumatra, Perseroan mengelola lahan perkebunan seluas 106.183 hektar 36,5% dan sisanya 17,9% atau seluas 51.955 hektar yang berlokasi di pulau Sulawesi.

Perseroan membangun kerja sama dengan masyarakat dalam bentuk kemitraan inti-Plasma dan IGA (*Income Generating Activity*) atau kegiatan peningkatan ekonomi masyarakat baik melalui budi daya sawit maupun non sawit. Perseroan berkomitmen mewujudkan visinya untuk menjadi perusahaan yang berkontribusi bagi pembangunan dan kesejahteraan bangsa.

Sampai dengan tahun 2017, perseroan telah bekerja sama dengan 73.099 petani kelapa sawit yang bergabung dalam 2.736 kelompok tani. Kerja sama ini memastikan bahwa kehadiran perkebunan kelapa sawit yang dikelola perseroan memberikan manfaat besar bagi masyarakat sekitar. Untuk menjaga keberlangsungan usaha, selain mengelola lahan perkebunan kelapa sawit, perseroan juga mengembangkan industri hilir. Perseroan telah mengoperasikan pabrik pengolahan minyak sawit (*refinery*) di Kabupaten Mamuju Utara, Provinsi Sulawesi Barat dan Dumai, Provinsi Riau. Produk minyak sawit olahan dalam bentuk *Olein*, *Stearin*, dan PFAD ini untuk memenuhi permintaan pasar ekspor antara lain dari Cina dan Filipina. Perseroan juga telah mengoperasikan pabrik pencampuran pupuk NPK di Kabupaten Donggala, Provinsi Sulawesi Tengah sejak tahun 2016 dan di Bumiharjo, Provinsi Kalimantan Tengah sejak tahun 2017. Selain itu,

perseroan juga mulai mengembangkan usaha integrasi sawit-sapi di Kabupaten Kotawaringin Barat, Provinsi Kalimantan Tengah.

Produk-produk *downstream* rata-rata adalah produk orientasi ekspor dengan negara tujuan utama seperti Cina, Pakistan, Filipina, Korea Selatan dan India. Kegiatan ekspor PT TSL ditunjang oleh Pelabuhan Tanjung Bakau dengan kapasitas 20.000 ton (bobot mati). Selain itu, Perseroan juga memiliki kantor pemasaran di Singapura dengan nama Astra-KLK Pte. Ltd., yang merupakan perusahaan patungan antara Perseroan dengan KLKepong Plantation Holdings Sdn, Bhd.

Tahun 2017, perseroan memiliki karyawan tetap dan kontrak sebanyak 46.805 orang. Perseroan mendorong peningkatan kompetensi setiap karyawan yang dilakukan melalui serangkaian program pelatihan baik yang diselenggarakan oleh internal perusahaan atau mengundang pihak eksternal untuk melaksanakan pelatihan yang dibutuhkan. Perseroan juga mendorong setiap karyawan untuk berprestasi melalui sistem *reward* yang diberikan kepada karyawan terbaik setiap tahunnya melalui penghargaan Alexa (Astra Agro Lestari *Excellence Award*).

Menghadapi tantangan di masa mendatang, Perseroan memfokuskan strategi usaha pada upaya peningkatan produktivitas, meningkatkan efisiensi di semua lini serta diversifikasi usaha pada sektor-sektor prospektif yang terkait dengan usaha inti di bidang perkebunan kelapa sawit.

2) PP London Sumatra Indonesia Tbk (LSIP)

PP London Sumatra Indonesia Tbk (LSIP) yang dikenal sebagai 'Lonsum' didirikan pada saat Horrisons & Crossfield Plc., perusahaan perkebunan dan perdagangan yang berbasis di London, Inggris, memulai lahan pertamanya di Indonesia berlokasi dekat kota Medan, Sumatera Utara. Melalui perjalanan lebih satu abad, Lonsum telah berkembang menjadi salah satu perusahaan perkebunan terkemuka di dunia. Berkedudukan di Ariobimo Sentral 12th Floor, Jl. HR. Rasuna Said Blok X-2 Kav. 5, Jakarta. Kode Pos 12950. Telepon: (0621) 8065 7388, Faksmile: (021) 8065 7399, Email: investor.relation@londonsumatra.com, *Homepage*: Www.londonsumatra.com.

Kegiatan utama Lonsum meliputi pemulia tanaman, penanaman, pemanenan, pengolahan dan penjualan produk-produk

sawit, karet, benih bibit kelapa sawit, kakao dan karet. Pada tahun 1980, Lonsum mulai melakukan penanaman kelapa sawit dan sejak saat itu kelapa sawit terus tumbuh dan menjadi komoditas dan penyumbang utama bagi pertumbuhan perusahaan.

Lonsum mencatat sahamnya di Bursa Efek Surabaya (sekarang Bursa Efek Indonesia) pada tahun 1996. Pada tahun 2007, Indofoods Agri Resources Ltd (IndoAgri) melalui entitas anak PT. Salim Ivomas Pratama Tbk (SIMP) menjadi pemegang utama saham Lonsum. Sejak akuisisi tersebut, Lonsum menjadi bagian dari Grup PT. Indofood Sukses Makmur Tbk (Indofood) serta bersinerji dengan perusahaan-perusahaan lainnya dalam Grup Indofood.

Perkebunan Lonsum berlokasi di Sumatera, Kalimantan, Jawa dan Sulawesi. Pada tanggal 31 Desember 2017, luas lahan perkebunan tertanam inti sebesar 115.695 ha yang terdiri dari 95.622 ha kelapa sawit disusul 16.235 ha Karet dan 3.838 ha tanaman lainnya terutama kakao dan teh. Lonsum juga menjalin kemitraan dengan petani plasma dengan lahan perkebunan kelapa sawit dan karet seluas 34.701 ha. Lonsum mengoperasikan 12 pabrik kelapa sawit di Sumatera dan Kalimantan dengan kapasitas pengolahan Tandan Buah Segar (TBS) sebesar 2,5 juta ton per tahun. Lonsum juga mengoperasikan 4 lini produksi karet remah, 3 lini produksi karet lembaran, 1 pabrik kakao dan 1 pabrik teh.

Perkebunan Lonsum memanfaatkan keunggulan di bidang penelitian dan pengembangan serta keahlian di bidang manajemen agro. Pusat Penelitian dan Pengembangan Lonsum, Sumatera Bioscience atau SumBio di Bah Lias Sumatera Utara berperan penting dalam meningkatkan produktifitas dan kualitas tanaman Lonsum. Dalam industry perkebunan, SumBio dikenal sebagai produsen benih bibit kelapa sawit berkualitas premium dengan merek terkemuka. Bisnis ini menjadi pendukung penting bagi pertumbuhan usaha perusahaan.

Lonsum telah menjadi produsen minyak sawit Lestari atau *Certified Sustainable Palm Oil* (CSPO) sejak tahun 2009 setelah menerima sertifikasi *Rountable on Sustainable Palm Oil* (RSPO) untuk lahan perkebunan dan pabrik kelapa sawit di Sumatera Utara. Lonsum melanjutkan pengembangan minyak sawit lestari dengan sertifikasi untuk area perkebunan dan pabrik-pabrik yang lain. Lonsum juga berhasil meraih sertifikasi pertama untuk Indonesian

Sustainable Palm Oil (ISPO) pada tahun 2013. Pada tahun 2017, CPO yang tersertifikasi RSPO dan ISPO mencapai masing-masing sebesar 240.000 ton dan 233.000 ton, atau sekitar 62% dan 60% dari total produksi Lonsum.

Sebagai pihak pemberi kerja dan pemilik lahan yang bertanggung jawab, Lonsum berkomitmen melindungi hak-hak pekerja berdasarkan peraturan dan ketentuan yang berlaku. Komitmen berlaku untuk semua karyawan, termasuk pekerja tidak tetap. Lonsum memberikan standar yang tinggi di bidang kesejahteraan, kesehatan, lingkungan hidup, layanan sipil dan pelatihan bagi karyawan dan keluarganya.

3) SMART Tbk (SMAR)

Didirikan 18 Juni 1962 dan tercatat di Bursa Efek Indonesia sejak 20 Nopember 1992, PT Sinar Mas Agro Resources and Technology Tbk ("SMART") adalah salah satu perusahaan publik produk konsumen berbasis kelapa sawit yang terintegrasi dan terkemuka di Indonesia, dengan penjualan bersih sebesar Rp 35,3 triliun dan laba sebelum beban bunga, pajak, penyusutan, amortisasi dan rugi selisih kurs (EBITDA) sebesar Rp 2,6 triliun pada tahun 2017. Berkedudukan di Plaza Sinar Mas Land, Menara II, Lantai 28 - 30, Jl. MH Thamrin No. 51, Jakarta,. Kode pos 10350. Telepon: 62-21-50338899 (*hunting*), Faksimili: 62-21-50389999, Alamat email: investor@smart-tbk.com dan Situs Web: www.smart-tbk.com.

Aktivitas utama SMART dimulai dari penanaman dan pemanenan pohon kelapa sawit, pengolahan tandan buah segar ("TBS") menjadi minyak sawit ("CPO") dan inti sawit ("PK"), pemrosesan CPO menjadi produk industri dan konsumen seperti minyak goreng, margarin, *shortening*, *biodiesel* dan oleokimia, serta perdagangan produk berbasis kelapa sawit ke seluruh dunia. SMART berfokus pada produksi minyak sawit yang lestari. SMART mengelola kebun kelapa sawit di Indonesia selua sekitar 138.700 hektar, termasuk lahan plasma. 16 pabrik kelapa sawit kami memproses TBS menjadi CPO dan PK dengan total kapasitas sebesar 4,2 juta ton per tahun.

CPO diproses lebih lanjut menjadi produk bernilai tambah, baik curah, industri maupun bermerek, melalui pabrik rafinasi kami dengan kapasitas 2,9 juta ton per tahun. PK juga diproses lebih lanjut di pabrik pengolahan inti sawit dengan kapasitas 810 ribu ton per

tahun, memproduksi minyak inti sawit dan bungkil inti sawit yang bernilai tinggi.

SMART juga memasarkan dan mengeksport produk konsumen berbasis kelapa sawit. Selain minyak curah dan minyak industri, produk turunan SMART juga dipasarkan dengan berbagai merek, seperti Filma dan Kunci Mas. Saat ini, merek tersebut diakui kualitasnya dan memiliki pangsa pasar yang signifikan di segmennya masing-masing di Indonesia.

Sumber daya manusia (“SDM”) merupakan aset penting yang mampu memberikan kontribusi yang signifikan bagi perseroan secara jangka panjang. Saat ini terdapat persaingan atas karyawan berbakat secara global yang belum pernah terjadi sebelumnya dan kami terus memperkuat pengelolaan *talent pool* dalam perseroan. Pada tahun 2017, kami menerapkan Model Kepemimpinan dan Kompetensi Inti SMART sebagai panduan dalam penilaian karyawan bertalenta dan strategi utama SDM lainnya seperti akuisisi, manajemen kinerja, pengembangan dan retensi karyawan bertalenta.

Dalam akuisisi karyawan bertalenta, kami memfokuskan pada kompetensi dan kemampuan menyesuaikan diri dengan budaya perusahaan. Kompetensi berarti kami hanya menunjuk karyawan terbaik untuk menjalankan bisnis dan menggunakan Model Kepemimpinan dan Kompetensi Inti SMART sebagai panduan. Kemampuan menyesuaikan diri dengan budaya perusahaan berarti bahwa karyawan baru harus memahami budaya perseroan, yaitu:

- 1) Menghasilkan kinerja yang luar biasa (Prestasi).
- 2) Melakukan apa yang terbaik bagi perusahaan (Rasa Memiliki).
- 3) Bekerja sebagai satu tim (Kolaborasi).
- 4) Mewujudkan potensi SDM (SDM)

Pada akhir 2017, SMART mengelola 47 kebun sawit dengan jumlah area tertanam seluas 138.745 hektar, berlokasi di Sumatera dan Kalimantan. Perkebunan kami terdiri dari 77% perkebunan milik sendiri (disebut “inti”) dan 23% perkebunan yang dimiliki para petani (disebut “plasma”). SMART juga mengelola 364.102 hektar kebun sawit lainnya milik perusahaan afiliasi.

Profil umur tanaman kami tetap menguntungkan dengan umur rata-rata sekitar 17 tahun, memberikan dasar yang kuat bagi pertumbuhan SMART dalam jangka pendek dan menengah. Dari area

tertanam seluas 138.745 hektar, 82% merupakan tanaman dewasa berumur 7 sampai 25 tahun dengan produktivitas tertinggi, sedangkan 5% merupakan tanaman muda berumur 4 sampai 6 tahun, yang akan menjamin pertumbuhan produksi pada beberapa tahun mendatang. Area kebun yang belum menghasilkan seluas 2% dari total area tertanam di mana 1.600 hektar merupakan area baru yang dikembangkan melalui peremajaan kebun kebun tua selama tahun berjalan. Kebun hasil peremajaan dan kebun berusia muda menggunakan bahan tanam generasi terbaru dengan produktivitas lebih tinggi yang akan mendorong pertumbuhan produksi SMART di masa mendatang.

4) Sampoerna Agro Tbk (SGRO)

PT Sampoerna Agro Tbk (SGRO) didirikan dengan nama PT Selapan Jaya tanggal 7 Juni 1993 dengan Akta Pendirian oleh Notaris Tina Chandra Gerung. S.H. No.8 tanggal 7 Juni 1993 mengenai Akta Pendirian (PT Selapan Jaya) dan Pengesahan Menteri Kehakiman No. C2-1840.HT.01.01.TH.94 tanggal 4 Februari 1994 (Berita Negara Republik Indonesia No. 60, Tambahan No. 4842 tanggal 29 Juli 1994). Nama Perseroan mengalami perubahan menjadi PT Sampoerna Agro Tbk pada tahun 2007 dengan Akta Pernyataan Keputusan Pemegang Saham Perubahan Anggaran Dasar No. 52 tanggal 16 Februari 2007 yang dibuat dihadapan Notaris Sutjipto. SH., M.Kn. Berkedudukan di Jl. Basuki Rahmat 788 Palembang, Sumatera Selatan, Indonesia, Kode Pos 30127. Kantor Perwakilan Korporasi/*Corporate Representative Office* di *Sampoerna Strategic Square, North Tower, 28/F Jln. Jendral Sudirman Kav.45, Jakarta, Indonesia, Kode Pos 12930. Telepon: (62711) 813388 (kantor pusat/head office), (6221) 5771711 (kantor perwakilan korporasi/corporate representative office), Faksimile: (62711) 811585 (kantor pusat/head office), (6221) 5771712 (kantor perwakilan korporasi/corporate representative office), Email: investor.relations @sampoernaagro.com, Homepage: www.sampoernaagro.com.*

PT Sampoerna Agro Tbk beserta entitas anaknya (yang selanjutnya disebut "**Sampoerna Agro**" atau "**Perseroan**") merupakan perusahaan perkebunan yang berupaya untuk menjadi terdiversifikasi dan terintegrasi dalam jangka panjang. Perseroan saat ini bergerak dalam bidang perkebunan dan pabrik kelapa sawit,

benih unggul sawit, karet, dan sagu. Minyak sawit dan inti sawit merepresentasikan lebih dari 90% dari total pendapatan Perseroan.

Bagi Sampoerna Agro, keberlanjutan usaha merupakan perwujudan dari kegiatan usaha yang mengedepankan aspek lingkungan. Hal ini termasuk memenuhi standar pengembangan perkebunan kelapa sawit berkelanjutan dan kriteria lainnya tentang kegiatan ramah lingkungan. Selain itu, Perseroan juga telah mendapatkan berbagai macam sertifikasi seperti *Roundtable Sustainable Palm Oil* (RSPO), *International Sustainability & Carbon Certification* (ISCC), dan *Indonesian Sustainable Palm Oil* (ISPO), sebagai wujud upaya pemenuhan praktik-praktik pengelolaan perkebunan terbaik.

Grup Sampoerna Strategic sebagai induk usaha Perseroan telah memiliki pengalaman hampir 100 tahun dalam mengelola bisnis di Indonesia. Para pendiri Grup Sampoerna Strategic telah meletakkan dasar yang sangat kokoh bagi keberlanjutan bisnis dengan mengadopsi Filosofi “Tiga Tangan”, yang terdiri dari Perseroan, Mitra Kerja dan Pelanggan.

Perseroan tetap berpegang teguh pada nilai-nilai Grup Sampoerna Strategic yang telah teruji dengan tetap menjaga integritas terhadap *The Sampoerna Way*. Perseroan sangat menghargai hubungan dengan semua pemangku kepentingan dan bekerja keras untuk memastikan bahwa kepercayaan tersebut akan tetap menjadi pilar pertumbuhan Perseroan.

Dalam konteks manajemen berkelanjutan, filosofi “Tiga Tangan” tersebut diterjemahkan dengan menitikberatkan pada empat dasar landasan yang meliputi: *People, Planet, Product, dan Profit*. Semua komponen tersebut diharapkan dapat membantu pencapaian visi Perseroan menjadi perusahaan agribisnis terdepan di Indonesia.

Sejak resmi menjadi perusahaan terbuka 18 Juni 2007, luas perkebunan inti kelapa sawit perseroan telah berkembang lebih dari dua kali lipat menjadi 83.000 hektare (ha). Hingga akhir 2017, lahan perkebunan perseroan tersebar di beberapa area di Indonesia, dengan proporsi terkini 53% di Sumatera dan 47% di Kalimantan. Sebagian besar upaya ekspansi lahan perseroan dilakukan di Kalimantan dan per akhir 2017 luas lahan di Kalimantan Tengah dan Barat telah mencapai 39,000 ha, naik hampir tiga kali lipat dari

kondisi tahun 2007. Dengan demikian, kontribusi tandan buah segar (TBS) dari Kalimantan terhadap total TBS perseroan telah meningkat dari 11% di tahun 2007 menjadi 31% di tahun 2017.

Diversifikasi portofolio jenis tanaman terus perseroan lakukan untuk mengurangi risiko ketergantungan pada satu jenis komoditas. Selain fokus di kelapa sawit, perseroan juga telah merambah industri sagu dengan lahan seluas 21.620 ha di Provinsi Riau, dan karet dengan luas lahan tertanam 18.672 ha per akhir 2017. Perseroan memproduksi tepung sagu berkualitas tinggi dengan merek dagang Prima Starch yang dijual ke pasar domestik dan internasional.

Segmen bisnis benih sawit Sampoerna Agro yang berkembang cepat didukung oleh fasilitas penelitian dan perkembangan agronomi dan pembibitan pada *Seed Garden* seluas 1,092 ha di Sumatera Selatan. PT Binasawit Makmur, entitas anak Perseroan, melakukan penelitian dan perkecambahan benih. Sejak 1994 entitas anak ini telah menjadi pusat penelitian dan pengembangan berbasis agronomi yang luas. Per akhir 2017, Perseroan memproduksi 9 (Sembilan) benih sawit unggulan dengan merek dagang D x P Sriwijaya dan D x P Sriwijaya Semi Klon. Benih unggulan ini ditanam pada lahan milik Perseroan sendiri dan dijual ke pembeli di Indonesia.

5) Tunas Baru Lampung Tbk (TBLA)

Didirikan tahun 1973, PT. Tunas Baru Lampung menjadi salah satu anggota kelompok usaha Sungai Budi yang dibentuk tahun 1947 dan menjadi salah satu perintis industri pertanian di Indonesia. Keterlibatan tersebut berasal dari keinginan mendukung kemajuan Negara dan memanfaatkan keunggulan kompetitif Indonesia di bidang pertanian. PT. Tunas Baru Lampung Tbk terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tanggal 14 Februari 2000. Perseroan berkedudukan di Wisma Budi 8th – 9th, Jl. H. R. Rasuna Said Kav C-6, Jakarta Selatan, Indonesia, Kode Pos 12940. Telepon: (021) 5213383, Faksimile: 521 3282 dan 520 5829. Kantor Perwakilan di Jl. Ikan Bawal No. 1A, Bandar Lampung. Telepon: (62-721) 486122, Teleks: 26170 SUBUDI IA, Faksimile: (62-721) 486 754 dan 482 683.

Saat ini, kelompok usaha Sungai Budi merupakan salah satu pabrikan dan distributor pertanian terbesar di Indonesia berbasis produk konsumen. Anggota yang lain dalam kelompok usaha Sungai

Budi adalah perusahaan publik PT Budi Starch & Sweetener Tbk (dahulu PT Budi Acid Jaya Tbk), pabrikan tepung tapioka terbesar dan paling terintegrasi di Indonesia.

Sejak PT Tunas Baru Lampung mulai beroperasi di Lampung pada awal 1975, perseroan telah berkembang menjadi salah satu produsen minyak goreng terbesar dan termurah. Perseroan juga memasuki pasar yang baru tahun 1996 di Jawa Timur dengan mengakuisisi sebuah pabrik penyulingan minyak goreng. Perseroan melihatnya sebagai pintu gerbang memasuki pasar Indonesia Timur lainnya seperti Kalimantan, Bali, Lombok, Maluku dan Papua. Sejak akuisisi ini, Perseroan telah meningkatkan efisiensi pabrik penyulingan Jawa Timur dan memperluas kapasitas produksi di tahun 1999.

Perseroan bertekad meningkatkan produksi dan menjaga kualitas produk-produk perseroan. Sumber minyak goreng perseroan berasal dari perkebunan sendiri dan saat ini perseroan menguasai lebih dari 50.000 Ha lahan di Lampung, 40.000 Ha di Palembang dan 20.000Ha di Pontianak yang dipergunakan terutama untuk perkebunan kelapa sawit. Minyak Kelapa Sawit dikenal sebagai penghasil panen minyak terbesar per hektar di antara penghasil minyak nabati lainnya. Artinya jika membandingkan hasil produksi yang sama, minyak kelapa sawit membutuhkan area perkebunan yang lebih kecil dibandingkan dengan penghasil minyak nabati lainnya.

Pada tahun 2017, total tenaga kerja tetap perusahaan adalah 3.772 orang, menurun dari tahun 2016 sebesar 3.565 karyawan. Perseroan juga telah bekerja sama dengan +/- 10.000 petani plasma di Lampung dan Sumatera Selatan. Berdasarkan lokasi kerja, sekitar 93% karyawan ditempatkan di berbagai perkebunan di Sumatera, 3% di perkebunan di Kalimantan, 2% di kantor perwakilan korporasi di Jakarta, dan 2% sisanya ditempatkan di wilayah lain. Seluruh karyawan Perseroan memiliki hak sebagaimana yang telah ditetapkan dalam peraturan perundang-undangan yang berlaku tentang ketenagakerjaan.

Perseroan yakin telah memainkan perannya dalam memelihara lingkungan negara kepulauan terbesar di dunia ini. Perseroan memanfaatkan hampir 100% hasil panen serta memastikan hasil yang disediakan alam ini tidak

ada yang terbuang. Perseroan bahkan memanfaatkan Tandan Kosong sebagai pupuk dalam kegiatan *mulching* dan *trenching*. Perseroan menghargai lingkungan dan berupaya menjadikan praktek bisnis berwawasan lingkungan di seluruh aktivitas perseroan karena yakin hal tersebut dapat membantu generasi penerus untuk menjadikan dunia sebagai tempat yang lebih layak bagi kehidupan.

Perseroan menjalankan penelitian dan pengembangan. Seluruh kegiatan operasi perusahaan diupayakan untuk pengembangan teknik penanaman, pemeliharaan dan pemanenan kelapa sawit secara berkelanjutan. Perseroan bekerja bersama dengan konsultan asal Malaysia yang sudah berpengalaman luas di bidang perkebunan kelapa sawit.

Perseroan sungguh menyadari bahwa karyawan perusahaan menjadi asset terpenting perseroan. Perseroan memberikan upaya terbaik tidak hanya dengan menciptakan lingkungan kerja yang aman dan sehat namun juga menyediakan fasilitas sosial untuk karyawan dan keluarganya. Saat ini, disediakan perumahan, asrama, kantin, fasilitas olahraga dan ibadah. Sebagai tambahan, perseroan juga menyediakan tunjangan transportasi, makan dan medikal bagi seluruh karyawan. Perseroan menjalankan pengembangan sumber daya manusia secara berkelanjutan melalui program pendidikan dan pelatihan bagi karyawan di setiap level. Pelatihan dalam kelas dan saat bekerja dilakukan secara berkala di seluruh kegiatan operasi perseroan. Perseroan berupaya memastikan agar karyawan perseroan memiliki keahlian, pengalaman dan latihan yang tepat guna memberi kontribusi efektif bagi keuntungan perseroan dan karyawan.

Perseroan selalu mempercayai bahwa perusahaan yang bertanggung jawab tidak dapat melakukan kegiatan dengan menutup diri dari masyarakat sekitar wilayah perseroan bekerja. Perseroan telah berupaya keras menjadi pendukung aktif demi kemajuan Indonesia dengan menjadi rekanan yang bertanggung jawab, berkebijakan sosial dan lingkungan.

Sebagai anggota kelompok usaha Sungai Budi. Perseroan memanfaatkan jaringan luas distribusi kelompok usaha yang dikembangkan sejak 1947. Saat ini, jaringan kelompok usaha mencakup 21 kantor pemasaran, 500 armada truk dan gudang-gudang yang terletak di kota-kota besar dengan lebih dari 48.000

toko. Kelompok usaha tidak hanya memasarkan produk PT. Tunas Baru Lampung Tbk tetapi juga anggota kelompok usaha yang lain, antara lain tepung tapioka, tepung beras, bihun beras dan asam sitrat serta gula.

Seluruh jajaran Direksi dan komisaris perseroan berkomitmen untuk melaksanakan prinsip dan kriteria RSPO dan ISPO. Di mana komitmen ini diteruskan ke jajaran operasional di lapangan yang di dukung oleh para pekerja di lapangan yg telah terdidik dan terlatih dengan baik.

B. Data Riset

□ Inner Model: Hasil Pengujian Pengaruh Tidak Langsung

Model struktural menggambarkan hubungan antar variabel penelitian dan koefisien jalur. Identifikasi signifikansi pengaruh antar variabel yang satu terhadap lainnya dapat dilakukan dengan menggunakan kriteria, jika: nilai $p\text{-value} \leq 0.10 = \text{signifikan lemah}$, $p\text{-value} \leq 0.05 = \text{signifikan}$, $p\text{-value} \leq 0.01 = \text{signifikan kuat}$ dan $p\text{-value} > 0.10 = \text{tidak signifikan}$. Koefisien jalur yang semakin besar menunjukkan derajat pengaruhnya lebih kuat dibanding variabel lain (Solimun *et al.*, 2017: 119).

Hasil analisis SEM dengan pendekatan WarpPLS untuk pengaruh tidak langsung terungkap pada tabel 3.1 berikut ini.

Tabel 3.1 Hasil Analisa WarpPLS Pengaruh Tidak Langsung

No.	Hubungan Tidak Langsung antar Variabel	Koefisien	<i>p-value</i>	Keterangan
1	Struktur Modal (X1) → Pertumbuhan Perusahaan (Y1) → Profitabilitas (Y2).	0,034	0,261	Tidak Signifikan & Bukan Mediasi
2	Struktur Modal (X1) → Pertumbuhan Perusahaan (Y1) → Nilai Perusahaan (Y3).	0,085	0,123	Tidak Signifikan & Bukan Mediasi
3	Struktur Modal (X1) → Profitabilitas (Y2) → Nilai Perusahaan (Y3).	0,085	0,123	Tidak Signifikan & Bukan Mediasi
4	Pertumbuhan Perusahaan (Y1) → Profitabilitas (Y2) → Nilai Perusahaan (Y3).	-0,033	0,264	Tidak Signifikan & Bukan Mediasi
5	Struktur Modal (X1) → Pertumbuhan Perusahaan (Y1) → Profitabilitas (Y2) → Nilai Perusahaan (Y3).	-0,004	0,461	Tidak Signifikan & Bukan Mediasi

Sumber: Data penelitian diolah, 2019.

Merujuk kepada hasil analisis pada table 3.1, diperoleh hasil pengujian hipotesis pengaruh tidak langsung sebagai berikut.

- 1) Pengaruh tidak langsung Struktur Modal (X1) terhadap Profitabilitas (Y2) melalui Pertumbuhan Perusahaan (Y1) memiliki koefisien jalur 0,034 dan *p-value* sebesar 0,261. Nilai *p-value* sebesar 0,261 digolongkan tidak signifikan karena *p-value* > 0,10. Koefisien jalur bertanda positif mengungkapkan bahwa komposisi utang yang semakin tinggi pada Struktur Modal (X1) secara tidak langsung menyebabkan tingkat Profitabilitas Perusahaan (Y2) semakin tinggi melalui Pertumbuhan Perusahaan (Y1) atau hubungan tidak langsung antara Struktur Modal (X1) dengan Profitabilitas (Y2) melalui Pertumbuhan Perusahaan (Y1) bersifat searah namun tidak signifikan. Selanjutnya dapat dinyatakan bahwa Pertumbuhan Perusahaan (Y1) tidak berfungsi sebagai variabel mediasi pengaruh tidak langsung Struktur Modal (X1) terhadap Profitabilitas (Y2).
- 2) Pengaruh tidak langsung Struktur Modal (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3) melalui Pertumbuhan Perusahaan (Y1) memiliki koefisien jalur 0,085 dan *p-value* sebesar 0,123. Nilai *p-value* sebesar 0,123 digolongkan tidak signifikan karena *p-value* > 0,10 dan hipotesis ditolak. Koefisien jalur bertanda positif mengungkapkan bahwa komposisi utang yang semakin tinggi pada Struktur Modal (X1) secara tidak langsung menyebabkan Nilai Perusahaan (Y3) semakin tinggi tidak signifikan melalui Pertumbuhan Perusahaan (Y1) atau hubungan tidak langsung antara Struktur Modal (X1) dengan Nilai Perusahaan (Y3) melalui Pertumbuhan Perusahaan (Y1) bersifat searah namun tidak signifikan. Selanjutnya dapat dinyatakan bahwa Pertumbuhan Perusahaan (Y1) tidak berfungsi sebagai variabel mediasi pengaruh tidak langsung Struktur Modal (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3).
- 3) Pengaruh tidak langsung Struktur Modal (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3) melalui Profitabilitas (Y2) memiliki koefisien jalur 0,085 dan *p-value* sebesar 0,123. Nilai *p-value* sebesar 0,123 digolongkan tidak signifikan karena *p-value* > 0,10 dan hipotesis ditolak. Koefisien jalur bertanda positif mengungkapkan bahwa komposisi utang yang semakin tinggi pada Struktur Modal (X1) secara tidak langsung menyebabkan Nilai Perusahaan (Y3)

semakin tinggi tidak signifikan melalui Profitabilitas (Y2) atau hubungan tidak langsung antara Struktur Modal (X1) dengan Nilai Perusahaan (Y3) melalui Profitabilitas (Y2) bersifat searah namun tidak signifikan. Selanjutnya dapat dinyatakan bahwa Profitabilitas (Y2) tidak berfungsi sebagai variabel mediasi pengaruh tidak langsung Struktur Modal (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3).

- 4) Pengaruh tidak langsung Pertumbuhan Perusahaan (Y1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3) melalui Profitabilitas (Y2) memiliki koefisien jalur $-0,033$ dan p -value sebesar $0,264$. Nilai p -value sebesar $0,264$ digolongkan tidak signifikan karena p -value $> 0,10$ dan hipotesis ditolak. Koefisien jalur bertanda negatif mengungkapkan bahwa Pertumbuhan Perusahaan (Y1) yang semakin tinggi secara tidak langsung menyebabkan Nilai Perusahaan (Y3) semakin rendah tidak signifikan melalui Profitabilitas (Y2) atau hubungan tidak langsung antara Pertumbuhan Perusahaan (Y1) dengan Nilai Perusahaan (Y3) melalui Profitabilitas (Y2) bersifat tidak searah dan tidak signifikan. Selanjutnya dapat dinyatakan bahwa Profitabilitas (Y2) tidak berfungsi sebagai variabel mediasi pengaruh tidak langsung Pertumbuhan Perusahaan (Y1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3).
- 5) Pengaruh tidak langsung Struktur Modal (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3) melalui Pertumbuhan Perusahaan (Y1) dan Profitabilitas (Y2) memiliki koefisien jalur $-0,004$ dan p -value sebesar $0,461$. Nilai p -value sebesar $0,461$ digolongkan tidak signifikan karena p -value $> 0,10$. Koefisien jalur bertanda negatif mengungkapkan bahwa komposisi utang yang semakin tinggi dalam Struktur Modal (X1) secara tidak langsung menyebabkan Nilai Perusahaan (Y3) semakin rendah tidak signifikan melalui Pertumbuhan Perusahaan (Y1) dan Profitabilitas (Y2) atau hubungan tidak langsung antara Struktur Modal (X1) dengan Nilai Perusahaan (Y3) melalui Pertumbuhan Perusahaan (Y1) dan Profitabilitas (Y2) bersifat tidak searah dan tidak signifikan. Selanjutnya dapat dinyatakan bahwa Pertumbuhan Perusahaan (Y1) dan Profitabilitas (Y2) tidak berfungsi sebagai variabel mediasi pengaruh tidak langsung Struktur Modal (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3).

□ Inner Model: Hasil Pengujian Pengaruh Total

Model struktural menggambarkan hubungan antar variabel penelitian dan koefisien jalur. Identifikasi signifikansi pengaruh antar variabel yang satu terhadap lainnya dapat dilakukan dengan menggunakan kriteria, jika: nilai **$p\text{-value} \leq 0.10$ = signifikan lemah**, **$p\text{-value} \leq 0.05$ = signifikan**, **$p\text{-value} \leq 0.01$ = signifikan kuat** dan **$p\text{-value} > 0.10$ = tidak signifikan**. Koefisien jalur yang semakin besar menunjukkan derajat pengaruhnya lebih kuat dibanding variabel lain (Solimun *et al.*, 2017: 119).

Pengaruh total merupakan hasil analisis yang menggambarkan pengaruh langsung dan tidak langsung prediktor/penjelas terhadap variabel respons. Hasil analisis SEM dengan pendekatan WarpPLS untuk pengaruh total secara lengkap diringkas pada tabel 3.2 sebagai berikut.

Tabel 3.2 Hasil Analisa WarpPLS Pengaruh Total

No.	Total Efek	Koefisien	$p\text{-value}$	Keterangan
1	Struktur Modal (X1) → Pertumbuhan Perusahaan (Y1).	0,128	0,040	Signifikan
2	Struktur Modal (X1) → Profitabilitas (Y2) + Struktur Modal (X1) → Pertumbuhan Perusahaan (Y1) → Profitabilitas (Y2).	-0,550	<0,001	Signifikan Kuat
3	Struktur Modal (X1) → Pertumbuhan Perusahaan (Y1) → Nilai Perusahaan (Y3) + Struktur Modal (X1) → Pertumbuhan Perusahaan (Y1) → Profitabilitas (Y2) → Nilai Perusahaan (Y3) + Struktur Modal (X1) → Nilai Perusahaan (Y3) + Struktur Modal (X1) → Profitabilitas (Y2) → Nilai Perusahaan (Y3).	-0,128	0,040	Signifikan
4	Pertumbuhan Perusahaan (Y1) → Profitabilitas (Y2).	0,262	<0,001	Signifikan Kuat
5	Pertumbuhan Perusahaan (Y1) → Nilai Perusahaan (Y3) + Pertumbuhan Perusahaan (Y1) → Profitabilitas (Y2) → Nilai Perusahaan (Y3).	0,057	0,220	Tidak Signifikan
6	Profitabilitas (Y2) → Nilai Perusahaan (Y3).	-0,126	0,042	Signifikan
7	Kebijakan Dividen (X2) x Pertumbuhan Perusahaan (Y1) → Nilai Perusahaan (Y3).	0,428	<0,001	Signifikan Kuat
8	Kebijakan Dividen (X2) x Struktur Modal (X1) → Nilai Perusahaan (Y3).	0,106	0,074	Signifikan Lemah
9	CSR (X3) x Profitabilitas (Y2) → Nilai Perusahaan (Y3).	-0,088	0,114	Tidak Signifikan
10	CSR (X3) x Struktur Modal (X1) → Nilai Perusahaan (Y3).	0,214	0,002	Signifikan Kuat

Sumber: Data penelitian diolah, 2019.

Merujuk kepada hasil analisis pada table 3.2 diperoleh hasil pengujian hipotesis pengaruh total (langsung dan tidak langsung) sebagai berikut.

- 1) Pengaruh total Struktur Modal (X1) terhadap Pertumbuhan Perusahaan (Y1) memiliki koefisien jalur sebesar 0,128 dengan *p-value* sebesar 0,040. Nilai *p-value* sebesar 0,040 digolongkan signifikan karena *p-value* < 0,05. Karena hanya memiliki pengaruh langsung, maka koefisien jalur dan *p-value* pengaruh total sama dengan pengaruh langsung. Koefisien jalur bertanda positif mengungkapkan bahwa komposisi utang yang semakin tinggi pada Struktur Modal (X1) secara total menyebabkan tingkat Pertumbuhan Perusahaan (Y1) semakin tinggi signifikan atau hubungan antara Struktur Modal (X1) dengan Pertumbuhan Perusahaan (Y1) secara total bersifat searah dan signifikan.
- 2) Pengaruh total Struktur Modal (X1) terhadap Profitabilitas (Y2) merupakan hasil analisis dari pengaruh langsung dan tidak langsung [melalui Pertumbuhan Perusahaan (Y1)] Struktur Modal (X1) terhadap Profitabilitas (Y2), memiliki koefisien jalur sebesar -0,550 dan *p-value* sebesar <0,001. Nilai *p-value* sebesar <0,001 digolongkan signifikan kuat karena *p-value* < 0,01. Koefisien jalur pengaruh total bertanda negatif mengungkapkan bahwa komposisi utang yang semakin tinggi pada Struktur Modal (X1) secara total (pengaruh langsung dan tidak langsung) menyebabkan tingkat Profitabilitas (Y2) semakin rendah signifikan kuat atau hubungan antara Struktur Modal (X1) dengan Profitabilitas (Y2) secara total bersifat tidak searah namun signifikan kuat.
- 3) Pengaruh total Struktur Modal (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3) merupakan hasil analisis dari pengaruh langsung dan tidak langsung [melalui Pertumbuhan Perusahaan (Y1), melalui Pertumbuhan Perusahaan (X1) dan Profitabilitas (Y2) serta melalui Profitabilitas (Y2)] Struktur Modal (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3), memiliki koefisien jalur sebesar -0,128 dan *p-value* sebesar 0,040. Nilai *p-value* sebesar 0,040 digolongkan signifikan karena *p-value* < 0,05. Koefisien jalur pengaruh total bertanda negatif mengungkapkan bahwa komposisi utang yang semakin tinggi pada Struktur Modal (X1) secara total (langsung dan tidak langsung) menyebabkan Nilai Perusahaan (Y3)

semakin rendah signifikan atau hubungan antara Struktur Modal (X1) dengan Nilai Perusahaan (Y3) secara total bersifat tidak searah namun signifikan.

- 4) Pengaruh total Pertumbuhan Perusahaan (Y1) terhadap Profitabilitas (Y2) memiliki koefisien jalur sebesar 0,262 dengan *p-value* sebesar $<0,001$. Nilai *p-value* sebesar $<0,001$ digolongkan signifikan kuat karena *p-value* $< 0,01$. Karena hanya memiliki pengaruh langsung, maka koefisien jalur dan *p-value* pengaruh total sama dengan pengaruh langsung. Koefisien jalur bertanda positif mengungkapkan bahwa tingkat Pertumbuhan Perusahaan (Y1) yang semakin tinggi secara total menyebabkan tingkat Profitabilitas (Y2) semakin tinggi secara signifikan kuat atau hubungan antara Pertumbuhan Perusahaan (Y1) dengan Profitabilitas (Y2) secara total bersifat searah dan signifikan kuat.
- 5) Pengaruh total Pertumbuhan Perusahaan (Y1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3) merupakan hasil analisis dari pengaruh langsung dan tidak langsung [melalui Profitabilitas (Y2)] Pertumbuhan Perusahaan (Y1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3), memiliki koefisien jalur sebesar 0,057 dengan *p-value* sebesar 0,220. Nilai *p-value* sebesar 0,220 digolongkan tidak signifikan karena *p-value* $> 0,10$. Koefisien jalur pengaruh total bertanda positif mengungkapkan bahwa tingkat Pertumbuhan Perusahaan (Y1) yang semakin tinggi secara total menyebabkan Nilai Perusahaan (Y3) semakin tinggi tidak signifikan atau hubungan antara Pertumbuhan Perusahaan (Y1) dengan Profitabilitas (Y2) secara total bersifat searah namun tidak signifikan.
- 6) Pengaruh total Profitabilitas (Y2) terhadap Nilai Perusahaan (Y3) memiliki koefisien jalur sebesar -0,126 dengan *p-value* sebesar 0,042. Nilai *p-value* sebesar 0,042 digolongkan signifikan karena *p-value* $< 0,05$. Karena hanya memiliki pengaruh langsung, maka koefisien jalur dan *p-value* pengaruh total sama dengan pengaruh langsung. Koefisien jalur pengaruh total bertanda negatif mengungkapkan bahwa tingkat Profitabilitas (Y2) yang semakin tinggi secara total menyebabkan Nilai Perusahaan (Y1) semakin rendah secara signifikan atau hubungan antara Pertumbuhan Perusahaan (Y1) dengan Nilai Perusahaan (Y3) secara total bersifat tidak searah namun signifikan.

- 7) Pengaruh total moderasi Kebijakan Dividen (X2) atas pengaruh langsung Pertumbuhan Perusahaan (Y1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3). Hasil analisis menunjukkan bahwa pengaruh interaksi Pertumbuhan Perusahaan (Y1) dengan Kebijakan Dividen (X2) memiliki koefisien jalur sebesar 0,428 dengan *p-value* sebesar <0,001. Nilai *p-value* sebesar <0,001 digolongkan signifikan kuat karena *p-value* < 0,001. Karena hanya memiliki pengaruh moderasi langsung, maka koefisien jalur dan *p-value* pengaruh total moderasi sama dengan pengaruh moderasi langsung. Koefisien jalur interaksi Pertumbuhan Perusahaan (Y1) dengan Kebijakan Dividen (X2) yang positif dan signifikan kuat secara total mengungkapkan bahwa Kebijakan Dividen (X2) yang optimal atau pembayaran dividen yang optimal dan konsistensi dilakukan secara total dapat memitigasi dan mengubah pengaruh Pertumbuhan Perusahaan (Y1) yang positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan (Y3) menjadi positif dan signifikan dan dapat disebut sebagai moderasi mutlak atau *absolute moderation*.
- 8) Pengaruh total moderasi Kebijakan Dividen (X2) atas pengaruh langsung Struktur Modal (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3). Hasil analisis menunjukkan bahwa pengaruh interaksi Struktur Modal (X1) dengan Kebijakan Dividen (X2) terhadap Nilai Perusahaan (Y3) memiliki koefisien jalur sebesar 0,106 dengan *p-value* sebesar 0,074. Nilai *p-value* sebesar 0,074 digolongkan signifikan lemah karena *p-value* < 0,10. Karena hanya memiliki pengaruh moderasi langsung, maka koefisien jalur dan *p-value* pengaruh total moderasi sama dengan pengaruh moderasi langsung. Koefisien jalur interaksi Struktur Modal (X1) dengan Kebijakan Dividen (X2) yang positif dan signifikan lemah mengungkapkan bahwa Kebijakan Dividen (X2) yang optimal atau pembayaran dividen yang optimal dan konsistensi dilakukan secara total dapat memitigasi atau mengubah pengaruh Struktur Modal (X1) yang negatif dan signifikan kuat terhadap Nilai Perusahaan (Y3) menjadi positif dan signifikan dan dapat disebut sebagai moderasi murni atau *pure moderation*.
- 9) Pengaruh total moderasi CSR (X3) atas pengaruh langsung Profitabilitas (Y2) terhadap Nilai Perusahaan (Y3). Hasil analisis menunjukkan bahwa pengaruh total interaksi Profitabilitas (Y2)

dengan CSR (X3) terhadap Nilai Perusahaan (Y3) memiliki koefisien jalur $-0,088$ dengan p -value sebesar $0,114$. Nilai p -value sebesar $0,114$ digolongkan tidak signifikan karena p -value $> 0,10$. Karena hanya memiliki pengaruh moderasi langsung, maka koefisien jalur dan p -value pengaruh total moderasi sama dengan pengaruh moderasi langsung. Pada model, pengaruh Profitabilitas (Y2) terhadap Nilai Perusahaan (Y3) adalah negatif ($-0,126$) dan signifikan ($0,042$), CSR (X3) tidak berfungsi sebagai variabel prediktor/penjelas terhadap Nilai Perusahaan (Y3) dan interaksi Profitabilitas (Y2) dengan CSR (X3) negatif ($-0,088$) dan tidak signifikan ($0,114$), maka CSR (X3) dapat disebut tidak berfungsi sebagai variabel moderasi, juga tidak berperan sebagai variabel prediktor/penjelas dan dapat disebut sebagai moderasi potensial atau *homologiser moderation*.

- 10) Pengaruh total moderasi CSR (X3) atas pengaruh Struktur Modal (X1) terhadap Nilai Perusahaan (Y3). Hasil analisis menunjukkan bahwa pengaruh total interaksi Struktur Modal (X1) dengan CSR (X3) terhadap Nilai Perusahaan (Y3) memiliki koefisien jalur $0,214$ dengan p -value sebesar $0,002$. Nilai p -value sebesar $0,002$ digolongkan signifikan kuat karena p -value $< 0,01$. Karena hanya memiliki pengaruh moderasi langsung, maka koefisien jalur dan p -value pengaruh total moderasi sama dengan pengaruh moderasi langsung. Koefisien jalur interaksi Struktur Modal (X1) dengan CSR (X3) yang positif dan signifikan kuat mengungkapkan bahwa pelaksanaan CSR (X2) yang optimal dan konsistensi secara total dapat menurunkan atau memitigasi pengaruh Struktur Modal (X1) yang negatif dan signifikan kuat terhadap Nilai Perusahaan (Y3) menjadi positif dan signifikan dan dapat disebut sebagai moderasi murni atau *pure moderation*.

C. Hasil Pengujian Hipotesis

Penelitian ini dilakukan untuk mendapatkan bukti empiris hubungan Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividend dan *Corporate Social Responsibility* (CSR) sebagai pemoderasi hubungan Pertumbuhan Perusahaan dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan dan hubungan langsung Pertumbuhan Perusahaan,

Struktur Modal dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. Objek penelitian adalah perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009 – 2017.

Penelitian ini menggunakan analisis SEM dengan pendekatan WarpPLS versi 6.0. *Model fit and quality indices* merupakan data yang digunakan untuk mengetahui kelayakan *outer model* dan *inner model*. Nilai *outer model* indikator formatif terdapat pada *indicator weight* dan nilai *outer model* indikator deskriptif terdapat pada *loading factor*, keduanya menunjukkan bobot dari setiap indikator sebagai pengukur variabel laten, sementara *inner model* menyajikan hubungan antar variabel laten dan koefisien jalur.

Hasil analisis SEM menggunakan pendekatan WarpPLS versi 6.0 memberikan jawaban mengenai hubungan Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen dan CSR sebagai pemoderasi hubungan langsung Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Modal dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan sebagai berikut; Struktur Modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap Pertumbuhan Perusahaan secara langsung, Struktur Modal berpengaruh negatif dan signifikan kuat terhadap Nilai perusahaan secara langsung, Struktur Modal berpengaruh negatif dan signifikan kuat terhadap Profitabilitas secara langsung, Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh positif dan signifikan kuat terhadap Profitabilitas secara langsung, Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan secara langsung, Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan secara langsung, Kebijakan Dividen memoderasi pengaruh langsung Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan positif dan signifikan kuat, Kebijakan Dividen memoderasi pengaruh langsung Struktur Modal terhadap nilai perusahaan positif dan signifikan lemah, CSR tidak memoderasi pengaruh langsung Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan, CSR memoderasi pengaruh langsung Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan positif dan signifikan kuat, pengaruh tidak langsung Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan melalui Pertumbuhan Perusahaan positif dan tidak signifikan, pengaruh tidak langsung Struktur Modal terhadap Profitabilitas melalui Pertumbuhan Perusahaan positif dan tidak signifikan, pengaruh tidak langsung

Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas positif dan tidak signifikan, pengaruh tidak langsung Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas negatif dan tidak signifikan dan pengaruh tidak langsung Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan melalui Pertumbuhan Perusahaan dan Profitabilitas negatif dan tidak signifikan.

1. Pengaruh Struktur Modal terhadap Pertumbuhan Perusahaan

Pengaruh struktur modal terhadap pertumbuhan perusahaan positif dan signifikan. Koefisien jalur bertanda positif mengindikasikan bahwa semakin tinggi komposisi hutang dalam struktur modal menyebabkan pertumbuhan perusahaan semakin tinggi. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar 0,128 dan *p-value* sebesar 0,040, dapat dinyatakan signifikan dan hipotesis diterima. Kondisi ini mengungkapkan bahwa ketersediaan *free cash flow* yang bersumber dari utang atau *leverage* dalam struktur modal (Gbr. 5.1) sangat kondusif bagi eksekusi ekspansi organik perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang dijadikan sampel dan juga bermakna penggunaan utang yang semakin tinggi dalam struktur modal mendorong tingkat pertumbuhan perusahaan semakin tinggi. Ketersediaan sumberdaya keuangan terbukti menjadi faktor penentu pertumbuhan perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan dan aset yang lebih tinggi dapat menggunakan *leverage* keuangan dalam bentuk utang untuk rasio pembiayaan demi ketersediaan dana yang lebih banyak bagi percepatan pertumbuhan perusahaan.

Kondisi ini dapat diterima karena masa investasi untuk memiliki aset tanaman menghasilkan atau *mature biological asset* adalah 3 tahun dan bermakna bahwa selama masa investasi tidak terjadi pertumbuhan penjualan dan aset perusahaan. Namun, di akhir tahun ketiga baru dilakukan pencatatan penambahan aset tanaman atau *biological asset (reversing entiry* aktiva dalam konstruksi atau *asset in construction* menjadi aktiva tetap atau *fixed/biological asset*) dan pada tahun keempat mulai terjadi pertumbuhan penjualan karena adanya penambahan produksi. Pertumbuhan perusahaan yang tinggi dan cepat merupakan

ekspektasi dari manajemen perusahaan, investor perusahaan serta pemangku kepentingan atau *stake holder* lainnya. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi dan cepat merupakan prediktor bahwa perusahaan memiliki prospektus menghasilkan laba yang tinggi atau menciptakan tingkat pengembalian atau *rate of return* yang tinggi atas investasi yang dilakukan.

Gill *et al.* (2009) menyatakan tidak ada hubungan yang signifikan antara peluang-peluang pertumbuhan dan *leverage* atau utang perusahaan. Hal ini bermakna bahwa peluang pertumbuhan bukanlah penentu struktur modal. Baker & Martin (2011: 33) menyatakan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi cenderung memiliki tingkat utang atau *leverage* yang rendah. Perihal ini mendukung teori *trade-off*, karena peluang pertumbuhan mengarah pada kenaikan biaya kesulitan keuangan yang dapat meng-*offset* manfaat pajak utang. Teori arus kas bebas juga memprediksi bahwa perusahaan dengan potensi pertumbuhan lebih tinggi memiliki sedikit kebutuhan atas efek mendisiplinkan dari pembayaran hutang untuk mencegah pemborosan manajemen.

Berbeda dengan Arasteh *et al.* (2013) yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan memiliki hubungan positif dengan *leverage* keuangan. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang lebih tinggi dapat menggunakan *leverage* keuangan dalam bentuk utang untuk rasio pembiayaan demi ketersediaan dana yang lebih banyak. Dan, pertumbuhan aset juga memiliki hubungan positif dengan *leverage* keuangan. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan aset yang lebih tinggi menggunakan lebih besar *leverage* dalam pembiayaannya.

Hermelo & Vassolo (2007) menyatakan bahwa ketersediaan sumber daya keuangan terbukti menjadi penentu penting pertumbuhan perusahaan. Akses perusahaan kepada sumber keuangan dievaluasi oleh manajer dan terbukti signifikan memengaruhi pertumbuhan perusahaan. Laba perusahaan diukur menggunakan tingkat pengembalian penjualan sebagai *proxy* sumber daya keuangan yang tersedia, terbukti menjadi prediktor yang baik pertumbuhan perusahaan. Akses kepada sumber keuangan yang lebih banyak memberi peluang lebih banyak kepada perusahaan-perusahaan yang menguntungkan untuk meningkatkan aktivitas dan penjualannya.

Pertumbuhan penjualan perusahaan membutuhkan pertumbuhan modal operasi, seringkali mengharuskan penerimaan dana eksternal dinaikkan dalam bentuk utang dan ekuitas. Bauran utang dan ekuitas perusahaan disebut struktur modal. Meskipun tingkat utang dan ekuitas aktual dapat berbeda dari waktu ke waktu, kebanyakan perusahaan mencoba untuk menjaga bauran pembiayaan dengan berusaha mendekati struktur modal sasaran (Ehrhardt & Brigham, 2011: 600).

Hasil penelitian ini searah dengan teori Ehrhardt & Brigham (2011) dan hasil penelitian Hermelo & Vassolo (2014) dan Arasteh *et al.* (2013) yang mengkonfirmasi bahwa pertumbuhan penjualan dan aset perusahaan membutuhkan pertumbuhan modal operasi.

Namun, hasil penelitian ini tidak searah dengan hasil penelitian Baker & Martin (2011) dan Gill *et al.* (2009) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi cenderung memiliki tingkat *leverage* atau utang yang rendah dan tidak ada hubungan yang signifikan antara peluang-peluang pertumbuhan dan *leverage* atau utang perusahaan.

2. Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan negatif dan signifikan kuat. Koefisien jalur bertanda negatif mengindikasikan bahwa semakin tinggi komposisi utang dalam struktur modal menyebabkan nilai perusahaan semakin rendah. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar -0,209 dan *p-value* sebesar 0,002, dapat dinyatakan signifikan kuat dan hipotesis diterima. Kondisi ini mengungkapkan bahwa penggunaan utang yang semakin tinggi dalam struktur modal (Gbr. 5.1) untuk mendukung operasional perusahaan akan meningkatkan biaya rata-rata modal tertimbang atau *weighted average cost of capital* (WACC) dan resiko keuangan atau *financial risk* dan akan menurunkan nilai perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI yang dijadikan sampel. Pertimbangan yang teliti dan akurat atas manfaat dan biaya marjinal utang jangka panjang dalam pembiayaan operasi perusahaan menjadi semakin penting bagi manajemen perusahaan perkebunan kelapa sawit dengan masa investasi yang panjang (3 tahun).

Koefisien jalur negatif pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan juga tidak terlepas dari kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai oleh penurunan harga jual *Crude Palm Oil / CPO* (Gbr. 1.1 & Tabel 1.2) selama periode penelitian (2009 – 2017). Penurunan harga jual ini mendorong biaya marjinal hutang jangka panjang menjadi lebih tinggi dari manfaat marjinal penggunaan hutang dan menekan nilai perusahaan.

Para *top management* perusahaan menciptakan nilai perusahaan dengan menginvestasikan modal pada tingkat pengembalian yang melebihi biaya modal. Lebih banyak modal yang dapat diinvestasikan dengan tingkat pengembalian yang menarik menjadi nilai lebih bagi perusahaan. Selama pengembalian modal melebihi biaya modal, pertumbuhan perusahaan yang lebih cepat menciptakan nilai lebih perusahaan (Koller *et al.*, 2005: 4).

Cuong & Canh (2012) menemukan bahwa terdapat dua efek ambang batas antara rasio utang dan nilai perusahaan. Koefisiennya positif pada saat rasio utang kurang dari 59,27% dan menyiratkan bahwa pembiayaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Selanjutnya, koefisiennya akan negatif dengan tren menurun ketika rasio utang berada di antara 59,27% dan 94,60% atau di atas 94,60% dan menyiratkan bahwa peningkatan lebih lanjut dalam pembiayaan utang menurunkan nilai perusahaan. Sinha (2017) menemukan efek negatif dan signifikan *debt to equity ratio* (DER), umur perusahaan (*AGE*) dan ukuran perusahaan (*SIZE*) terhadap rasio harga terhadap nilai buku atau *price to book value* (PBV).

Kausar *et al.* (2014) menganalisis dampak struktur modal terhadap kinerja perusahaan menggunakan alat analisis ekonometrik deskriptif menunjukkan bahwa kinerja perusahaan-perusahaan Pakistan cukup memuaskan selama periode penelitian. Penelitian menunjukkan bahwa terdapat dampak negatif dan signifikan struktur modal terhadap kinerja perusahaan. Dampak negatif struktur modal menyimpulkan bahwa perubahan dalam struktur modal mengakibatkan penurunan kinerja perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di Pakistan telah mengadopsi struktur modal berbasis teori *pecking order*.

Analisis dampak struktur modal terhadap nilai perusahaan dalam konteks industri semen. Analisis data menunjukkan bahwa sebagian besar variabel independen termasuk utang terhadap

ekuitas, modal saham dan rasio lancar memiliki korelasi positif dengan variabel dependen atau EVA. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa untuk meningkatkan nilai perusahaan, perusahaan membutuhkan campuran utang dan ekuitas yang sempurna (Asif & Aziz, 2016).

Antwi *et al.* (2012) meneliti teori struktur modal dan hubungannya dengan nilai perusahaan. Perusahaan sangat disarankan untuk selalu membandingkan manfaat marjinal menggunakan utang jangka panjang dengan biaya marjinal utang jangka panjang sebelum memutuskan menggunakannya dalam pembiayaan operasi perusahaan. Hal ini menjadi penting sebagaimana ditunjukkan oleh hasil penelitian ini bahwa utang jangka panjang berdampak positif terhadap nilai perusahaan seperti modal ekuitas.

Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian Cuong & Canh (2012), Sinha (2017) dan Kausar *et al.* (2014) yang mengkonfirmasi bahwa komposisi hutang yang tinggi dalam struktur modal membuat pengaruh struktur modal negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Namun, hasil penelitian ini tidak didukung hasil penelitian Asif & Aziz (2016) dan Antwi *et al.* (2012) yang menyatakan bahwa penggunaan utang jangka panjang dalam komposisi struktur modal untuk pembiayaan operasional perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3. Pengaruh Struktur Modal terhadap Profitabilitas

Pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas negatif dan signifikan kuat. Koefisien jalur bertanda negatif mengindikasikan bahwa semakin tinggi komposisi utang dalam struktur modal menyebabkan profitabilitas semakin rendah. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar $-0,584$ dan *p-value* sebesar $<0,001$, dapat dinyatakan signifikan kuat dan hipotesis diterima. Kondisi ini mengungkapkan bahwa penggunaan utang yang tinggi dalam struktur modal (Gbr. 5.1) untuk mendukung operasional perusahaan menurunkan profitabilitas perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI yang dijadikan sampel. Pengaruh negatif dan signifikan struktur modal terhadap profitabilitas secara garis besar disebabkan masa investasi aset tanaman kelapa sawit

atau *oil palm biological asset* yang panjang (3 tahun) dan kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai oleh kecenderungan penurunan harga jual CPO pada periode penelitian (Gbr. 1.1 & Tabel 1.2). Kecenderungan penurunan harga jual dan beban bunga utang menekan tingkat profitabilitas. Pertimbangan yang teliti dan akurat atas manfaat dan biaya marjinal utang jangka panjang dalam pembiayaan operasi perusahaan menjadi semakin penting bagi manajemen perusahaan perkebunan kelapa sawit.

Dalam model penelitian ini juga ditemukan pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap profitabilitas melalui pertumbuhan perusahaan positif dan tidak signifikan. Koefisien jalur bertanda positif mengindikasikan bahwa semakin tinggi komposisi utang dalam struktur modal menyebabkan pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap profitabilitas melalui pertumbuhan perusahaan semakin tinggi. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar 0,034 dan *p-value* sebesar 0,261, dapat dinyatakan tidak signifikan atau tidak begitu berpengaruh. Kondisi ini mengungkapkan bahwa penggunaan utang yang tinggi dalam struktur modal (Gbr. 5.1) untuk mendukung operasional perusahaan akan menurunkan profitabilitas, meskipun pertumbuhan perusahaan telah mendorong meningkatnya profitabilitas secara langsung. Perihal ini tidak terlepas dari kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO selama periode penelitian (Gbr. 1.1 & Tabel 1.2). Kecenderungan penurunan harga jual dan peningkatan biaya bunga utang menekan tingkat profitabilitas, meskipun terdapat pertumbuhan perusahaan yang menghasilkan peningkatan produksi.

Brigham & Houston (2012: 146) menyatakan bahwa rasio profitabilitas mencerminkan keadaan yang telah terjadi di masa lalu yang dapat memberikan petunjuk tentang berbagai hal, yang sebenarnya memiliki arti penting serta mungkin terjadi di masa depan. Profitabilitas merupakan gambaran kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan. Ukuran profitabilitas perusahaan beragam seperti: laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik.

Struktur modal berpengaruh terhadap profitabilitas pada perusahaan semen. Disimpulkan bahwa industri semen menggunakan lebih banyak utang untuk membiayai sumber dayanya.

Penggunaan lebih banyak utang mengakibatkan beban bunga utang perusahaan meningkat dan profitabilitas perusahaan menurun. Manajer perusahaan harus memikirkan rasio utang dengan tepat sebelum memutuskan struktur modal. Hasil penelitian ini merekomendasikan bahwa perusahaan semen memiliki kebutuhan penggunaan porsi utang dan ekuitas yang sesuai sebagai sumber pendanaan dengan biaya modal rendah, lebih banyak penggunaan utang jangka pendek dan lebih sedikit penggunaan utang jangka panjang. Rasio utang jangka panjang (*Long Term Debt Ratio/LTDR*) memiliki hubungan signifikan dan negatif dengan profitabilitas yang diukur dengan menggunakan *return on asset (ROA)* dan *return on equity (ROE)*. Rasio utang jangka pendek (*Short Term Debt Ratio/STDR*) memiliki hubungan signifikan dan positif dengan ROA dan ROE (Ashraf *et al.*, 2017).

Shubita & Alsawalhah (2012) menyimpulkan adanya hubungan negatif dan signifikan antara utang dan profitabilitas. Perihal ini menyiratkan bahwa kenaikan posisi utang dikaitkan dengan penurunan profitabilitas. Dengan demikian, semakin tinggi utang, semakin rendah profitabilitas perusahaan. Juga ditunjukkan bahwa profitabilitas meningkat dengan variabel kontrol, yaitu; ukuran dan pertumbuhan penjualan.

Terdapat efek penting profitabilitas pada rasio utang terhadap aset dan *leverage* secara positif terkait dengan *tangibility* dan berhubungan negatif dengan profitabilitas karena profitabilitas memiliki hubungan negatif dengan *tangibility*. Menurut teori *pecking order* perusahaan-perusahaan terlebih dahulu memilih untuk menggunakan dana internal dan kemudian melakukan pembiayaan eksternal. Ini berarti bahwa perusahaan yang menguntungkan memiliki tingkat *leverage* yang rendah dan profitabilitas berkorelasi negatif dengan rasio utang terhadap ekuitas atau *leverage* (Bhutta & Hasan, 2013).

Nasimi (2016) menyimpulkan terdapat pengaruh signifikan struktur modal terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian meunjukkan bahwa semakin tinggi nilai utang perusahaan, semakin tinggi manfaat pajak atau *tax shield* yang akan diperoleh perusahaan. Oleh karena itu, para eksekutif dan manajer perusahaan harus menjaga tingkat optimal struktur modal perusahaan untuk mencapai tingkat efisiensi yang ditargetkan dalam bisnis.

Studi empiris selanjutnya menyelidiki hubungan struktur modal dan profitabilitas perusahaan terdaftar di Bursa Efek Nigeria untuk periode 15 tahun. Hasilnya mengungkapkan bahwa profitabilitas mengalami tren penurunan dalam pertumbuhan dengan tingkat pertumbuhan rata-rata -38.58%. Dampak struktur modal terhadap profitabilitas tidak signifikan, namun terdapat hubungan positif antara profitabilitas dan utang jangka pendek. Dalam kasus Nigeria, proporsi utang yang tinggi (60%) direpresentasikan oleh utang jangka pendek. Partisipasi ekuitas dalam struktur modal berkorelasi positif dengan profitabilitas. Lebih penting lagi, hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan Nigeria menggunakan utang jangka panjang dengan cara yang sangat konservatif (Salawu & Awolowo, 2009).

Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian Ashraf *et al.* (2017), Bhutta & Hasan (2013) dan Shubita & Alsawalhah (2012) yang mengkonfirmasi bahwa pengaruh struktur modal negatif dan signifikan terhadap profitabilitas.

Namun, hasil penelitian ini tidak didukung hasil penelitian Salawu & Awolowo (2009) dan Nasimi (2016) yang menyatakan bahwa penggunaan utang jangka panjang dalam komposisi struktur modal untuk pembiayaan operasional perusahaan berpengaruh positif terhadap profitabilitas.

4. Pengaruh Struktur Modal secara tidak langsung terhadap Nilai Perusahaan melalui Pertumbuhan Perusahaan

Pengaruh struktur modal secara tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui pertumbuhan perusahaan positif dan tidak signifikan. Koefisien jalur bertanda positif mengindikasikan bahwa semakin tinggi komposisi hutang dalam struktur modal, maka pengaruh struktur modal secara tidak langsung melalui pertumbuhan perusahaan menyebabkan nilai perusahaan semakin tinggi. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar 0,085 dan *p-value* sebesar 0,123, dapat dinyatakan tidak signifikan dan hipotesis ditolak. Kondisi ini mengungkapkan bahwa penggunaan utang yang tinggi dalam struktur modal untuk mendukung operasional perusahaan (Gbr. 5.1) secara tidak langsung melalui pertumbuhan perusahaan meningkatkan nilai perusahaan

perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI yang dijadikan sampel tidak signifikan atau tidak begitu berarti. Meskipun ketersediaan arus kas bebas atau *free cash flow* yang bersumber dari utang jangka panjang pada struktur modal dapat memacu tingkat pertumbuhan perusahaan dalam bentuk pertumbuhan penjualan dan aset biologis produktif, namun masa investasi aset biologis atau *biological aset* yang panjang (3 tahun) dan kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO dalam periode penelitian (Gbr. 1.1 & Tabel 1.2) menyebabkan pertumbuhan perusahaan tidak memediasi pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Ketersediaan sumber daya keuangan terbukti menjadi penentu penting pertumbuhan perusahaan. Akses perusahaan kepada sumber keuangan dievaluasi oleh manajer dan terbukti signifikan memengaruhi pertumbuhan perusahaan. Laba perusahaan diukur menggunakan tingkat pengembalian penjualan sebagai *proxy* sumber daya keuangan yang tersedia dan terbukti menjadi prediktor yang baik pertumbuhan perusahaan. Akses kepada sumber keuangan yang lebih banyak memberi peluang lebih banyak kepada perusahaan-perusahaan yang menguntungkan untuk meningkatkan aktivitas dan penjualannya (Hermelo & Vassolo, 2007).

Para *top management* perusahaan menciptakan nilai perusahaan dengan menginvestasikan modal pada tingkat pengembalian yang melebihi biaya modal. Lebih banyak modal yang dapat diinvestasikan dengan tingkat pengembalian yang menarik menciptakan nilai lebih bagi perusahaan. Selama pengembalian modal melebihi biaya modal, pertumbuhan yang lebih cepat menciptakan nilai lebih perusahaan. Prinsip penciptaan nilai perusahaan harus menjadi bagian dari keputusan penting seperti strategi korporasi, merger, akuisisi, divestasi, struktur modal dan komunikasi-komunikasi dengan para investor dan calon investor. Penciptaan nilai perusahaan pada perusahaan *go public* harus menjadi bagian dari budaya perusahaan dan bagaimana perusahaan mengelola dirinya sendiri dari hari ke hari (Koller *et al.*, 2005: 4).

Perusahaan-perusahaan harus mengakses, memobilisasi dan menggunakan sumber-sumber daya sebelum dapat menghasilkan sumber-sumber daya untuk pertumbuhan. Tahapan-tahapan ini merupakan sifat dari proses-proses yang harus dilalui secara

berurutan. Tahapan-tahapan selanjutnya merupakan tahapan-tahapan penguatan pertumbuhan dan tren menurunnya pertumbuhan yang terakumulasi karena perusahaan-perusahaan bergerak menuju tahapan dewasa (Garnsey, 1998).

Terdapat hubungan negatif antara tingkat pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan. Rata-rata, peningkatan satuan dalam ukuran pertumbuhan perusahaan mengarah kepada penurunan nilai rata-rata perusahaan dan merupakan indikasi hubungan negatif antara dua variabel penelitian. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang lebih tinggi menunjukkan perluasan praktek perusahaan mengenai kesepakatan, manfaat dan sumber daya serta secara meyakinkan menandai kemungkinan yang lebih besar untuk bertahan hidup. Perusahaan yang mengalami pertumbuhan konstan memiliki kemungkinan lebih tinggi untuk mendapatkan pangsa pasar (Ater *et al.*, 2017).

Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian Harmelo & Vassolo, (2014), Koller *et al.* (2005) dan Garnsey (1998) yang mengkonfirmasi bahwa pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan harus didukung akses perusahaan yang mudah terhadap sumber-sumber keuangan. Lebih banyak modal yang dapat diinvestasikan dengan tingkat pengembalian yang menarik menciptakan nilai lebih bagi perusahaan. Pernyataan ini mengindikasikan ketersediaan arus kas bebas atau *free cash flow* yang bersumber dari struktur modal memacu pertumbuhan perusahaan.

Namun, hasil penelitian ini tidak didukung hasil penelitian Ater *et al.* (2017) yang menyatakan meskipun penggunaan utang jangka panjang dalam komposisi struktur modal menyebabkan percepatan pertumbuhan perusahaan, namun pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

5. Pengaruh Struktur Modal secara tidak langsung terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

Pengaruh struktur modal secara tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas positif dan tidak signifikan. Koefisien jalur bertanda positif mengindikasikan bahwa semakin tinggi komposisi hutang dalam struktur modal, pengaruh struktur

modal secara tidak langsung melalui profitabilitas menyebabkan nilai perusahaan semakin tinggi. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar 0,085 dan *p-value* sebesar 0,123, dapat dinyatakan tidak signifikan dan hipotesis ditolak. Kondisi ini mengungkap bahwa penggunaan utang yang tinggi dalam struktur modal untuk mendukung operasional perusahaan (Gbr. 5.1) secara tidak langsung melalui profitabilitas meningkatkan nilai perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI yang dijadikan sampel secara tidak signifikan atau tidak begitu berarti.

Meskipun ketersediaan arus kas bebas atau *free cash flow* yang bersumber dari utang jangka panjang pada struktur modal dapat menstimulasi tingkat pertumbuhan perusahaan dalam bentuk pertumbuhan penjualan dan aset biologis produktif perusahaan dan pertumbuhan perusahaan dapat menstimulasi profitabilitas, namun masa investasi aset biologis atau *biological aset* yang panjang (3 tahun) dan kondisi ekonomi yang tidak stabil pada periode penelitian yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO (Gbr. 1.1 & Tabel 1.2) menyebabkan profitabilitas tidak memediasi pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Pada model penelitian dapat juga ditemukan pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas negatif dan tidak signifikan. Koefisien jalur bertanda negatif mengindikasikan bahwa semakin tinggi komposisi utang dalam struktur modal, pengaruh struktur modal secara tidak langsung melalui pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan semakin rendah. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar -0,004 dan *p-value* sebesar 0,461, dapat dinyatakan tidak signifikan.

Utang dan ekuitas memiliki biaya yang berbeda. Biaya yang berbeda mencakup perbedaan antara suku bunga dan tingkat pengembalian modal yang ditentukan. Biaya yang berbeda juga mencakup perbedaan-perbedaan dalam biaya flotasi sekuritas, biaya perlakuan pajak dan biaya yang terkait dengan risiko keuangan. Maksimasi nilai perusahaan membutuhkan minimasi biaya keseluruhan modal. Struktur modal penting karena utang perusahaan memengaruhi risiko finansialnya. Pembayaran bunga merupakan tambahan biaya tetap yang meningkatkan volatilitas laba bersih atau *net income* dan laba bersih per saham atau *earning per*

share. Kenaikan tingkat risiko akan meningkatkan bunga yang harus dibayar pada penerbitan obligasi. Pinjaman meningkatkan biaya modal ekuitas di pasar saham dan selanjutnya akan meningkatkan kemungkinan perusahaan dalam kondisi kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan (Broyles, 2003: 304).

Mard *et al.* (2005: 3) menyatakan bahwa penciptaan nilai maksimal bagi pemilik perusahaan hanya dapat dilakukan bila manajemen memfokuskan kegiatannya pada faktor keberhasilan kritis bisnis yang paling penting. Manajemen harus menentukan strategi bisnisnya, mengidentifikasi faktor keberhasilan kritis untuk strategi tersebut, mengidentifikasi indikator kinerja utama yang terkait dengan faktor keberhasilan kritis tersebut dan menetapkan tolok ukur kinerja untuk indikator kinerja utama.

Profitabilitas memainkan peran mediasi penuh dalam menjelaskan hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan yang bermakna bahwa kebijakan penggunaan utang dalam struktur modal memberikan suatu sinyal bagi investor bahwa kebijakan pendanaan tersebut dapat meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan. Kebijakan utang dapat digunakan oleh perusahaan untuk mengendalikan arus kas bebas untuk menghindari tindakan investasi yang sia-sia, konsisten dengan teori agensi dan teori arus kas bebas (Bukit, 2012).

Hamidy *et al.* (2015) dalam penelitiannya menemukan bahwa pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas lebih besar dibanding pengaruh langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan, perusahaan sampel dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan meningkatkan utang. Peningkatan utang tersebut juga dapat meningkatkan profitabilitas yang secara tidak langsung dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan lebih tinggi. Profitabilitas dapat memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan secara signifikan dan positif.

Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian (Broyles, 2003) yang mengkonfirmasi bahwa maksimasi nilai perusahaan membutuhkan minimasi biaya keseluruhan modal. Struktur modal penting karena utang perusahaan memengaruhi risiko finansialnya. Pembayaran bunga merupakan tambahan biaya tetap yang meningkatkan volatilitas laba bersih atau *net income* sementara laba

bersih per saham atau *earning per share* sangat memengaruhi nilai perusahaan.

Namun, hasil penelitian ini tidak didukung hasil penelitian Mard *et al.* (2005), Bukit (2012) dan Hamidy *et al.* (2015) yang menyatakan profitabilitas memainkan peran mediasi penuh dalam menjelaskan hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan yang bermakna bahwa kebijakan penggunaan utang dalam struktur modal memberikan suatu sinyal bagi investor bahwa kebijakan pendanaan tersebut dapat meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan.

6. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas

Pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas positif dan signifikan kuat. Koefisien jalur bertanda positif mengindikasikan bahwa semakin tinggi pertumbuhan perusahaan menyebabkan profitabilitas semakin tinggi pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI yang dijadikan sampel. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar 0,262 dan *p-value* sebesar $<0,001$, dapat dinyatakan signifikan kuat dan hipotesis diterima. Kondisi ini mengungkapkan bahwa pada akhir tahun ketiga masa investasi (3 tahun) dilakukan pengakuan pertambahan aset biologis atau *biological aset* dan semenjak awal tahun keempat terjadi peningkatan kuantitas produksi CPO karena aset biologis mulai menghasilkan Tandan Buah Segar (TBS) sebagai bahan baku memproduksi CPO. Peningkatan %-tase produksi CPO cenderung lebih besar dari %-tase penurunan harga jual CPO (Gbr. 1.1 & Tabel 1.2) sehingga pertumbuhan perusahaan masih memberikan stimulus positif dan signifikan kuat terhadap profitabilitas.

Pertumbuhan dengan ekspansi organik dan pertumbuhan dengan akuisisi cenderung berbeda baik dalam hal proses yang mendasari jenis pertumbuhan dan implikasi ekonominya. Dalam sebuah penelitian terhadap perusahaan dengan pertumbuhan tinggi menunjukkan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi lebih muda dan lebih kecil, sebagian besar pertumbuhannya bersifat organik, sementara untuk perusahaan yang lebih besar dan lebih tua

ekspansi berasal dari pertumbuhan dengan akuisisi (Coad & Holzl, 2010).

Serrasqueiro (2009) dalam penelitiannya menggunakan berbagai estimator panel dinamis dalam meneliti hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas pada perusahaan-perusahaan. Terlepas dari estimator dinamis yang digunakan, menambah faktor-faktor penentu profitabilitas lainnya atau tidak, bukti empiris yang diperoleh menunjukkan bahwa hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan profitabilitas adalah positif dan signifikan secara statistik.

Pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI. Pertumbuhan perusahaan adalah tentang bagaimana perusahaan memasukkan investor ke dalam sistem ekonomi secara menyeluruh. Pertumbuhan perusahaan diharapkan oleh pihak internal dan eksternal perusahaan karena dapat memberikan aspek positif bagi investor (Missy *et al.*, 2016).

Yoo & Kim (2015) mengkonfirmasi bahwa pertumbuhan perusahaan yang cepat menyebabkan peningkatan profitabilitas periode berjalan. Fenomena ini sama dengan peningkatan tingkat pengembalian yang dinamis dan bertentangan dengan efek Penrose. Makna peningkatan tingkat pengembalian yang dinamis menjelaskan bahwa penurunan biaya produksi dan peningkatan produktifitas dapat dilakukan berdasarkan pengalaman yang diperoleh melalui pertumbuhan yang cepat yang mendorong peningkatan profitabilitas.

Pertumbuhan penjualan tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan laba bersih dan ROA, oleh sebab itu proksi pertumbuhan penjualan tidak menunjukkan hubungan apapun dengan profitabilitas jika diukur menggunakan laba bersih dan ROA. Namun, pertumbuhan aset memiliki hubungan positif dan signifikan laba bersih dan ROA, oleh sebab itu proksi pertumbuhan aset menunjukkan hubungan positif dan signifikan dengan profitabilitas yang diukur dengan laba bersih dan ROA (Sanjaya & Jayasiri, 2015).

Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas pada Perusahaan Sektor Perbankan pada periode 2014 - 2016. Hasil ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan yang meningkat menurunkan profitabilitas. Pertumbuhan perusahaan memengaruhi profitabilitas perusahaan

melalui aktiva yang dimiliki. Aktiva yang dimiliki berpengaruh terhadap produktifitas dan efisiensi perusahaan yang akhirnya berpengaruh terhadap profitabilitas. Pertumbuhan aktiva yang tidak diikuti dengan peningkatan laba dapat menurunkan profitabilitas perusahaan (Swastika & Isharijadi, 2017).

Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian Serrasqueiro (2009), Missy *et al.* (2016) dan Yoo & Kim (2015) yang mengkonfirmasi bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas, semakin cepat dan tinggi pertumbuhan perusahaan mendorong peningkatan profitabilitas perusahaan.

Namun, hasil penelitian ini tidak didukung hasil penelitian Sanjaya & Jayasiri (2015) yang menyatakan pertumbuhan perusahaan (pertumbuhan penjualan) tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan profitabilitas (laba bersih dan ROA) dan Swastika & Isharijadi (2017) yang menyatakan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas.

7. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan positif dan tidak signifikan. Koefisien jalur bertanda positif mengindikasikan bahwa semakin tinggi pertumbuhan perusahaan menyebabkan nilai perusahaan semakin tinggi pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI yang dijadikan sampel. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar 0,009 dan *p-value* sebesar 0,110, dapat dinyatakan tidak signifikan dan hipotesis ditolak. Kondisi ini mengungkapkan bahwa selama dalam masa konstruksi atau investasi *biological asset* (3 tahun) meskipun terdapat penambahan nilai aset dalam konstruksi yang sangat signifikan tidak serta merta mendorong meningkatnya nilai perusahaan karena aset belum produktif. Kecenderungan peningkatan nilai perusahaan yang disebabkan peningkatan nilai aset biologis terjadi di awal tahun keempat pada masa aset menjadi aset yang produktif atau menghasilkan Tandan Buah Segar (TBS). Kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai dengan penurunan harga jual CPO (Gbr. 1.1 & Tabel 1.2) menjadi salah satu faktor penyebab minimnya pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap

nilai perusahaan. Dapat disebutkan bahwa investor tidak merespons tingkat pertumbuhan perusahaan atau tidak memengaruhi sikap investor hingga terjadinya pemulihan kondisi ekonomi.

Analisis *Total Shareholder Return* (TSR) menggunakan kombinasi pertumbuhan penjualan dan perubahan dalam margin yang menghasilkan pertumbuhan EBITDA atau *earning before interest, taxes, depreciation, and amortization* sebagai indikator kasar kemajuan perusahaan dalam nilai fundamentalnya menunjukkan bahwa pertumbuhan merupakan sumber dominan TSR sepanjang periode meskipun faktor-faktor lain tidak begitu nyata dalam jangka pendek (Olsen *et al.*, 2006).

Pertumbuhan perusahaan secara organik memiliki efek yang lebih baik terhadap kinerja perusahaan daripada pertumbuhan anorganik. Selain itu, dalam model pertumbuhan tiga mode, momentum pertumbuhan pasar menunjukkan efek yang paling positif terhadap kinerja perusahaan dari ketiga mode pertumbuhan. Lebih lanjut, hasil-hasilnya memberikan bukti untuk implikasi kinerja yang lebih baik dari pertumbuhan pangsa pasar dibandingkan dengan pertumbuhan anorganik (Tingler, 2015).

Purwanto & Marsono (2017) menemukan pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh langsung positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan mempunyai pengaruh langsung positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Kinerja perusahaan sebagai variabel intervening mampu memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Kinerja perusahaan sebagai variabel intervening mampu memediasi pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian Dewi *et al.* (2014) mengungkapkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti setiap pertambahan perubahan total aktiva pada periode penelitian memengaruhi harga per lembar saham terhadap ekuitas per lembar saham di kalangan investor. Hasil temuan ini didukung oleh Stulz (1990) yang menemukan bukti bahwa perusahaan yang menghadapi kesempatan pertumbuhan yang rendah memiliki rasio utang yang berhubungan secara positif dengan nilai perusahaan.

Hubungan antara tingkat pertumbuhan dengan nilai perusahaan tergantung pada kondisi arus kas perusahaan yang menerbitkan surat hutang dengan warran (*detachable BW*). Untuk perusahaan dengan arus kas baik tingkat pertumbuhan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Perihal ini menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan berdampak negatif kuat pada nilai perusahaan terhadap nilai perusahaan pada waktu perusahaan yang menerbitkan memiliki arus kas yang baik (Oh & Kim, 2016).

Industri investasi telah menyarankan agar setiap manajer memaksimalkan pertumbuhan penjualan dan pendapatan seiring waktu. Resep ini didasarkan pada anggapan bahwa pertumbuhan sinonim dengan penciptaan nilai pemilik saham. Hasil studi empiris ini menunjukkan bahwa maksimasi pertumbuhan tidak memaksimalkan profitabilitas korporasi dan nilai pemilik saham. Sebaliknya, perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan moderat dalam penjualan dan pendapatan menunjukkan tingkat pengembalian dan penciptaan nilai tertinggi (Ramezani *et al.*, 2001).

Hasil penelitian ini secara parsial didukung hasil penelitian Olsen *et al.* (2006), Tingler (2015), Purwanto & Marsono (2017) dan Dewi *et al.* (2014) yang mengkonfirmasi bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti setiap pertambahan perubahan total aktiva pada periode penelitian memengaruhi harga per lembar saham terhadap ekuitas per lembar saham di kalangan investor. Dalam hal signifikansi, penelitian ini tidak searah dengan hasil keempat studi empiris tersebut, karena hasil statistik keempat penelitian tersebut adalah signifikan, sementara pada penelitian ini tidak signifikan.

Namun, hasil penelitian ini tidak didukung hasil penelitian Oh & Kim (2016) dan Ramezani *et al.* (2001) yang menyatakan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

8. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan secara tidak langsung terhadap Nilai Perusahaan melalui Profitabilitas

Pengaruh pertumbuhan perusahaan secara tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas negatif dan tidak signifikan. Koefisien jalur bertanda negatif mengindikasikan bahwa semakin tinggi pertumbuhan perusahaan secara tidak langsung melalui profitabilitas menyebabkan nilai perusahaan semakin rendah pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI yang dijadikan sampel. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar $-0,033$ dan p -value sebesar $0,264$, dapat dinyatakan tidak signifikan dan hipotesis ditolak. Kondisi ini mengungkapkan bahwa meskipun pertumbuhan perusahaan secara langsung dapat meningkatkan profitabilitas dengan signifikan kuat dan profitabilitas memengaruhi nilai perusahaan secara terbalik dan signifikan, pengaruh tidak langsung pertumbuhan perusahaan melalui profitabilitas hanya bersifat positif namun tidak berarti atau tidak signifikan. Perihal ini tentu tidak terlepas dari kondisi ekonomi yang tidak stabil selama periode penelitian yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO (Gbr. 1.1 & Tabel 1.2) atau dapat dinyatakan bahwa investor tidak merespons pertumbuhan perusahaan yang mendorong meningkatnya profitabilitas atau tidak memengaruhi sikap investor hingga terjadinya pemulihan kondisi ekonomi.

Perusahaan yang bertumbuh dengan cepat mendapat manfaat dan citra positif karena perusahaan besar lebih diinginkan daripada perusahaan kecil. Pengaruh langsung pertumbuhan perusahaan positif dan signifikan terhadap profitabilitas dan pengaruh langsung profitabilitas positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas memediasi pengaruh tidak langsung pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan, namun pengaruh langsung pertumbuhan perusahaan positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak dapat secara langsung memengaruhi nilai perusahaan namun dapat secara langsung memengaruhi profitabilitas dan secara tidak langsung memengaruhi nilai perusahaan melalui profitabilitas (Missy *et al.*, 2016).

Cho & Pucik (2005) menemukan bukti hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan nilai perusahaan adalah signifikan dan hubungan antara profitabilitas dengan nilai perusahaan juga signifikan. Secara keseluruhan disimpulkan bahwa pengaruh mediasi profitabilitas ada dalam hubungan pertumbuhan perusahaan dan nilai perusahaan. Berdasarkan hasil uji keragaman *chi-square* dapat disimpulkan bahwa jalur hubungan pertumbuhan perusahaan menuju profitabilitas dan selanjutnya menuju nilai perusahaan sudah tepat.

Studi empiris yang dilakukan Paminto *et al.* (2016) menemukan bahwa koefisien regresi pertumbuhan perusahaan adalah -0,022 dengan tingkat signifikansi 0.1449. Kedua angka bermakna bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas. Hal ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak direspons oleh investor atau tidak memengaruhi sikap investor, meskipun pertumbuhan perusahaan dapat meningkatkan *net income* perusahaan di masa yang akan datang.

Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian Paminto *et al.* (2016) yang mengkonfirmasi bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas.

Namun, hasil penelitian ini tidak didukung hasil penelitian Missy *et al.* (2016) dan Cho & Pucik (2005) yang menyatakan bahwa profitabilitas memediasi pengaruh tidak langsung pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan.

9. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan negatif dan signifikan. Koefisien jalur bertanda negatif mengindikasikan bahwa semakin tinggi profitabilitas menyebabkan nilai perusahaan semakin rendah pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI yang dijadikan sampel. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar -0,126 dan *p-value* sebesar 0,042, dapat dinyatakan signifikan dan hipotesis ditolak. Kondisi ini mengungkapkan bahwa peningkatan profitabilitas yang didorong oleh pertumbuhan perusahaan tidak direspons oleh investor karena kondisi ekonomi yang tidak stabil pada periode penelitian yang

ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO selama periode penelitian (Gbr. 1.1 & Tabel 1.2) sehingga profitabilitas yang ada tidak seperti yang diharapkan oleh para investor atau lebih rendah dan menjadi sinyal bagi investor bahwa meskipun perusahaan perkebunan masih memiliki profitabilitas namun akan memberikan tingkat pengembalian yang lebih rendah seiring dengan menurunnya profitabilitas. Dan dapat dinyatakan efek positif profitabilitas terhadap nilai perusahaan dibatalkan oleh utang yang tinggi.

Terkadang, istilah 'Laba' dan 'Kemampulabaan' digunakan secara bergantian. Namun, sebenarnya ada perbedaan di antara keduanya. Laba adalah istilah yang bersifat mutlak, sementara profitabilitas adalah konsep yang bersifat relatif. Namun, keduanya saling terkait dan saling bergantung satu sama lain, memiliki peran yang nyata dalam bisnis. Laba mengacu pada total pendapatan yang diterima oleh perusahaan selama periode waktu tertentu sementara profitabilitas mengacu pada efisiensi operasi perusahaan. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk mendapatkan pengembalian yang cukup atas modal dan karyawan yang digunakan dalam operasi perusahaan (Innocent *et al.*, 2013).

Keberhasilan kinerja perusahaan secara konsisten mengarahkan perusahaan merealisasi nilai pasar perusahaan dan terus meningkat. Hasil penelitian ini juga mendukung teori *pecking order* yang menyatakan bahwa suatu perusahaan yang memiliki pendapatan tinggi mendukung keberhasilan kinerja operasional perusahaan, selanjutnya perusahaan lebih memilih melakukan pendanaan internal untuk operasional perusahaan. Ketersediaan dana internal cukup untuk membiayai operasi perusahaan yang membutuhkan banyak biaya untuk merealisasi keberhasilan kinerja perusahaan dalam menciptakan laba. Risiko minimal yang diperoleh dari pengurangan utang membuat kinerja keuangan perusahaan menjadi lebih baik dan dinilai oleh investor sebagai faktor positif bagi perusahaan di masa depan (Andawasatya *et al.*, 2017).

Profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena nilai perusahaan memiliki sentimen positif terhadap pencapaian laba dan memberi keyakinan atas pembayaran dividen. Harga saham meningkat karena perusahaan menunjukkan sinyal positif untuk membayar dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan Haugen & Baker (1996) yang membuktikan bahwa semakin besar profitabilitas

perusahaan, semakin banyak keuntungan didistribusikan kepada pemegang saham, sehingga nilai perusahaan meningkat. Kusuma *et al.* (2012) dan Chen & Chen (2011) secara empiris menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (Sabrin *et al.*, 2016).

Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *real estate and property*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas, semakin tinggi pula nilai perusahaan. Semakin tinggi kemampuan perusahaan menghasilkan laba dan menaikkan nilai perusahaan yang tercermin pada kenaikan harga saham perusahaan. Perusahaan yang memiliki profitabilitas besar cenderung diminati oleh investor. Investor beranggapan bahwa perusahaan yang mempunyai profit besar menghasilkan *return* yang besar pula dan hal ini ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif dari perusahaan, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan mempermudah manajemen perusahaan untuk menarik modal dalam bentuk saham (Kusuma *et al.*, 2013).

Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian Andawasatya *et al.* (2017), Sabrin *et al.* (2016) dan Kusuma *et al.* (2013) yang mengkonfirmasi bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, namun penelitian ini memiliki koefisien jalur yang negatif atau tidak searah dengan ketiga penelitian yang menjadi pembanding.

10. Moderasi Kebijakan Dividen atas Pengaruh

Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Moderasi kebijakan dividen atas pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan positif dan signifikan kuat. Koefisien jalur bertanda positif mengindikasikan bahwa kebijakan dividen memoderasi (memperkuat) pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI yang dijadikan sampel. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar 0,428 dan *p-value* sebesar $<0,001$, dapat dinyatakan signifikan kuat dan hipotesis diterima. Kondisi ini mengungkapkan bahwa kebijakan dividen berfungsi sebagai moderasi mutlak (*absolute moderation*) atau memperkuat pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai

perusahaan dan perihal ini juga menunjukkan bahwa pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan yang positif dan tidak signifikan dapat dimitigasi atau diubah menjadi positif dan signifikan dengan melakukan peningkatan pembayaran dividen ke arah yang optimal dan konsisten sesuai dengan harapan para investor yang telah memutuskan untuk berinvestasi dengan membeli saham perusahaan. Pembayaran dividen yang tinggi secara konsisten menimbulkan kepercayaan investor terhadap perusahaan dan investor akan memberi kemudahan bagi manajemen perusahaan untuk mendapatkan dana eksternal melalui perdagangan saham.

Perspektif *signaling* menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan berkualitas tinggi berkomitmen atas dividen yang lebih besar untuk memberi sinyal ke pasar tentang kualitas perusahaan yang lebih tinggi. Perusahaan berkualitas tinggi membayar dividen lebih tinggi untuk mengurangi disparitas informasi antara manajer dan investor perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi. Dividen yang tinggi dapat diasosiasikan dengan peluang investasi yang tinggi. Pembayaran dividen mengurangi sumber daya perusahaan dan membantu menurunkan biaya keagenan arus kas bebas. Dividen lebih tinggi pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan lambat dibanding perusahaan dengan peluang investasi yang baik. Hal ini mengasumsikan bahwa perusahaan-perusahaan tanpa peluang investasi yang menguntungkan membayar dividen lebih tinggi daripada perusahaan-perusahaan yang mengerjakan proyek-proyek dengan *net present value* (NVP) negatif (Gul, 1999).

Berdasarkan bukti empiris, Gordon (1959) menemukan bahwa dividen memiliki pengaruh lebih besar terhadap harga saham daripada terhadap laba ditahan. Ditambahkan argumentasi bahwa tingkat pengembalian atas saham meningkat dengan fraksi laba ditahan karena ketidakpastian diasosiasikan dengan pendapatan masa yang akan datang. Dalam argumennya juga disebutkan bahwa pembayaran dividen menurunkan biaya modal atau tingkat pengembalian atas ekuitas yang diharapkan.

Budagaga (2017) menemukan bahwa terdapat hubungan positif dan signifikan antara dividen tunai per saham dan nilai perusahaan, lebih jauh, nilai buku dan pendapatan abnormal secara signifikan berhubungan dengan nilai perusahaan. Oleh sebab itu,

temuan mendukung makna proposisi relevansi dan konsisten dengan teori keagenan, sementara teori irelevan tidak aplikatif.

Penelitian yang dilakukan oleh Subramaniam *et al.* (2014) telah memperluas literatur kebijakan dividen yang ada dengan memberikan bukti dari ekonomi yang sedang berkembang dengan struktur kelembagaan yang berbeda dari ekonomi maju. Penelitian ini membuktikan hubungan negatif antara perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi dan pembayaran dividen yang lebih lemah pada perusahaan-perusahaan Bumiputera Malaysia. Dasar pemikiran untuk kedua hal ini: pertama, perusahaan-perusahaan Bumiputera Malaysia berhubungan dengan Kebijakan Ekonomi Baru/*New Economy Policy* (NEP) pemerintah Malaysia, oleh sebab itu cenderung membayar dividen terlepas dari tingkat pertumbuhan dan kinerja perusahaan-perusahaan. Kedua, perusahaan-perusahaan Bumiputera Malaysia sangat *leveraged* dan secara politik berhubungan dan cenderung membayar dividen terlepas dari ukuran kinerja.

Temuan-temuan empiris mengungkapkan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara rasio pembayaran dividen perusahaan dengan volatilitas harga sahamnya dan hubungan positif dan tidak signifikan antara dividen dan volatilitas harga saham. Keseluruhan hasil menyampaikan bahwa rasio pembayaran dividen yang tinggi menuntun kepada volatilitas harga saham yang rendah. Rasio pembayaran dividen merupakan penentu volatilitas harga saham (Al-Shawawreh, 2014).

Secara parsial, hasil penelitian ini didukung hasil penelitian Gul (1999), Gordon (1959) dan Budagaga (2017) yang mengkonfirmasi bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dan pembayaran dividen menurunkan biaya modal atau tingkat pengembalian atas ekuitas yang diharapkan.

Namun, hasil penelitian ini secara parsial tidak didukung hasil penelitian Subramaniam *et al.* (2014) dan Al-Shawawreh (2014) yang menyatakan bahwa pengaruh kebijakan dividen negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan atau rasio pembayaran dividen yang tinggi menuntun kepada volatilitas harga saham yang rendah.

11. Moderasi Kebijakan Dividen atas Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Moderasi kebijakan dividen atas pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan positif dan signifikan lemah. Koefisien jalur bertanda positif mengindikasikan bahwa kebijakan dividen memoderasi (memperkuat) pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI yang dijadikan sampel. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar 0,106 dan *p-value* sebesar 0,074, dapat dinyatakan signifikan lemah dan hipotesis diterima. Kondisi ini mengungkapkan bahwa kebijakan dividen berfungsi sebagai moderasi murni (*pure moderation*) atau memperkuat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dan perihal ini juga menunjukkan bahwa pengaruh struktur modal yang negatif dan signifikan kuat terhadap nilai perusahaan dapat dimitigasi atau diubah ke arah yang positif dan signifikan jika manajemen perusahaan meningkatkan pembayaran dividen ke arah yang optimal dan konsisten sesuai dengan harapan para investor yang telah memutuskan untuk berinvestasi dengan membeli saham perusahaan.

Koefisien jalur pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan yang negatif terjadi karena kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO selama periode penelitian (Gbr. 1.1 & Tabel 1.2). Harga jual yang berkecenderungan turun mengakibatkan tingkat profitabilitas menjadi jauh lebih rendah atau tingkat pendapatan tidak dapat dipertahankan meskipun telah terjadi pertumbuhan produksi. Pilihan utang jangka panjang sebagai sumber pembiayaan tidak lagi dapat dihindari dan komposisi utang jangka panjang yang meningkat menyebabkan biaya rata-rata modal tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) dan resiko keuangan atau *financial risk* menjadi lebih tinggi dan menekan nilai perusahaan. Kondisi ini direspons oleh investor sebagai sinyal yang tidak baik untuk melakukan investasi membeli saham perusahaan.

Krisis keuangan global memengaruhi profitabilitas perusahaan-perusahaan dan juga kebijakan pembayaran devidennya. Hasil dari model efek tetap menunjukkan bahwa investor menilai positif perusahaan-perusahaan yang membayar dividen lebih tinggi pada periode 2001 - 2011. Temuan penelitian ini menunjukkan

bahwa manajer dapat menciptakan nilai dengan meningkatkan dividen ke tingkat yang optimal. Penelitian ini juga menemukan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi secara positif oleh *leverage* dan ukuran perusahaan (Anton, 2016).

Perusahaan yang menggunakan lebih banyak utang dapat menciptakan nilai lebih, tetapi hingga batas tertentu saja yang sesuai dengan nilai koefisien *total debt to total assets* (TDTA). Disarankan bahwa perusahaan perlu mencari sumber utang murah tidak seperti bunga tetap atas utang. Pertumbuhan penjualan dan peningkatan kekayaan pemegang saham dapat menciptakan nilai perusahaan tetapi studi ini mengungkapkan bahwa perputaran aset tetap tidak berdampak pada nilai perusahaan. Hal ini berarti perusahaan dengan aset tetap yang berfluktuasi tidak memiliki peran dalam perubahan nilai perusahaan. Penghasilan per saham dari setiap perusahaan dapat menciptakan nilai perusahaan itu sendiri. Jika lebih banyak penghasilan per saham ditampilkan dalam laporan tahunan, maka nilai perusahaan yang lebih tinggi tercipta (Rehman, 2016).

Temuan Andiema & Atieno (2016) mengungkapkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai pemegang saham pada bank. Perihal ini terjadi karena keputusan-keputusan dividen dipengaruhi secara signifikan oleh biaya modal dan ketersediaan modal. Hal ini juga mengungkapkan bahwa sebagian besar bank membayar dividen hanya setelah mempertimbangkan dengan hati-hati kecenderungan pasar untuk tidak memengaruhi *leverage*-nya. NPV proyek yang diusulkan juga penting dalam menentukan keputusan pembiayaan di bank dan akibatnya keputusan dividen sebagian besar bank untuk membayar dividen hanya diambil pada waktu bank-bank tidak memiliki peluang investasi yang menguntungkan. Efek keputusan dividen terhadap struktur modal harus diperhitungkan oleh bank komersial ketika mempertimbangkan opsi pembiayaan proyek karena relevan dengan kekayaan pemegang saham.

Nilai perusahaan tidak bergantung pada struktur modal yang membentuk landasan perdebatan tentang teori struktur modal. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan struktur modal memiliki berbagai implikasi yang dapat memengaruhi nilai perusahaan. Dengan menggunakan analisis regresi dalam menganalisis laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan bank-

bank, dapat diamati bahwa *leverage* atau utang memainkan peran penting dalam memaksimalkan nilai perusahaan, sementara biaya modal memiliki kontribusi minimum terhadap peningkatan nilai perusahaan di bidang perbankan (Lawal, 2014).

Terdapat korelasi yang sangat tinggi antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan dan merupakan korelasi yang hampir sempurna (mendekati 0,1), 0,1 menunjukkan korelasi sempurna. Kondisi ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh yang sangat besar terhadap nilai perusahaan yang *go public* di Nigeria. Penelitian ini menambah literatur kebijakan dividen perusahaan di Nigeria. Hasil penelitian menggarisbawahi perlunya Direksi (BODs) mempertahankan peningkatan yang stabil pendapatan, arus kas dan pembayaran dividen (Nwamaka & Ezeabasili, 2017).

Secara parsial, hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Anton (2016), Rehman (2016), Andiem & Atieno (2016), Lawal (2014) dan Nwamaka & Ezeabasili (2017) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat diciptakan dengan peningkatan pembayaran dividen ke arah yang optimal. Semakin tinggi penghasilan per saham ditampilkan dalam laporan tahunan, maka nilai perusahaan akan lebih tinggi.

12. Moderasi CSR atas Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Moderasi CSR atas pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan negatif dan tidak signifikan. Koefisien jalur bertanda negatif mengindikasikan bahwa CSR tidak memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI yang dijadikan sampel. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar -0,088 dan *p-value* sebesar 0,114, dapat dinyatakan tidak signifikan dan hipotesis ditolak. Kondisi ini mengungkapkan bahwa CSR tidak berfungsi sebagai moderasi atau tidak memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan atau dapat dinyatakan bahwa CSR hanya sebagai moderasi potensial atau *homologiser moderation*. Perihal ini terjadi karena kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai dengan kecenderungan penurunan harga jual CPO selama periode penelitian (Gbr. 1.1 & Tabel 1.2). Investor juga

tidak merespons upaya pelaksana CSR yang dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Ekspektasi para investor, calon investor dan pemangku kepentingan lainnya terhadap pelaksanaan CSR sebagai salah faktor penentu kelangsungan hidup perusahaan mendorong CSR mendapat perhatian yang besar dari manajemen perusahaan. Dewasa ini, investor dan calon investor cenderung melakukan investasi pada saham perusahaan yang diyakini dapat memberikan tingkat pengembalian atau *rate of return* dalam jangka panjang meskipun tidak begitu besar dan CSR menjadi faktor yang sensitif dalam memengaruhi keputusan investasi para investor dan calon investor.

Penelitian yang dilakukan oleh Hermawan & Mulyawan (2014) menawarkan dua implikasi. Pertama, temuan menunjukkan bahwa kualitas pengungkapan CSR perusahaan yang terdaftar di BEI memiliki sedikit korelasi dengan kinerja keuangan perusahaan, khususnya analisis profitabilitas. Ini menunjukkan bahwa motivasi pengungkapan CSR di Indonesia hanya untuk menjaga reputasi baik bagi pemegang saham daripada konsekuensi mengalokasikan dana surplus. Kedua, kurangnya pengawasan pemerintah dalam menerapkan pelaporan CSR yang baik telah menyebabkan laporan tidak sesuai dengan standar internasional yang berlaku.

Gherghina *et al.* (2015) dalam penelitiannya menggunakan sampel perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek New York dan Pasar Saham NASDAQ, periode 2008 - 2011. Hasilnya menunjukkan pengaruh positif CSR yang diukur dengan Indeks CSR (CSRI) terhadap nilai perusahaan yang diproksikan dengan rasio Tobin-Q yang disesuaikan dengan sektor kegiatan. Selanjutnya, reputasi perusahaan di pasar dengan keterlibatan CSR yang tinggi dan pengungkapan CSR yang baik tercermin dalam peningkatan jumlah pelanggan dan penjualan.

Hasil penelitian Jiraporn *et al.* (2016) menunjukkan bahwa CSR perusahaan dipengaruhi oleh tingkat CSR perusahaan di sekitarnya dalam kode pos yang sama, selanjutnya melakukan eksploitasi variasi CSR di seluruh kode pos untuk memperkirakan dampak CSR pada nilai perusahaan. Karena penetapan kode pos hanya didasarkan pada efisiensi dalam pengiriman surat, dan bukan pada kebijakan atau hasil perusahaan, maka cenderung eksogen.

Hasil *two stages-least square* menunjukkan bahwa tingkat CSR yang tinggi menghasilkan nilai perusahaan yang jauh lebih tinggi.

Kurniasari & Warastuti (2015) melakukan studi empiris yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh pengungkapan CSR terhadap nilai perusahaan. Objek penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar dalam indeks SRI KEHATI Bursa Efek Indonesia tahun 2009 - 2010. Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sementara CSR tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Selain itu, pengolahan data menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan dalam pengaruh CSR pada nilai perusahaan pada perusahaan yang diobservasi dan yang tidak. Perihal ini juga menunjukkan bahwa program CSR perusahaan bukanlah faktor penting yang harus dipertimbangkan oleh investor di Indonesia. Hasil ini menunjukkan bahwa sedikit banyaknya praktik-praktik CSR perusahaan tidak berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Secara parsial, hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Kurniasari & Warastuti (2015) yang mengkonfirmasi bahwa CSR tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan tidak ada perbedaan dalam pengaruh CSR pada nilai perusahaan pada perusahaan yang diobservasi dan yang tidak.

Namun, hasil penelitian ini secara parsial tidak didukung oleh hasil penelitian Hermawan & Mulyawan (2014), Gherghina *et al.* (2015) dan Jiraporn *et al.* (2016) yang menyatakan bahwa CSR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

13. Moderasi CSR atas Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Moderasi CSR atas pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan positif dan signifikan. Koefisien jalur bertanda positif mengindikasikan bahwa CSR memoderasi atau memperkuat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di BEI yang dijadikan sampel. Hasil analisis menunjukkan bahwa koefisien jalur sebesar 0,214 dan *p-value* sebesar 0,002, dapat dinyatakan signifikan kuat dan hipotesis diterima. Kondisi ini mengungkapkan bahwa CSR berfungsi sebagai moderasi atau memperkuat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan atau dapat dinyatakan bahwa CSR

sebagai moderasi murni (*pure moderation*) dan perihal ini juga menunjukkan bahwa pengaruh struktur modal yang negatif dan signifikan kuat terhadap nilai perusahaan dapat dimitigasi atau diubah ke arah yang positif dan signifikan jika manajemen memutuskan melakukan peningkatan pelaksanaan CSR ke arah yang optimal dan konsisten sesuai dengan harapan para investor yang telah memutuskan untuk berinvestasi dengan membeli saham perusahaan.

CSR diharapkan mengarahkan ulang fokus kegiatan perusahaan dari maksimasi kekayaan pemegang saham ke arah kepentingan-kepentingan para pemangku kepentingan. Fakta mengungkapkan bahwa para pekerja pada perusahaan yang bertanggung jawab secara sosial atau *Socially Responsible* (SR) menghasilkan proporsi yang lebih besar (total penjualan per karyawan secara signifikan lebih tinggi) dan sebagian kecil dari proporsi ini akan diterima pemegang saham (*return on equity* secara signifikan lebih rendah). Temuan kuat kedua adalah dampak negatif yang signifikan (baik dalam hal produktivitas dan *return on equity*) jika keluar dari indeks Domini. Temuan ini memastikan konsekuensi negatif akan timbul jika CSR ditinggalkan oleh perusahaan (Becchetti *et al.*, 2005).

Gherghina & Simionescu (2015) dalam penelitiannya menemukan tidak ada hubungan yang signifikan secara statistik antara CSR dan nilai merek dagang. Oleh karena itu, bagi perusahaan-perusahaan sampel yang menjalankan CSR akan kesulitan menentukan apakah CSR mempengaruhi nilai merek dagang atau sebaliknya. Lebih lanjut, ditemukan hubungan yang signifikan dan positif antara CSR dan kinerja perusahaan yang diukur dengan menggunakan *return on assets* (ROA). Temuan ini searah dengan hasil-hasil penelitian yang menemukan hubungan antara CSR dan kinerja perusahaan (Waddock & Graves, 1997; Tsoutsoura, 2004; Dumitrescu & Simionescu, 2014).

Perusahaan dengan skor CSR yang lebih tinggi menikmati biaya ekuitas yang jauh lebih rendah. Secara khusus, investasi CSR sehubungan dengan karyawan, kebijakan lingkungan dan strategi produk berkontribusi menurunkan biaya ekuitas perusahaan, tindakan-tindakan terkait CSR di bidang hubungan masyarakat, keragaman dan hak asasi manusia tidak. Perusahaan yang terkait

dengan industri tembakau dan tenaga nuklir memiliki biaya pendanaan ekuitas yang lebih tinggi. Temuan menunjukkan bahwa peningkatan CSR dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi biaya ekuitas perusahaan. Penelitian sebelumnya menekankan pada pentingnya tata kelola perusahaan untuk penilaian perusahaan dan akses terhadap pembiayaan eksternal, penelitian ini menunjukkan bahwa investasi dalam kegiatan CSR juga penting bagi perusahaan karena memiliki kekuatan menjelaskan biaya ekuitas perusahaan selain tata kelola perusahaan dan faktor risiko lainnya (Ghoul *et al.*, 2010).

Kinerja CSR yang tinggi mengurangi asimetri informasi yang memungkinkan perusahaan untuk menerbitkan volume ekuitas yang lebih besar dan mengurangi ketergantungan perusahaan pada kondisi pasar dalam pengambilan keputusan pembiayaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan menentukan hingga batasan tertentu keputusan pembiayaan sesuai dengan tingkat CSR, kinerja sosial dan lingkungan mereka. Perusahaan yang bertanggung jawab secara sosial sadar atas keuntungan yang diperoleh, dapat mengeluarkan ekuitas lebih sering dan dalam jumlah yang lebih besar didorong oleh menurunnya informasi asimetri dan biaya ekuitas yang lebih rendah. (Pijourlet, 2013).

Wang *et al.* (2013) mengkonfirmasi bahwa kinerja CSR dapat secara signifikan memengaruhi biaya ekuitas perusahaan dan memiliki dampak yang berbeda di berbagai benua. Terdapat bukti yang mendukung dua hipotesis penelitian ini. Selain itu, pemeriksaan berbagai komponen kinerja CSR memberikan hasil yang sama sehubungan dengan dimensi-dimensi tata kelola, lingkungan dan sosial. Berdasarkan kategori-kategori ini, sebagian besar perusahaan di Amerika Utara dan Eropa dapat secara signifikan mengurangi biaya ekuitas, terutama yang mengelola bidang-bidang ekonomi dan lingkungan. Perihal ini menunjukkan bahwa pertimbangan-pertimbangan yang relevan bagi perusahaan-perusahaan di negara-negara Barat adalah kinerja keuangan dan perlindungan lingkungan, merupakan cara paling efektif untuk mengurangi biaya ekuitas.

Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Becchetti *et al.* (2005), Gherghina & Simionescu (2015), Ghoul *et al.* (2010), Pijourlet (2013) dan Wang *et al.* (2013) yang mengkonfirmasi bahwa CSR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan terutama dalam

hal menurunkan atau menekan biaya ekuitas perusahaan. Pelaksanaan CSR juga dapat menurunkan asimetri informasi dan memungkinkan perusahaan untuk menerbitkan volume ekuitas yang lebih besar dan mengurangi ketergantungan perusahaan pada kondisi pasar dalam pengambilan keputusan pembiayaan.

C. Temuan Studi

Beberapa temuan yang dapat disebut sebagai penemuan baru pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

- 1) Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan yang negatif dan signifikan kuat terjadi pada periode kondisi ekonomi tidak stabil yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual produk akhir dalam jangka panjang, meskipun terdapat pertumbuhan perusahaan yang menstimulasi peningkatan profitabilitas.
- 2) Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan yang negatif dan signifikan kuat dapat dimitigasi atau diubah menjadi positif dan signifikan oleh manajemen perusahaan dengan melakukan kebijakan peningkatan pembayaran dividen ke arah optimal. Upaya ini semakin nyata jika diikuti pertimbangan yang teliti dan akurat atas manfaat dan biaya marjinal utang jangka panjang dalam pembiayaan operasi perusahaan terutama pada waktu kondisi ekonomi tidak stabil yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual produk akhir. Kondisi ini dapat terjadi karena kebijakan dividen memoderasi atau memperkuat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dan dapat dinyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan moderasi murni atau *pure moderation*.
- 3) Pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui pertumbuhan perusahaan yang positif dan tidak signifikan dapat dimitigasi atau diubah menjadi positif dan signifikan oleh kebijakan pembayaran dividen yang semakin meningkat ke arah optimal. Upaya ini semakin nyata jika diikuti pertimbangan yang teliti dan akurat atas manfaat dan biaya marjinal utang jangka panjang dalam pembiayaan operasi perusahaan terutama pada waktu kondisi ekonomi tidak stabil yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual produk akhir. Kondisi ini dapat terjadi karena kebijakan dividen memoderasi atau memperkuat pengaruh pertumbuhan

perusahaan terhadap nilai perusahaan dan dapat dinyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan moderasi mutlak atau *absolute moderation*.

- 4) Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan yang negatif dan signifikan kuat dapat dimitigasi atau diubah menjadi positif dan signifikan oleh manajemen perusahaan dengan melakukan kebijakan CSR yang optimal. Upaya ini semakin nyata jika diikuti pertimbangan yang teliti dan akurat atas manfaat dan biaya marjinal utang jangka panjang dalam pembiayaan operasi terutama pada waktu kondisi ekonomi tidak stabil yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual produk akhir. Kondisi ini dapat terjadi karena kebijakan CSR memoderasi atau memperkuat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dan dapat dinyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan moderasi murni atau *pure moderation*.
- 5) Pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas tidak memediasi hubungan langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan baik secara sendiri-sendiri maupun bersama-sama. Pertumbuhan perusahaan yang menstimulasi peningkatan profitabilitas tidak dapat memperkuat pengaruh langsung struktur modal yang didominasi oleh utang jangka panjang terhadap nilai perusahaan. Kondisi ekonomi global yang tidak stabil yang ditandai oleh kecenderungan penurunan harga jual produk membuat investor tidak merespons peningkatan profitabilitas yang ada karena peningkatan profitabilitas yang ada lebih kecil dari profitabilitas yang dapat direalisasi pada periode harga stabil.
- 6) Pertumbuhan perusahaan tidak memediasi hubungan langsung struktur modal terhadap profitabilitas dan profitabilitas tidak memediasi hubungan langsung pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan. Kondisi ekonomi global yang tidak stabil yang ditandai dengan menurunnya harga jual produk menyebabkan jumlah laba bersih yang dapat ditahan atau dijadikan *retained earning* lebih kecil. Ekspansi organik membutuhkan dana yang cukup besar terutama karena masa investasi yang panjang. Kondisi ini memaksa manajemen perusahaan melakukan tambahan pembiayaan dengan perolehan utang jangka panjang.

D. Keterbatasan Riset

Hasil uji dan analisis penentu nilai perusahaan dengan kebijakan dividen dan *corporate social responsibility* (CSR) sebagai pemoderasi pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI yang dijadikan sampel di mana struktur modal menjadi variabel eksogen dan pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan nilai perusahaan menjadi variabel endogen diharapkan dapat menjawab semua permasalahan yang dihipotesiskan dengan baik, namun disadari bahwa penelitian ini tidak lepas dari keterbatasan-keterbatasan dan diharapkan dapat digunakan sebagai acuan untuk melakukan perbaikan bagi peneliti sendiri dan penelitian yang akan dilakukan oleh peneliti lain di waktu yang akan datang.

Keterbatasan-keterbatasan penelitian ini dapat diuraikan sebagai berikut:

- 1) Indikator-indikator yang digunakan untuk struktur modal, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, nilai perusahaan dan kebijakan dividen (CSR tidak termasuk) terbatas jumlahnya dan masih banyak rasio-rasio keuangan yang lain yang dapat ditambahkan sebagai indikator variabel.
- 2) Variabel penelitian yang digunakan pada model penelitian ini sangat terbatas dan masih terdapat banyak variabel lain yang dapat digunakan pada penelitian selanjutnya di waktu yang akan datang.

Bagian 4

Konklusi

Buku ini bertujuan mendapatkan bukti empiris penentu nilai perusahaan dengan kebijakan dividen dan *corporate social responsibility* (CSR) sebagai pemoderasi. Struktur modal menjadi variabel eksogen dan pertumbuhan perusahaan, profitabilitas serta nilai perusahaan sebagai variabel endogen pada model penelitian dan perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI dijadikan sampel penelitian sesuai dengan kriteria pemilihan sampel. Struktur modal menggunakan indikator DAR, DER, LTDAR dan LTDER. Pertumbuhan perusahaan menggunakan indikator SG dan AG. Profitabilitas menggunakan indikator OPM, NPM, ROA dan ROE. Nilai perusahaan menggunakan indikator PER dan PBV. Kebijakan dividen menggunakan indikator DPS dan DPR, sementara CSR menggunakan indikator *CSR disclosure index* atau indeks pengungkapan CSR.

Penelitian ini dilakukan untuk periode tahun 2009-2017. Pengujian model dilakukan dengan menganalisis data sekunder dalam bentuk laporan keuangan, laporan tahunan dan laporan lainnya dari *website* masing-masing perusahaan sampel dan BEI.

Merujuk kepada hasil pengujian hipotesis dan pembahasan dapat disajikan kesimpulan penelitian ini. Kesimpulan dimaksud merupakan jawaban atas hipotesis yang diajukan dan memberi makna baik secara teoritis maupun empiris atas temuan-temuan baru pada penelitian ini.

A. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan penelitian ini dapat disajikan kesimpulan sebagai berikut.

- 1) Pengaruh struktur modal terhadap pertumbuhan perusahaan positif dan signifikan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI, ketersediaan *free cash flow* yang bersumber dari utang dalam struktur modal sangat kondusif bagi eksekusi ekspansi organik perusahaan perkebunan kelapa sawit. Kondisi ini dapat diterima karena masa investasi aset tanaman menghasilkan atau *mature biological asset* adalah 3 tahun dan bermakna bahwa selama masa investasi tidak terjadi pertumbuhan penjualan dan aset perusahaan. Di akhir tahun ketiga baru dilakukan pencatatan penambahan aset tanaman atau *biological asset (reversing entiry* aktiva dalam konstruksi atau *asset in construction* menjadi aktiva tetap atau *fixed asset/biological asset*) dan semenjak tahun keempat mulai terjadi pertumbuhan penjualan karena adanya pertumbuhan produksi. Pertumbuhan perusahaan yang tinggi dan cepat merupakan ekspektasi dari manajemen perusahaan, investor perusahaan serta pemangku kepentingan atau *stake holder* lainnya karena merupakan indikator prospek menghasilkan laba yang lebih tinggi atau menciptakan tingkat pengembalian atau *rate of return* yang lebih tinggi atas investasi.
- 2) Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan negatif dan signifikan kuat pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI, penggunaan utang yang tinggi dalam struktur modal untuk mendukung operasional perusahaan akan meningkatkan biaya rata-rata modal tertimbang atau *weighted average cost of capital (WACC)* dan resiko keuangan atau *financial risk* dan akan menurunkan nilai perusahaan. Masa investasi yang panjang (3 tahun) pada perusahaan perkebunan kelapa sawit mengharuskan manajemen perusahaan melakukan

pertimbangan yang teliti dan akurat atas manfaat dan biaya marjinal utang jangka panjang dalam pembiayaan operasi perusahaan. Kondisi ini juga tidak terlepas dari kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai oleh penurunan harga jual *Crude Palm Oil* (CPO) selama periode penelitian (2009 – 2017). Masa investasi yang panjang dan penurunan harga jual mendorong biaya marjinal hutang jangka panjang menjadi lebih tinggi dari manfaat marjinal penggunaan hutang dan menekan nilai perusahaan.

- 3) Pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas negatif dan signifikan kuat pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI, penggunaan utang yang tinggi dalam struktur modal untuk mendukung operasional perusahaan menurunkan profitabilitas perkebunan kelapa sawit. Kondisi ini juga dipengaruhi oleh masa investasi aset tanaman kelapa sawit atau *oil palm biological asset investment* yang panjang (3 tahun) dan kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO pada periode penelitian. Kecenderungan penurunan harga jual dan beban bunga utang menekan tingkat profitabilitas. Masa investasi yang panjang dan penurunan harga jual mendorong biaya marjinal hutang jangka panjang menjadi lebih tinggi dari manfaat marjinal penggunaan hutang dan menekan nilai profitabilitas.
- 4) Pengaruh struktur modal secara tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui pertumbuhan perusahaan positif dan tidak signifikan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI, penggunaan utang yang tinggi dalam struktur modal untuk mendukung operasional perusahaan secara tidak langsung melalui pertumbuhan perusahaan meningkatkan nilai perusahaan perkebunan kelapa sawit namun tidak signifikan atau tidak begitu berarti. Meskipun ketersediaan arus kas bebas atau *free cash flow* yang bersumber dari utang jangka panjang pada struktur modal dapat memacu tingkat pertumbuhan perusahaan dalam bentuk pertumbuhan penjualan dan aset biologis produktif, namun masa investasi aset biologis atau *biological aset investment period* yang panjang (3 tahun) dan kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO menyebabkan pertumbuhan

perusahaan tidak memediasi pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan.

- 5) Pengaruh struktur modal secara tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas positif dan tidak signifikan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI, penggunaan utang yang tinggi dalam struktur modal untuk mendukung operasional perusahaan secara tidak langsung melalui profitabilitas meningkatkan nilai perusahaan namun tidak signifikan atau tidak begitu berarti. Meskipun ketersediaan arus kas bebas atau *free cash flow* yang bersumber dari utang jangka panjang pada struktur modal dapat memacu tingkat pertumbuhan perusahaan dalam bentuk pertumbuhan penjualan dan aset biologis produktif perusahaan dan pertumbuhan perusahaan dapat memacu profitabilitas, namun masa investasi aset biologis atau *biological asset investment period* yang panjang (3 tahun) dan kondisi ekonomi yang tidak stabil pada periode penelitian yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO menyebabkan profitabilitas tidak memediasi pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan.
- 6) Pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap profitabilitas positif dan signifikan kuat pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI. Pada akhir tahun ketiga masa investasi (3 tahun) dilakukan pengakuan pertambahan aset biologis atau *biological asset* dan semenjak awal tahun keempat terjadi peningkatan kuantitas produksi CPO karena aset biologis mulai menghasilkan Tandan Buah Segar (TBS) sebagai bahan baku memproduksi CPO. Peningkatan %-tase produksi CPO cenderung lebih besar dari %-tase penurunan harga jual CPO sehingga pertumbuhan perusahaan masih memberikan pengaruh yang positif dan signifikan kuat terhadap profitabilitas meskipun dalam kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO.
- 7) Pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan positif dan tidak signifikan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI. Selama dalam masa konstruksi atau investasi *biological asset* (3 tahun), meskipun terdapat pertambahan nilai aset dalam konstruksi yang sangat signifikan tidak serta merta mendorong meningkatnya nilai perusahaan

karena aset belum produktif. Kecenderungan peningkatan nilai perusahaan yang disebabkan peningkatan nilai aset biologis terjadi di awal tahun keempat dan seterusnya pada masa aset menjadi aset yang produktif atau menghasilkan Tandan Buah Segar (TBS). Kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO menjadi salah satu faktor penyebab minimnya pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan. Dapat disebutkan bahwa investor tidak merespons tingkat pertumbuhan perusahaan atau tidak memengaruhi sikap investor hingga terjadinya pemulihan kondisi ekonomi.

- 8) Pengaruh pertumbuhan perusahaan secara tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas negatif dan tidak signifikan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI. Meskipun pertumbuhan perusahaan secara langsung dapat meningkatkan profitabilitas dengan signifikan kuat dan profitabilitas memengaruhi nilai perusahaan secara terbalik dan signifikan, pengaruh tidak langsung pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan melalui profitabilitas bersifat positif namun tidak signifikan atau tidak begitu berarti. Prihal ini tentu tidak terlepas dari kondisi ekonomi yang tidak stabil selama periode penelitian yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO atau dapat dinyatakan bahwa investor tidak merespons pertumbuhan perusahaan yang mendorong meningkatnya profitabilitas atau tidak memengaruhi sikap investor hingga terjadinya pemulihan kondisi ekonomi.
- 9) Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan negatif dan signifikan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI. Peningkatan profitabilitas yang didorong oleh pertumbuhan perusahaan tidak direspons oleh investor karena kondisi ekonomi yang tidak stabil pada periode penelitian yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO selama periode penelitian sehingga profitabilitas yang ada tidak seperti yang diharapkan oleh para investor atau lebih rendah dan menjadi sinyal bagi investor bahwa meskipun perusahaan perkebunan masih memiliki profitabilitas namun akan memberikan tingkat pengembalian yang lebih rendah seiring dengan menurunnya profitabilitas.

- 10) Moderasi kebijakan dividen atas pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan positif dan signifikan kuat pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI. Kebijakan dividen berfungsi sebagai moderasi mutlak atau memperkuat pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan dan prihal ini juga menunjukkan bahwa pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan yang tidak signifikan dapat dimitigasi atau diubah menjadi signifikan dengan melakukan peningkatan pembayaran dividen ke arah yang optimal dan konsisten sesuai dengan harapan para investor yang telah memutuskan untuk berinvestasi dengan membeli saham perusahaan. Pembayaran dividen yang tinggi secara konsisten menimbulkan kepercayaan investor terhadap perusahaan dan investor akan memberi kemudahan bagi manajemen perusahaan untuk mendapatkan dana eksternal melalui perdagangan saham.
- 11) Moderasi kebijakan dividen atas pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan positif dan signifikan lemah pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI. Kebijakan dividen berfungsi sebagai moderasi murni atau memperkuat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dan prihal ini juga menunjukkan bahwa pengaruh struktur modal yang negatif dan signifikan kuat terhadap nilai perusahaan dapat dimitigasi atau diubah ke arah yang positif dan signifikan jika manajemen memutuskan melakukan peningkatan pembayaran dividen ke arah yang optimal dan konsisten sesuai dengan harapan para investor yang telah memutuskan untuk berinvestasi dengan membeli saham perusahaan. Koefisien jalur pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan yang negatif terjadi karena kondisi ekonomi yang tidak stabil atau tidak baik yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO selama periode penelitian. Harga jual yang berkecenderungan turun mengakibatkan tingkat profitabilitas menjadi jauh lebih rendah atau tingkat pendapatan tidak dapat dipertahankan meskipun telah terjadi pertumbuhan produksi. Pilihan utang jangka panjang sebagai sumber pembiayaan tidak lagi dapat dihindari dan komposisi utang jangka panjang yang meningkat menyebabkan biaya

rata-rata modal tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) dan resiko keuangan atau *financial risk* menjadi lebih tinggi dan menekan nilai perusahaan.

- 12) Moderasi CSR atas pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan negatif dan tidak signifikan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI. CSR tidak berfungsi sebagai moderasi atau tidak memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan atau dapat dinyatakan bahwa CSR hanya sebagai moderasi potensial. Prihal ini terjadi karena kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai dengan kecenderungan penurunan harga jual CPO selama periode penelitian. Investor juga tidak merespons upaya pelaksana CSR yang dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan.
- 13) Moderasi CSR atas pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan positif dan signifikan pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *go public* di BEI. CSR berfungsi sebagai moderasi atau memperkuat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan atau dapat dinyatakan bahwa CSR sebagai moderasi murni dan prihal ini juga menunjukkan bahwa pengaruh struktur modal yang negatif dan signifikan kuat terhadap nilai perusahaan dapat dimitigasi atau diubah ke arah yang positif dan signifikan jika manajemen memutuskan melakukan peningkatan pelaksanaan CSR ke arah yang optimal dan konsisten sesuai dengan harapan para investor yang telah memutuskan untuk berinvestasi dengan membeli saham perusahaan.

B. Saran

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat kepada masyarakat, terutama para pelaku usaha, emiten atau perusahaan yang mencatatkan sahamnya di BEI, para investor dan calon investor, pemerintah, para peneliti dan akademisi.

Terdapat beberapa saran yang dapat diberikan sehubungan dengan hasil penelitian ini, sebagai berikut.

1) Untuk Perusahaan

- a) Perusahaan perkebunan kelapa sawit sebaiknya memiliki struktur modal yang didominasi oleh ekuitas atau melakukan

pembiayaan ekspansi organik yang berasal dari dana internal perusahaan seperti *retained earning* atau laba ditahan dan penyusutan atau *depreciation* atau dapat dalam bentuk proporsi optimal antara hutang dan ekuitas sebagai komponen pembentuk struktur modal untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan secara berkesinambungan karena boleh saja pembiayaan internal tidak mencukupi kebutuhan dana ekspansi organik, hal ini menjadi sangat penting karena masa investasi perkebunan kelapa sawit yang panjang (3 tahun) dan mencapai *break event point* pada tahun ke 8 dan *payback period* 8,3 tahun.

- b) Perusahaan perkebunan kelapa sawit sebaiknya melakukan peningkatan nominal pembayaran dividen hingga mencapai titik optimal secara konsisten dan melaksanakan kegiatan CSR yang optimal dan konsisten untuk memperkuat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dalam upaya menjaga stabilitas nilai perusahaan. Kondisi ini akan direspons sebagai sinyal positif oleh para investor dan calon investor karena menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang dapat menciptakan profitabilitas atau tingkat pengembalian yang tinggi atau *high rate of return* sesuai dengan harapan para pemangku kepentingan atau *stake holders* terutama investor dan calon investor.
- c) Perusahaan perkebunan kelapa sawit harus menerbitkan laporan keuangan dan laporan lainnya secara akurat dan terpercaya atau *reliable*, karena data sajian pada masing-masing laporan akan diinterpretasikan untuk mendapatkan informasi yang akan digunakan dalam mengambil keputusan oleh para pemangku kepentingan atau *stake holders* terutama para investor dan calon investor apakah akan membeli saham perusahaan perkebunan kelapa sawit dengan tingkat pengembalian atau *rate of return* yang diharapkan.

2) Untuk Investor

- a) Dalam kondisi ekonomi yang tidak stabil yang ditandai kecenderungan penurunan harga jual CPO dalam jangka panjang, investasi yang dilakukan investor sebaiknya tidak hanya berorientasi pada tingkat pengembalian investasi atau *investment rate of return* jangka pendek yang tinggi, namun

sebaiknya berorientasi untuk pemulihan stabilitas ekonomi dan dalam jangka panjang di mana *multiplier effect*-nya akan meningkatkan tingkat pengembalian investasi atau *investment rate of return* baik langsung maupun tidak langsung.

- b) Investor sebagai pemangku kepentingan eksternal atau *external stake holder* harus mampu mendorong setiap perusahaan meningkatkan pelaksanaan prinsip-prinsip yang dapat mendongkrak nilai perusahaan dalam aktivitas bisnis perusahaan.
- c) Investasi pada perusahaan perkebunan kelapa sawit yang memiliki kecukupan kepatuhan terhadap ekonomi berkelanjutan atau *sustainable economy* yang direalisasi melalui berbagai sertifikasi seperti *Roundtable on Sustainable Palm Oil* (RSPO), *Indonesia Sustainable Palm Oil* (ISPO), *International Sustainability Carbon Certification* (ISCC), *International Standard Organization* (ISO) 9001 tentang OHSAS dan SMK-3, *Clean Management Development* (CDM), *Corporate Social Responsibility* (CSR), Sistem Manajemen Lingkungan/SML (ISO 14000) dan lainnya akan meningkatkan nilai investasi yang dilakukan di masa yang akan datang.

3) Untuk Pemerintah

- a) Pemerintah harus meningkatkan ketersediaan infrastruktur dari atau ke lokasi-lokasi usaha perkebunan kelapa sawit sehingga transportasi produksi tidak begitu mahal yang menyebabkan profitabilitas tertekan dan menurunkan tingkat pengembalian investasi atau *investment rate of return*. Ketersediaan infrastruktur menciptakan keyakinan bagi para investor dan calon investor untuk berinvestasi tanpa keraguan atau dapat disebutkan ketersediaan infrastruktur mendukung iklim investasi.
- b) Pemerintah harus memacu pelaksanaan kebijakan Bio Diesel (B-20, B-30 ... B-100) dan *Bio Gasoline* sehingga pemasaran produksi CPO dan turunannya tidak tergantung pada negara-negara importir seperti RRT, India, Pakistan, Malaysia, Belanda dan lainnya. Percepatan pelaksanaan B-20, B-30 ... dan B-100 akan meningkatkan permintaan domestik

terhadap CPO dan akan mendorong kenaikan harga jualnya. Penetapan kebijakan pajak ekspor CPO harus fleksible sesuai dengan kondisi pasar yang ada. Hal-hal ini sangat penting karena perusahaan perkebunan kelapa sawit telah menjadi industri strategis nasional dan penyumbang devisa terbesar berdasarkan data Biro Pusat Statistik (BPS) pada tahun 2016 dan 2017 masing-masing sebesar USD 18,22 miliar dan USD 22,97 miliar ataupun naik sekitar 26%. Namun, pada periode Januari - Nopember 2018, nilai ekspor CPO Indonesia beserta turunannya hanya tercatat hanya sebesar USD 15,2 miliar atau lebih rendah dibanding periode yang sama pada tahun 2017 sebesar USD 16,9 miliar.

- c) Penyederhanaan semua bentuk perijinan di daerah maupun pusat harus dipercepat untuk menghindari ekonomi berbiaya tinggi atau *high cost economy*. Ekonomi berbiaya tinggi akan menekan profitabilitas dan pada akhirnya akan menurunkan pendapatan kena pajak badan yang berarti akan menurunkan tingkat penerimaan negara dari pajak badan perusahaan perkebunan kelapa sawit.

4) Untuk Peneliti Selanjutnya

- a) Model penelitian ini diharapkan dapat dikembangkan untuk lebih memperdalam kajian mengenai penentu nilai perusahaan dengan kebijakan dividen dan CSR sebagai pemoderasi. Hubungan antar variabel dapat dikaji ulang sesuai dengan konsep dan teori terkini dan relevan, hal yang sama juga dapat dilakukan terhadap semua indikator yang digunakan pada model penelitian sehingga lebih signifikan dalam merefleksikan variabel penelitian.

b) Peneliti berikutnya diharapkan dapat menambahkan variabel lainnya dan menggunakan cakupan objek penelitian yang lebih luas. Pada penelitian berikutnya dapat dikembangkan model analisis yang ada untuk mendapatkan hasil yang lebih mendalam dan mampu memberikan solusi terhadap berbagai permasalahan yang dihadapi oleh perusahaan perkebunan kelapa sawit dalam meningkatkan dan mengelola nilai perusahaan yang berpengaruh baik langsung dan tidak langsung terhadap akses sumber pembiayaan perusahaan.

Daftar Pustaka

- Abor, Joshua. 2005. The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*. Vol. 6. Pp. 438 - 445. Emerald Group Publishing Limited.
- Aburime, Uhomoibhi Toni. 2015. The Determinants of Bank Profitability: Industry Level Evidence from Nigeria. *ResearchGate*. <https://www.researchgate.net/publication/228282854>.
- Adelegan, Olatundun J. 2003. An Empirical Analysis of the Relationship between Cash Flow and Dividend Changes in Nigeria. *R & D Management*. Vol. 15. Blackwell Publishing. Oxford OX4 2DQ. UK.
- Adeyemi, Semiu Babtunde & Oboh, Collins Sankay. 2011. Perceived Relationship between Corporate Capital Structure and Firm Value in Nigeria. *International Journal of Business and Social Science*. Vol. 2. No. 19. Centre for Promoting Ideas. USA. [Www.ijbssnet.com](http://www.ijbssnet.com).
- Agarwal, Yamini. 2013. *Capital Structure Decisions. Evaluating Risk and Uncertainty*. Singapore: John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd.
- Aggarwal, Divya & Padhan, Purna Chandra. 2017. Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry. Theoretical Economics Letters. *Scientific Research Publishing*. [Http://www.scirp.org/journal/tel](http://www.scirp.org/journal/tel). ISSN Online: 2162 -2086. ISSN Print: 2162 – 2078.
- Ajanthan, A. 2013. The Relation between Dividend Pay-out and Firm Profitability: A Study of Listed Hotels and Restaurant Companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications, Volume 3*. University of Jaffna.

- Al Jafari, Mohamed Khaled & Al Samman, Hazem. 2015. Determinants of Profitability: Evidence from Industrial Companies Listed on Muscat Securities Market. *Review of European Studies*. Vol. 7, No. 11. Canadian Center of Science and Education. <http://dx.doi.org/10.5539/res.v7n11p303>.
- Al Kuwari, Duha. 2009. Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. *Global Economy & Finance Journal*. Vol. 2 No. 2. Pp. 38 - 63.
- Al-Najjar, Basil & Taylor, Peter. 2008. The Relationship between capital structure and ownership structure. New Evidence from Jordanian Panel Data. *Managerial Finance*. Vol. 34, No. 12. Emerald Group Publishing Limited. DOI 10.1108/03074350810915851.
- Al-Shawawreh, Fawaz Khalid, 2014. The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility: Empirical Evidence from Jordanian Stock Market. *European Journal of Business and Management*. ISSN 2222-1905 (Paper) ISSN 2222-2839 (Online).
- Amidu, Mohammed & Abor, Joshua. 2006. Determinants of dividend pay-out ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*. Vol. 7 No. 2; 136 - 145. Emerald Group Publishing Limited.
- Amidu, Mohammed. 2007. How Does Dividend Policy Affect Performance of The Firm on Ghana Stock Exchange? *Investment Management and Financial Innovations*. Volume 4.
- Amidu, Mohammed. 2007. Determinants of Capital Structure of Banks in Ghana: An Empirical Approach. *Baltic Journal Management*. Vol. 2, No. 1. Pp. 67 - 79. Emerald Group Publishing Limited. DOI 10.1108/17465260710720255.
- Andawasatya R., Rizky, Indrawati, Nur Khusniyah & Aisjah, Siti. 2017. The Effect of Growth Opportunity, Profitability, Firm Size to Firm Value through Capital Structure: A Study at Manufacturing Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange. *Imperial Journal of Interdisciplinary Research (IJIR)*. Vol. 3, Issue 2. ISSN: 2454 -1362. [Http://www.onlinejournal.in](http://www.onlinejournal.in).
- Andiema, William Kiprotich & Atieno, Doreen Njeje. 2016. Dividend Policies on Capital Structure And Shareholders' Value In Commercial Banks Listed in The Nairobi Securities Exchange, Kenya. *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)*. Vol. 7, Issue 2. Ver. I. Pp. 60 - 64. [Www.iosrjournals.org](http://www.iosrjournals.org).

- Anton, Sorin Gabriel. 2016. The Impact of Dividend of Dividend Policy on Firm Value. A Panel Data Analysis of Romanian Listed Firms. *Journal of Public Administration, Finance and Law*. University of Iasi. Romania.
- Antwi, Samuel, Atta Mills, Ebenezer Fiiifi Emire & Zhao, Xicang. 2012. Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana. *International Journal of Business and Social Science*. Vol. 3, No. 22. *The Special Issue on Arts, Commerce and Social Science*. Wwww.ijbssnet.com.
- Arasteh, Fateme, Nourbakhsh, Mohsen Mohammad & Pourali, Mohammad Reza. 2013. The study of relationship between capital structure, firm growth and financial strength with financial leverage of the company listed in Tehran Stock Exchange. *Inter-diciplinary Journal of Contemporary Research Business*. Vol. 5, No. 7.
- Ashraf, Muhammad, Ameen, Ahsan & Shahzadi, Kiran. 2017. The Impact of Capital Structure on Firm's Profitability: A Case of Cement Industry of Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*. Vol. 8, No. 4. ISSN 2219-1933.
- Asif, Ammara & Aziz, Bilal. 2016. Impact of Capital Structure on Firm Value Creation-Evidence from the Cement Sector of Pakistan. *International Journal of Research in Finance and Marketing*. <http://www.euroasiapub.org>.
- Ater, Daniel Kon, E. Kisaka, Sifunjo, Iraya, Cyrus & Mwangi, Mirie. 2017. The Mediating Effect of Firm Growth on the Relationship between Capital Structures and Value of Nonfinancial Firms listed at the Nairobi Securities Exchange (NSE). *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)*. Vol. 8, Issue 4. Ver. I. Pp. 41-46.
- Atiyet, Ben Amor. 2012. The Impact of Financing Decision on the Shareholder Value Creation. *Journal of Business Study Quarterly*. Vol. 4, No. 1. Pp. 44 – 63.
- Aupperle, Kenneth E., Carrol, Archie B. & Hatfield, John D. 1985. An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responssibility and Profitability. *Academy of Management Journal*. <https://www.researchgate.net/publication/273122258>.

- Autore, Don. M. & Kovacs, Tunde. 2010. Equity issues and temporal variation in information asymmetry. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 34. Pp. 12-23. [Www.elsevier.com/locate/jbf](http://www.elsevier.com/locate/jbf).
- Awan, Abdul Ghafoor, Lodhi, Muhammad Usman & Hussain, Dilshad. 2018. Determinants of Firm Value: A case Study of Chemical Industries of Pakistan. *Global Journal of Management, Social Sciences and Humanities*. Vol 4 (1). Pp. 46 – 61. ISSN 2520 - 7113 (Print). ISSN 2520 - 7121 (Online). Www.gjmsweb.com.editor@gjmsweb.com.
- Babalola, Yisau Abiodun. 2013. The Effect of Firm Size on Firms Profitability in Nigeria. *Journal of Economics and Sustainable Development*. Vol.4, No.5. Www.iiste.org.
- Bae, Kee-Hong, Kang, Jun-Koo & Wang, Jin. 2011. Employee treatment and firm leverage: A test of the stakeholder theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 100. Pp. 130 – 153. Www.elsevier.com/locate/jfec.
- Baker, H. Kent & Martin, Gerald S. 2011. *Capital Structure and Corporate Financing Decisions. Theory, Evidence, and Practice*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Baker, H. Kent. 2009. *Dividend and Dividend Policy*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Baker, Malcolm & Wurgler, Jeffrey. 2002. Marketing Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*. Vol. LVII. No. 1.
- Barakat, Abdallah. 2014. The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Company Shares Value (Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies). *Research Journal of Finance and Accounting*. Vol. 5, No. 1. Pp. 55 – 66.
- Barney, Jay. 1991. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*. Vol. 17, No. 1. Pp. 99 -120.
- Bartelsman, Eric, Haltiwanger, John & Scarpetta, Stefano. 2009. Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocation and Selection. *IZA Discussion Paper*. No. 4578.
- Becchetti, Leonardo, Di Giacomo, Stefania & Pinnacchio, Damiano. 2005. Corporate Social Responsibility and corporate performance: evidence from a panel of US listed companies. *The XIII Tor Vergata Financial Conference*. Veritatis Splendor Research Project on Social Responsibility.

- Becker-Blease, John R., Kaen, Fred R., Etebari, Ahmad & Baumann, Hans. 2010. Employees, firm size and profitability in U.S. manufacturing industries. *The Journal of Investment Management and Financial Innovations*. Consulting Publishing Company.
- Bessler, Wolfgang, Drobetz, Wolfgang, Haller, Rebekka & Meier, Iwan. 2012. The International Zero-Leverage Phenomenon. *WHU Campus for Finance Conference*.
- Beurden, Pieter van & Gossling, Tobias. 2008. The Worth Value – A Literature Review on the Relation between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Business Ethics*. Springer. DOI 10.1007/s10551-008-9894-x.
- Bevan, Alan A. & Danbolt, Jo. 2002. Capital structure and its determinants in the United Kingdom - a decompositional analysis. *Applied Financial Economics* 12 (3). Pp: 159 - 170.
- Bhatt, Sahadev & Garg, Ram. 2016. Literature Review on Corporate Capital Structure and Dividend Policy. *Imperial Journal of Interdisciplinary Research (IJIR)*. Vol. 2, Issue 10. ISSN: 2454-1362, <http://www.onlinejournal.in>.
- Bhutta, Nousheen Tariq & Hasan, Arshad. 2013. Impact of Firm Specific Factors on Profitability of Firms in Food Sector. *Open Journal of Accounting* 2, 19 - 25. Scientific Research. <Http://www.scirp.org/journal/ojacct>.
- Billett, Matthew T., Dolly King, Tao - Hsien & Mauer, David C. 2007. Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants. *Journal of Finance*. Vol. 62. Issued 2.
- Bottazzi, Giulio, Dosi, Giovanni, Lippi, Marco, Pammolli, Fabio & Massimo, Riccaboni. 2001. Innovation and corporate growth in the evolution of the drug industry. *International Journal of Industrial Organization* 19. Pp. 1161 - 1187. Elsevier Science B.V.
- Brannback, Malin, Carsrud, Alan L. & Kiviluoto, Niklas. 2014. *Understanding the Myth of High Growth Firm. Theory of the Greater Fool*. London: Springer NewYork Heidelberg Dordrecht.
- Booth, Laurence, Aivazian, Varouj, Demircuc-Kunt & Maksimovic, Vojislav. 2001. Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*. Vol. LVI. No. 1.

- Brigham, E. F. dan Houston, J. F. 2009. *Fundamental of Financial Management. Twelfth Edition*. USA: South - Western Cengage Learning.
- Brigham, E.F. & Houston, J. F. 2012. *Manajemen Keuangan*. (Ali Akbar Yulianto). Edisi Kesebelas. Edisi Indonesia. Buku I. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, E.F. & Houston, J. F. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. (Ali Akbar Yulianto). Edisi Kesebelas. Edisi Indonesia. Buku II. Jakarta: Salemba Empat.
- Broyles, Jack. 2003. *Financial Management and Real Option*. England: John Wiley & Sons Ltd.
- Budagaga, Akram. 2017. Dividend Payment and its Impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach. *International Journal of Economics and Financial Issues* 7 (2). Pp. 370 - 376. Http: [Www.econjournals.com](http://www.econjournals.com).
- Bukit, Rina Br. 2012. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Profitabilitas: Analisis Data Panel Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Bisnis*. Vol. 4, No. 3.
- Caballero, Ricardo J. & Hammour, Mohamad L. 1994. On the Timing and Efficiency of Creative Destruction. *The Quarterly Journal of Economics*. Oxford University Press. Vol. 111(3). Pp. 805 - 852.
- Carroll, Archie B. 1979. A Three - Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Academy of Management Review*. Vol. 4 (4). Pp. 497 - 505.
- Carroll, Archie B. 1991. The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizon*. Vol. 34, pp. 39 - 48.
- Chang, Xin, Dasgupta, Sudipto & Hilary Gilles. 2009. The Effect of Auditor Quality on Financing Decisions. *The Accounting Review*. Vol. 84, No. 4. Pp. 1085 - 1117. American Accounting Association. DOI: 10.2308.accr.2009.
- Chen, Jean J. 2003. Determinants of Capital Structure of Chinese-Pisted Companies. *Journal of Business Research*. 57 1341-1351. Elsevier.

- Chen, Li-Ju & Chen, Shun-Yu. 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*. Vol. 8. No. 3. Businessperspectives.org.
- Chen, Shun-Yu & Chen, Li-Ju. 2011. Capital structure determinants: An empirical study in Taiwan. *African Journal of Business Management*. Vol. 5. Pp. 10974 – 10983.
- Cheng, Ming-Chang & Tzeng, Zuwei-Ching. 2011. The Effect of Leverage on Firm Value and How the Firm Financial Quality Influence on This Effect. *World Journal of Management*. Vol. 3. No. 2. Pp. 30 – 53.
- Cheng, Yu-Shu, Liu, Yi-Pei & Chien, Chu-Yang. 2010. Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis”, *African Journal of Business Management Vol. 4 (12)*. Pp. 2500 - 2507.
- Chetty, Sukanya, Naidoo, Rebekah & Seetharam, Yudhvir. 2014. The Impact of Corporate Social Responsibility on Firms’ Financial Performance in South Africa. ***CONTEMPORARY ECONOMICS*. Vol. 9. Pp. 193 – 214.**
- Chhatoi, Biswajit Prasad. 2015. A Study on Relationship between Profitability and Dividend Payment in Iron & Steel Industries in India. *Pacific Business Review International*. Vol. 8. [Www.pbr.co.in](http://www.pbr.co.in).
- Chien-Chung, Nieh, Yau, Hwey-Yun & Liu, Wen-Chien. 2008. Investigation of target capital structure for Electronic listed firms in Taiwan. *Emerging Markets Finance & Trade 2008*. Vol.44. No. 4. Pp. 75 – 87.
- Cho, Hee-Jae & Pucik, Vladimir. 2005. Relationship between Innovativeness, Quality, Growth, Profitability and Market Value. *Strategic Management Journal*. Vol. 26. Pp. 555 – 575. [Www.interscience.wiley.com](http://www.interscience.wiley.com). DOI: 10.1002/smj.461.
- Chowdhury, Anup & Chowdhury, Suman Paul. 2010. Impact of capital structure on firm’s value: Evidence from Bangladesh. *BEH - Business and Economic Horizons*. Vol. 3. Pp. 111 – 122. ISSN: 1804-1205| www.pieb.cz.
- Chung, K. H. & Pruitt, S. W. 1994. A simple approximation of Tobin’s q. *Financial Management*, 23 (3). Pp.70 - 74.

- Coachran, Philip L. & Wood Robert A. 1984. Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Academy of Management Journal*. Vol. 27 No. 1. Pp. 42 – 56. Pennsylvania State University.
- Coban, Serap. 2014. The Interaction between Firm Growth And Profitability: Evidence From Turkish (Listed) Manufacturing Firms. *The Journal of Knowledge Economy & Knowledge Management*. Vol. IX SPRING.
- Coad, Alex & Holzl, Werner. 2010. Firm Growth: Empirical Analysis. *The Papers on Economics and Evolution*. Germany: Max Planck Institute of Economics.
- Coad, Alex & Rao, Rekha. 2010. R&D and firm growth rate variance. *Economics Bulletin*. Vol. 30, No.1. Pp. 702 - 708.
- Coad, Alex. 2007. Firm Growth: A Survey. *Max Planck Institute of Economics*. Jena, Germany.
- Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J., & Siegel, D. 2008. The corporate social responsibility agenda. *The Oxford handbook of corporate social responsibility*. Pp. 3 - 18. Oxford University Press.
- Cressy, R. 2006. Determinants of small firm survival and growth. *Oxford Handbook of Entrepreneurship*. Pp. 161 - 193. Oxford University Press.
- Cuong, Nguyen Thanh & Canh, Nguyen Thi. 2012. The Effect of Capital Structure on Firm Value for Vietnam's Seafood Processing Enterprises. *International Research Journal of Finance and Economics*. ISSN 1450 – 2887. Euro Journals Publishing, Inc.
- Cyree, Ken B., Wansley, James W. & Boehm, Thomas P. 2000. Determinants of bank growth choice. *Journal of Banking & Finance* 24. Pp. 709 -734. Elsevier Science B.V.
- Da Silva, Luis Correia, Goergen, Marc & Renneboog, Luc. 2004. *Dividend Policy and Corporate Governance*. New York: Oxford University Press Inc.
- Damodaran, Aswath. 2010. *The Little Book of Valuation*. Stern School of Business. New York.
- Dar, Laib A., Naseem, Muhammad Akram & Ur Rehman, Ramiz. 2011. Corporate Governance and Firm Performance a Case Study of Pakistan Oil and Gas Companies Listed in Karachi Stock

- Exchange. *Global Journal of Management and Business Research*. Vol. 11.
- Davis, K. 1973. The case for and against business assumption of social responsibilities. *Academy of Management Journal*. Vol.16. Pp. 312 - 322.
- DeAngelo, Harry & Masulis, Ronald W. 1980. Optimal Capital Structure Under Corporate And Personal Taxation. *Journal Financial Economics*. Vol. 8. Pp. 3 - 29.
- DeAngelo, Harry, DeAngelo, Linda & Stulz, Rene M. 2006. Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory." *Journal of Financial Economics*. Vol. 81 (2). Pp. 227 - 254.
- Delmar, Fredrick. 1997. Measuring Growth: Methodological Considerations and Empirical Results. *Entrepreneurship and SME Research: On its Way to the Next Millennium*. Pp. 199 -216. England: Ashgate.
- Delmar, Frederic, Davidsson, Per & Gartner, William B. 2003. Arriving at the high growth firm. *Journal of Business Venturing*. Vol. 18 (2). Pp. 189 - 216. <http://eprints.qut.edu.au>.
- Delmar, Fredric, McKelvie, Alexander & Wennberg Karl. 2014. Untangling the Relationships among Growth, Profitability and Survival in New Firms. *Ratio Working Paper*. Http://ratio.se/app/uploads/2014/11/kw_am_fd_wp_205_pdf.
- Deeptee, Purmessur Rajshree & Roshan, Boodhoo. 2009. Signaling Power of Dividend on Firms' Future Profits: A Literature Review. Evergreen Energy - *International Interdisciplinary Journal*. New York: The University of Nottingham.
- Dewi, Putu Yunita Saputri, Yuniarta, Gede Adi & Atmadja, Ananta Wikrama Tungga. 2014. Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan LQ 45 Di BEI Periode 2008 - 2012. *E - Journal Akuntansi*. Universitas Pendidikan Ganesha Jurusan Akuntansi Vol. 2 No. 1.
- Diaz, John Francis T. & Hindro, Martha Christianie Tjokro. Factors Affecting the Profitability of Indonesian Real Estate Publicly-

- listed Companies. *Asian Journal of Finance & Accounting*. Vol. 9, No. 1. URL: <http://dx.doi.org/10.5296/ajfa.v9i1.11193>.
- Dumitrescu, Dalina & Simionescu, Liliana. 2014. Should developing countries adopt corporate social responsibility? Empirical evidence from Romania. *Journal of Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*. Vol. 48 (2). Pp. 19 - 36.
- Ehrhardt, Michael C. & Brigham, Eugene, F. 2011. *Financial Management: Theory and Practice. Thirteenth Edition*. Mason USA: South - Western Cengage Learning.
- European Commission. 2011. Corporate Social Responsibility. *Communication from the Commission to European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Region*.
- Fama, Eugene F. & French, Kenneth R. 2001. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*. Vol. 60. Pp. 3-43.
- Fama, Eugene F. & French, Kenneth R. 2002. Financing Decision: Who issues stock? <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/WhoIssuesStock.pdf>.
- Fisseha, Kibrom Mehari. 2010. *The Determinants of Capital Structure: Evidence from Commercial Banks in Ethiopia*. Ethiopia: Mekelle University.
- Fitzsimmons, Jason R., Steffen, Paul & Douglas, Evan J. 2005. Growth and Profitability in Small and Medium Sized Australian Firms. *AGSE Entrepreneurship Exchange*. Melbourne.
- Frankfurter, Geroge M. dan Wood Bob G. 2003. *Dividend Policy: Theory and Practice*. Academic Press. San Diego, California.
- Frank, Murray Z. & Goyal, Vidhan K. 2009. Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliable and Important. *MPRA Paper No. 22525*. <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/22525/>.
- Frederick, William C. 1994. From CSR to CSR. The maturing of Business and Society Thought. *Business and Society*. Vol. 33. Pp. 150 - 164. Sage Publication, Inc.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*.
- Galant, Adriana & Cadez, Simon. 2017. Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review

- of measurement approaches. *Economic Research-Ekonomika Istraživanja*. Vol. 30, No. 1. Pp. 676 - 693. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1313122>.
- Gamba, Andrea & Triantis, Alexander. 2007. The Value of Financial Flexibility. *Journal of Finance*. Electronic copy available at: <Http://ssrn.com/abstract=677086>.
- Garnsey, Elizabeth. 1998. A Theory of the Early Growth of the Firm. *Industrial and Corporate Change*, Vol. 7, Issue 3. Pp. 523 - 556. <https://doi.org/10.1093/icc/7.3.523>.
- Geroski, Paul & Mazzucato, Mariana. 2001. Learning and the Sources of Corporate Growth. *Industrial and Corporate Change*. Vol. 11 (4). Pp. 623 -644. ISSN 1464-3650. <Http://icc.oxfordjournals.org/cgi/content/abstract/11/4/623>.
- Gherghina, Stefan Cristian. & Vintila, Georgeta. 2016. Exploring the Impact of Corporate Social Responsibility Policies on Firm Value: the Case of Listed Companies in Romania. *Economics and Sociology*. Vol. 9 No 1. Pp. 23 -42. DOI: 10.14254/2071-789X.2016/9-1/2.
- Gherghina, Ștefan Cristian, Vintila, Georgeta & Dobrescu, Diana. 2015. An Empirical Research on the Relationship between Corporate Social Responsibility Ratings and U.S. Listed Companies Value. *Journal of Economics Studies and Research*. IBIMA Publishing. <Http://www.ibimapublishing.com/journals/JESR/jesr.html>.
- Gherghina, Ștefan Cristian & Simionescu, Liliana Nicoleta. 2015. Does Entrepreneurship and Corporate Social Responsibility Act as Catalyst Towards Firm Performance and Brand Value? *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 7, No. 4. ISSN 1916-971X E-ISSN 1916-9728. Canadian Center of Science and Education.
- Ghosh, Saurabh & Ghosh, Arijit. 2008. Do Leverage, Dividend Policy and Profitability influence the Future Value of Firm? Evidence from India. Goregaon (East) India: *Indira Gandhi Institute of Development Research*.
- Ghoul, Sadok El, Guedhami, Omrane & Kwok, Chuck C. Y. 2010. Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital? *The 2010 Academy of International Business Meeting*.
- Gilbert, Brett Anitra, McDougal, Patricia P. & Audretsch, David B. 2006. New Venture Growth: A Review and Extension. *Journal of*

- Management. Vol. 32, No. 6. Pp. 926 - 950. Southern Management Association. DOI: 10.1177/0149206306293860.
- Gill, Amarjit, Biger, Nahum & Mathur, Neil. 2009. The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. *The Open Business Journal*. Vol. 2. Pp. 48 - 53. Bentham Open.
- Gill, Amarjit, Biger, Nahum & Mathur, Neil. 2011. The Determinants of Capital Structure in the Service Industry: Evidence from United States. *International Journal of Management*. Vol. 28.
- Gleason, Kimberly C., Mathur, Lynette Knowles & Mathur, Ike. 2000. The Interrelationship between Culture, Capital Structure, and Performance: Evidence from European Retailers. *Journal of Business Research*. Vol. 50. Pp. 185 - 191.
- Goessling, T. & Vocht, C. 2007. Social Role Conceptions and CSR Policy Success. *Journal of Business Ethics*. Vol. 47 (4). Pp. 363 - 372.
- Gordon, M. J. 1959. Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*. Vol. 41, No. 2. Pp. 99 - 105. The MIT Press. [Http://www.jstor.org/stable/1927792](http://www.jstor.org/stable/1927792).
- Graham, R. John & Harvey, Campbell R. 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*. Pp. 187 - 243. ELSEVIER.
- Gropp, Reint & Heider, Florian. 2009. Determinant of Bank Capital Structure. *Working Paper Series No. 1096*. European Central Bank. [Http://www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) or from the Social Science Research Network, electronic library at [Http://ssrn.com/abstract_id=1478335](http://ssrn.com/abstract_id=1478335).
- Gschwandtner, Adelina & Hirsch, Stefan. 2016. What drives firm profitability? A comparison of the US and EU food processing industry. *University of Kent, School of Economics*. Canterbury, UK.
- Gul, Ferdinand A. 1999. Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance* 5. [Www.elsevier.com/locate/reconbase](http://www.elsevier.com/locate/reconbase).
- Gul, Ferdinand A & Kealey, Burch T. 1999. Chaebol, Investment Opportunity Set and Corporate Debt and Dividend Policies of Korean Companies. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 13. Pp. 401 - 416. Kluwer Academic Publishers Boston.
- Hamidy, Rahman Rusdi, Wiksuana, I Gusti Bagus & Artini, Luh Sri Gede. 2015. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai

- Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Properti dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia. *E - Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana* 4. 10: 665 – 682. ISSN: 2337-3067.
- Hasan, Mudassar, Ahmad, Muhammad Ishfaq, Rafiq, Muhammad Yasir & Ur Rehman, Ramiz. 2015. Dividend Payout Ratio and Firm's Profitability. Evidence from Pakistan. *Theoretical Economics Letters*. Scientific Research Publishing. [Http://www.scirp.org/journal/tel](http://www.scirp.org/journal/tel)
[Http://dx.doi.org/10.4236/tel.2015.53051](http://dx.doi.org/10.4236/tel.2015.53051).
- Haugen, Robert A. & Baker, Nardin L.1996. Commonality In The Determinants Of Expected Stock Return. *Journal of Financial Economics*. University of California. Irvine.
- Hovakimian, Armen, Hovakimian, Gayane & Tehranian, Hassan. 2004. Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues. *Journal of Financial Economics*. Vol. 71. Pp. 517 – 540. [Www.elsevier.com/locate/econbase](http://www.elsevier.com/locate/econbase).
- Helfert, E.A. 1997. *Teknik Analisis Keuangan*. (Hermawan Wibowo). Edisi Kedelapan. Edisi Indonesia. Jakarta: Erlangga.
- Hennigfeld, Judith, Pohl, Manfred & Tolhurst, Nick. 2006. *The ICCA Handbook on Corporate Social Responsibility*. England: John Wiley & Sons Ltd.
- Hermawan, Marko S. & Mulyawan, Stephanie G. 2014. Profitability And Corporate Social Responsibility: An Analysis of Indonesia's Listed Company. *Asia Pacific Journal of Accounting and Finance*. Vol. 3 (1). Pp. 15 - 31.
- Hermelo, Francisco Diaz & Vassolo, Roberto, 2007. The Determinants of Firm's Growth: An Empirical Examination. *Revista Abante*. Vol. 10, No. 1. Pp. 3 - 20. Argentina.
- Holme, Richard & Watts, Phil. 1999. Making Good Business Sense. *The World Council for Sustainable Development*. Geneva.
- Holz, Werner & Huber, Peter. 2009. An Anatomy of Firm Level Job Creation Rates over the Business Cycle. *WIFO Working Papers*. No. 348. [Https://www.researchgate.net/publication/228380607](https://www.researchgate.net/publication/228380607).

- Hong, Harrison & Kacperczyk, Marcin. 2009. The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*. Vol. 93. Pp. 15 – 36. [Www.elsevier.com/locate/jfec](http://www.elsevier.com/locate/jfec).
- House, William C. & Benefield, Michael E. 1995. The Impact of Sales and Income Growth on Profitability and Market Value Measure in Actual and Simulated Industry. *Developments in Business Simulation & Experiential Exercises*. Vol. 22. [Http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.444420](http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.444420).
- Huggett, Mark & Kaplan, Greg. 2011. Human capital values and returns: Bounds implied by earnings and asset returns data. *Journal of Economic Theory*. Vol. 146. Pp. 897 – 919.
- Husted, Bryan W., Allen, David B. & Kock, Ned. 2007. Corporate Social Strategy in Multinational Enterprises: *Antecedents and Value Creation*. *Journal of Business Ethics*. Vol. 74 (4). Pp. 345 – 361.
- Ibrahim, Mahmoud. 2017. Capital Structure and Firm Value in Nigerian Listed Manufacturing Companies: an Empirical Investigation Using Tobin's Q Model. *International Journal of Innovative Research in Social Sciences & Strategic Management Techniques*. Vo. 4, No. 2. Pp. 112 - 125.
- Idowu, Samuel O. & Towler, Brian A. 2004. A comparative study of the contents of corporate social responsibility reports of UK companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*. Vol. 15 No. 4. Pp. 420 - 437.
- Idowu, Samuel O. & Filho, Walter Leal. 2009. *Global Practices of Corporate Social Responsibility*. Germany: Springer - Verlag Berlin Heidelberg.
- Idowu, Samuel O. 2012. Corporate Social Responsibility: A capitalist ideology? *Int. J. Social Entrepreneurship and Innovation*. Vol. 1, No. 3. Inderscience Enterprises Ltd.
- Indonesian Capital Market Directory (ICMD). [Www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).
- Innocent, Enekwe Chinedu, Mary, Okwo Ifeoma & Matthew, Ordu Monday. 2013. Financial Ratio Analysis as a Determinant of Profitability in Nigerian Pharmaceutical Industry. *International Journal of Business and Management*. Vol. 8, No. 8. Canadian Center of Science and Education.
- Isik, Ozcan & Tasgin, Umit Firat. 2017. Profitability and Its Determinants in Turkish Manufacturing Industry: Evidence from

- a Dynamic Panel Model. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 9, No. 8. Canadian Center of Science and Education.
- Iwu-Egwuonwu, Ronald Chibuike. 2010. Does Corporate Social Responsibility (CSR) Impact on Firm Performance? A Literature Evidence. *Journal of Management*. [Https://ssrn.com/abstract=1659586](https://ssrn.com/abstract=1659586) or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1659586>.
- Jennings, P. Devereaux & Zandbergen, Paul A. 1995. Ecologically Sustainable Organizations: An Institutional Approach. *Academy of Management Review*. Vol. 20 (4). Pp. 1015 - 1052. Doi:10.2307/258964.
- Jensen, Michael C. 2002. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Working Paper No. 01- 01*. Harvard Business School.
- Jiraporn, Pornsit, 2016. Estimating the Effect of Corporate Social Responsibility (CSR) on Firm Value Using Geographic Identification. *Journal of Finance*. Electronic copy available at: [Https://ssrn.com/abstract=2890550](https://ssrn.com/abstract=2890550).
- Kallapur, Sanjay & Trombley, Mark A. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realised Growth. *Journal of Business Finance*. Vol. 26. Pp. 505 - 519.
- Kausar, Asifa, Nazir, Mian Sajid & Butt, Hashim Awais. 2014. Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Pakistan. *Asian Journal of Research in Economics and Finance*. Vol. 1, Issue 1.
- Kerlinger, 2016. *Asas-Asas Penelitian Behavioral*. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada.
- Khurshid, Muhammad Kashif, Shaheer, Hammad, Nazir, Nadeem, Waqas, Muhammad & Kashif, Muhammad. 2017. Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Performance: The Role of Intellectual Capital. *City University Research Journal. Special Issue*. Pp. 247 - 263.
- King, David R., Dalton, Dan R., Daily, Catherine M. & Covin, Jeffrey G. 2004. Meta-analyses of Post-acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators. *Strategic Management Journal*. Vol. 25, No. 2. Pp. 187 - 200. Wiley.

- Koller, Tim, Goedhart, Marc & Wessels, David. 2005. *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*. Fourth Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Kouser, Rehana, Bano, Tahira, Azeem Muhammad & Ul Hasan, Masood. 2012. Inter - Relationship between Profitability, Growth and Size: A Case of Non - Financial Companies from Pakistan. *Pakistan Journal Commercial, Social, and Science*. Vol. 6 (2). Pp. 405 - 419.
- Kumar, B, Rajesh. 2015. Determinants of Value Creation: An Empirical Examination from UEA Market. *International Journal of Economics and Financial Issues*. Vol. 5, No.1. Pp. 75 – 85.
- Kurniasari, Widuri & Warastuti, Yusni. 2015. The Relationship between CSR and Profitability to Firm Value. *Journal of Economic Behavior*. Vol. 5, No. 1. Pp. 31 - 41.
- Kusiyah & Arief. 2017. The Determinants of Firm Value on Commercial Banks in Indonesia. *Journal of Engineering and Applied Sciences*. Vol. 12 (2). Pp. 408 – 416.
- Kusuma, Hadri. 2016. Size Perusahaan Dan Profitabilitas: Kajian Empiris Terhadap Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi Pembangunan. Kajian Ekonomi Negara Berkembang*. Vol. 10. No. 1. Pp. 81 – 93.
- Kusuma, Ginanjar Indra, Suhadak & Arifin, Zainul. 2013. Analisis Pengaruh Profitabilitas dan Tingkat Pertumbuhan terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. <https://www.researchgate.net/publication/315710369>.
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei & Vishny, Robert. 2002. Investor Protection and Corporate Governance. *The Journal of Finance* 57. No. 3: 1147 - 1170. Doi: 10.1111/1540 - 6261.00457. <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:30747191>.
- Lawal, Adedoyin Isola. 2014. Capital structure and the value of the firm: evidence from the Nigeria banking industry. *Journal of Accounting and Management*. J AM. Vol. 4, No. 1. Landmark University.
- Leahy, Arthur S. 2012. The Determinants of Profitability in the Pharmaceutical Industry. *American Journal of Health Sciences - First Quarter*. Vol. 3, No. 1. Clute Institute.

- Lee, Sang-Mook & Ryu, Keunkwan. 2003. Management Ownership and Firm's Value: An Empirical Analysis using Panel Data. *ISER Discussion Paper No. 593*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=444420> or <Http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.444420>.
- Lin, Feng-Li & Chang, Tsangyao. 2010. Does Family Ownership Affect Firm Value in Taiwan? A Panel Threshold Regression Analysis. *International Research Journal of Finance and Economics - Issue 42*. Pp. 45 - 53.
- Lin, Feng Li. 2010. A panel threshold model of institutional ownership and firm value in Taiwan. *International Research Journal of Finance and Economics - Issue 42*. Pp. 54 - 62.
- Lindeman, Tuomas. 2016. The correlation between dividend policy measures and share price volatility on OMX Helsinki. *Economics Letters*. <https://www.researchgate.net/.../281336173>.
- Loi, Teng Hou & Khan, Arslan Aslam. 2012. Determinants of firm growth: evidence from Belgian companies. *UNIVERSITEIT GENT. FACULTEIT ECONOMIE EN BEDRIJFSKUNDE*.
- Loncan, Tiago Rodrigues & Caldeira, Joao Frois. 2014. Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: a Study of Brazilian Listed Firms. *Revista Contabilidade & Financas*. Vol. 25. Pp. 46 - 59. Sao Paulo.
- Lopez-Iturriaga, Felix J. & Rodriguez-Sanz, Juan Antonio. 2001. Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equations Analysis of Spanish Companies. *Journal of Management and Governance*. Vol. 5. Pp. 179 - 204. Kluwer Academic Publishers.
- Majumdar, Sumit K. & Chhibber, Pradeep. Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance. *Public Choice*. Vol. 98. Pp. 287 - 305. Kluwer Academic Publishers. Netherlands.
- Malik, M. Shoukat & Nadeem, Muhammad. 2014. Impact of corporate social responsibility on the financial performance of banks in Pakistan. *International Letters of Social and Humanistic Sciences Online*. Vol. 21. Pp 9 - 19. [Doi:10.18052/www.scipress.com/ILSHS.21.9](https://doi.org/10.18052/www.scipress.com/ILSHS.21.9).

- Mard, Michael J. Dunne, Robert R., Osborne, Edi & Rigby JR., James S. 2005. *Driving Your Company's Value: Strategic Benchmarking for Value*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Margaritis, Dimitris & Psillaki, Maria. 2007. Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02056.x>.
- Marks, Kenneth H., Robbins, Larry E., Fernandez, Gonzalo, Funkhouser, John P. & Williams, D. L. 2005. *The Handbook of Financing Growth: Strategies and Capital Structure*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Marsh, Terry A. & Merton Robert C. 1987. Dividend Behavior for The Aggregate Stock Market. *Journal of Business*. Vol. 60, No. 1. The University of Chicago.
- McGuire, Jean B., Sundgren, Alison & Schneeweis, Thomas. 1998. Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance. *The Academy of Management Journal*. Vol. 31, No. 4. Pp. 854 - 872. Stable URL: <http://links.jstor.org/sici?sici=0001-4273%28198812%2931%3A4%3C854%3ACSRAFF%3E2.0.CO%3B2-0>.
- McKelvie, Alexander & Wiklund, Johan. 2010. Advancing Firm Growth Research: A Focus on Growth Mode Instead of Growth Rate. Entrepreneurship Theory and Practice. *Ratio Working Paper NO. 205*. Texas: Baylor University.
- McMillan, David G. & Wohar, Mark E. 2011. Profit Persistence Revisited: The Case of the UK. *Journal of Finance*. School of Management, University of St. Andrews. Scotland, UK.
- McWilliams, A. & Siegel D. 2000. Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*. Vol. 21 (5). Pp. 603 - 609.
- Miglo, Anton. 2016. *Capital Structure in the Modern World*. Switzerland: Springer International Publishing.
- Mireku, Kwame, Mensah, Samuel & Ogoe, Emmanuel. 2014. The Relationship between Capital Structure Measures and Financial Performance: Evidence from Ghana. *International Journal of Business and Management*. Vol. 9, No. 6. Canadian Center of Science and Education.

- Missy, Yuanita, Budiyanto & Riyadi, Slamet. 2016. Influence of capital structure, size and growth on profitability and corporate value. *International Journal of Business of Finance and Management Research*. Vol. 4. Pp. 80 - 101.
- Mishra, Supriti & Suar, Damodar. 2010. Does Corporate Social Responsibility Influence Firm Performance of Indian Companies. *Journal of Business Ethics*. Vo. 95. Pp. 571 – 601. DOI 10.1007/s10551-010-0441-1.
- Moradi, Mehdi, Salehi, Mahdi & Hanarmand, Shahnaz. 2010. Factor Affecting Dividend Policy: Empirical Evidence of Iran. *Poslovna Izvrsnost Zagreb, God. IV, BR. 1*.
- Murekefu, Timothy Mahalang'ang'a & Ouma, Ochuodho Peter. 2012. The Relationship between Dividend Payout and Firm Performance: A Study of Listed Companies in Kenya. *European Scientific Journal*. May Edition. Vol. 8. No. 9.
- Murtaza, Iqra Ali, Akhtar, Naeem, Ijaz, Aqsa & Sadiqa Ayesha. 2014. Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Financial Performance: A Case Study of Pakistan. *International Review of Management and Business Research*. Vol. 3. No. 4. www.irmbrjournal.com.
- Myers, Stewart C. 1976. Determinants of Corporate Borrowings. *Sloan School of Management*. Massachusetts Institute of Technology.
- Naceur, Samy Ben & Goaid, Mohamed. 2002. The relationship between dividend policy, financial structure, profitability and firm value. *Applied Financial Economics* 12. Pp. 843 - 849.
- Nasimi, Assad Naim. 2016. Effect of Capital Structure on Firm Profitability (An Empirical Evidence from London, UK). *Global Journal of Management and Business Research*. C. Finance.
- Negasa, Tariku. 2016. The Effects of Capital Structure on Firm's Profitability (Evidence from Ethiopian). *Preprints (www.preprints.org)*. Department of Accounting & Finance. *Wollega University*. DOI:10.20944/preprints201607.0013.
- Nilsen, Qivind Anti & Schiantarelli, Fabio. 2003. Zeros and Lumps in Investment: Empirical Evidence on Irreversibilities and Nonconvexities. *The Review of Economics and Statistics*. Vol. 85, No. 4. Pp. 1021 – 1037. The MIT Press.

- Nwamaka, Ozuomba Chidinma & Ezeabasili. 2017. Effect of Dividend Policies on Firm Value: Evidence from quoted firms in Nigeria. *International Journal of Management Excellence*. Vol. 8, No. 2. TechMind Research Society.
- Oh, Sekyung & Kim, Woo Sung. 2016. The Effects of Ownership Change and Growth on Firm Value at The Issuance of Bonds with Detachable Warrant. *Journal of Business Economics and Management*. ISSN 1611-1699 / eISSN 2029-4433. Doi:10.3846/16111699.2015.1072109.
- Ohlson, James A. 1995. Earning, Book Values, and Dividend in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*. Vol. 11. No. 2. Pp 661- 687.
- Olsen, Eric, Plaschke, Frank & Stelter, Daniel. 2006. The Role of Growth in Achieving Superior Value Creation: The 2006 Value Creator Report. Spotlight on Growth. *The Boston Consulting Group*. Wwww.bcg.com.
- Osamwonyi, Ifuero Osad, & Lola-Ebueku, Iyobosa. 2016. Does Dividend Policy Affect Firm Earnings? Empirical Evidence from Nigeria. *International Journal of Financial Research*. Vol. 7. No. 5. [Http://ijfr.sciedupress.com](http://ijfr.sciedupress.com).
- Ozkan, Aydin. 2001. *Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data*. Blackwell Publishers Ltd. Oxford UK.
- Paminto, Ardi, Setyadi, Joko & Sinaga, Jhonni. 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*. ISSN 2222-1905 (Paper) ISSN 2222-2839 (Online). Wwww.iiste.org.
- Paramasivan, C. & Subramaniam, T. 2012. *Financial Management*. New Delhi: New Age International (P) Limited.
- Pettit, Justin. 2007. *Strategic Corporate Finance. Applications in Valuation and Capital Structure*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Pijourlet, Guillaume. 2013. *Corporate Social Responssibility and Financing Decisions*. France: Universite d'Auvergne.
- Porter, Michael J. 1980. Five Forces Model. <https://www.google.com/search?q=five+competing+strategy+fra>

- meworks+(Porter+1980)+%2B+pdf&rlz=1C1GCEU_enID821ID821&oq=five+competing+strategy+frameworks+(Porter+1980)+%2B+pdf&aqs=chrome..69i57.3111j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8.*
- Pradhan, Radhe Shyam. 2003. Effects of Dividends on Common Stock Prices: The Nepalese Evidence. *Research in Nepalese Finance*. Pp. 1 - 13. Buddha Academics. Kathmandu.
- Priya, P. Vidhya & Mohanasundari, M. Dividend Policy and Its Impact on Firm Value: A Review of Theories and Empirical Evidence. *Journal of Management Sciences and Technology 3 (3)*. ISSN - 2347-5005.
- Purwanto, Dedy & Marsono, Acong Dewantoro. 2017. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Perusahaan Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Riset Perbankan Manajemen dan Akuntansi Vol. 1, No. 2*. Jakarta: IKPIA Perbanas.
- 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 Indonesian Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 9, No. 8. Canadian Center of Science and Education.
- Rahmawati, Ali, Muhammad, Alam, Syamsu & Pahlavi, Cipi. 2015. Factors Affecting Capital Structure and Value of Consumer Goods Company Listed in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Scientific and Research Publications*. Vol. 5. ISSN 2250 - 3153.
- Rajhans, Rajni Kant & Kaur, Kawalpreet. Financial Determinants of Firm's Value: Evidence from Indian Firms. *ZENITH International Journal of Business Economics & Management Research, ZIJBEMR*. Vol. 3 (5). ISSN 2249- 8826.
- Rajan, Raghuram G. & Zingales, Luigi. 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*. Vol. 50. Pp. 1421 - 1460. <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28199512%2950%3A5%3C1421%3AWDVKAC%3E2.0.CO%3B2-8>.
- Ramezani, Cyrus, Soenen, Luc & Jung, Alan. 2001. Growth, Corporate Profitability, and Value Creation. *Financial Analysts Journal*. <https://www.researchgate.net/publication/228302928>.

- Rehman, Obaid Ur. 2016. Impact of Capital Structure and Dividend Policy on Firm Value. *Journal of Poverty, Investment and Development*. Vol. 21. ISSN 2422-846X.
- Reverte, Carmelo. 2008. Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure Ratings by Spanish Listed Firms. *Journal of Business Ethics*. Vol. 88. Pp.351 - 366. DOI 10.1007/s10551-008-9968-9. Springer.
- Rizqia, Dwita Ayu, Aisjah, Siti & Sumiati. 2013. Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting*. Vol.4. No.11. www.iiste.org.
- Sabrin, Sarita, Buyung, Takdir, Dedy & Sujono S. 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, Issue 10. Pp. 81- 89. ISSN (e): 2319 - 1813 ISSN.
- Salawu, Rafiu Oyesola & Awolowo, Obafemi. 2009. The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firm in Nigeria. *The International Journal of Business and Finance Research*. Volume 3, Number 2. University of Nigeria.
- Salehi, Mahdi & Kumars, Biglar. 2009. Study of the Relationship between Capital Structure Measures and Performance: Evidence from Iran. *International Journal of Business Management*. Vol. 4, No. 1. Wwww.ccsnet.org/journal.html.
- Salim, Mahfuzah & Yadav, Raj. 2012. Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *International Congress on Interdisciplinary Business and Social Science. Procedia - Social and Behavioral Sciences 65: 156 - 166*. Wwww.sciencedirect.com.
- Salvatore, Dominick. 2011. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. (Icshan Setyo Budi). Edisi Kelima. Edisi Indonesia. Buku I. Jakarta: Salemba Empat.
- Salvatore, Dominick. 2010. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. (Icshan Setyo Budi). Edisi Kelima. Edisi Indonesia. Buku II. Jakarta: Salemba Empat.
- Sanjaya, R. A. A. & Jayasiri, N. K. 2015. The Cause - Effect Relationship between Growth and Profitability: Evidence from Listed

- Manufacturing Companies in Sri Lanka. *ResearchGate*. <https://www.researchgate.net/publication/318930228>.
- Schwartz, Mark S. & Carroll, Archie B. 2003. Corporate Social Responsibility: A Three-Domain Approach. *Business Ethics Quarterly*. Vol. 13. Issue 4. Pp. 503 - 530. ISSN 1052-150X.
- Sembiring, E. R. 2005. Karakteristik perusahaan dan pengungkapan tanggung jawab sosial: study empiris pada perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*.
- Serrasqueiro, Zelia. 2009. Growth and Profitability in Portuguese Company: A Dynamic Panel Data Approach. *Economic Interferences*. Vol. 11, No. 26. Portugal and CEFAGE Research Center Evora University. Portugal.
- Servaes, Henri & Tamayo, Ane. 2013. The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness. *Management Science* 59 (5), pp. 1045 – 1061. INFORMS.
- Shubita, Mohammad Fawzi & Alsawalhah, Jaafer Maroof. 2012. The Relationship between Capital Structure and Profitability. *International Journal of Business and Social Science*. Vol. 3, No. 16. The Special Issue on Arts, Commerce and Social Science.
- Shyam-Sunder, Lakshmi & Myers Steward C. 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economic*. Vol. 51. Pp. 219 – 244. Washington: International Finance Corporation.
- Sinaga, Jhonni. 2006. *Pro – Existence Project. Feasibility Study*. PT. REA Kaltim Plantations. Untuk Kalangan Sendiri.
- Sinha, Abhijit. 2017. An Enquiry into Effect of Capital Structure on Firm Value: A Study of Power Sector Companies in India. *Parikalpana - KIIT Journal of Management*. Vidyasagar University. West Bengal.
- Solimun, Fernandes, Adji Achmad Rinaldo & Nurjannah. 2017. *Metode Statistika Multivariat. Pemodelan Persamaan Struktural (SEM). Pendekatan WarpPLS*. Malang: UB Press.
- Song, Han-Suck. 2005. Capital Structure Determinants. An Empirical Study of Swedish Companies. *The Royal Institute of technology, Centre of Excellence for Science and Innovation Studies*. [Http://www.infra.kth.se/cesis](http://www.infra.kth.se/cesis).

- Soumadi, Mustafa M. & Hayajneh, Osama Suhail. 2012. Capital Structure And Corporate Performance Emirical Study On The Public Jordanian Share Holding Firms Listed In The Amman Stock Market. *European Scientific Journal*. Vol. 8. No. 22. Pp. 1857 – 7881.
- Stam, Erik & Wennberg, Karl. 2009. The roles of R&D in new firm growth. *Small Bus Econ*. Vol. 33. Pp. 77 – 89. Springer.
- Storey, David J. 1994. Understanding the small business sector. *Swedish Entrepreneurship Forum*. London: Routledge.
- Subramaniam, Ravichandran K. 2014. Growth Opportunities and Dividend Policy: Some Evidence on the Role of Ethnicity in an Emerging Economy. *Corporate Ownership & Control*. Vol. 12, Issue 1. Selangor Darul Ehsan. Monash University Malaysia.
- Subramaniam, Ravichandran K., Devi, S. Susela & Marimuthu, Maran. 2011. Investment opportunity set and dividend policy in Malaysia. *African Journal of Business Management*. Vol. 5 (24). Pp. 10.128 – 10.143. Available online at <http://www.academicjournals.org/AJBM>.
- Subramaniam, Ravichandran K., Shaiban, Mohammed & Suppiah, Susela Devi K. 2014. Growth Opportunity and Dividend Policy: Evidence On The Role Of Ethnicity In An Emerging Economy. *Corporate Ownership and Control*. Vol. 12.
- Supitriyani. 2018. Dividend Policy & Stock Price to the Company Value in Pharmaceutical Company's Sub Sector Listed in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Law and Society*. <Http://www.sciencepublishinggroup.com/j/ijls>.
- Stulz, Rene M. 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*. Vol. 26. Pp. 3 - 27. Elsevier Science Publishers B. V.
- Swastika, Riski & Isharijadi. 2017. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas (Perusahaan Perbankan Terdaftar di BEI). *FIFA 9th: Forum Ilmiah Pendidikan Akuntansi – Universitas PGRI Madiun*. Vol. 5, No. 1.
- Thafani, AR. Fathima & Abdullah, M.A. Mohamed. 2014. The Impact of Dividend Payout on Corporate Profitability: Evidence from Colombo Stock Exchange. *Advances in Economics and Business Management (AEBM)*. Vol. 1. No. 1. Pp. 27 – 33. Krishi Sanskriti Publications. <Http://www.krishisanskriti.org/aebm.html>.

- Ting, Irene Wei – Kiong, Kweh, Qian-Long & Chan, Yee-Chuann. 2014. Does Organizational Growth Contribute To Profitability? Evidence from Malaysian Public Listed Companies. *International Journal of Business and Society*. Vol. 15 No. 2, pp. 267 - 276.
- Tingler, Stephan. 2015. The Modes of Firm Growth and Their Effects on Firm Performance: An Empirical Analysis of the Chemical Industry. *Doctoral Thesis*. Bergische Universität Wuppertal – Schumpeter School of Business and Economics.
- Titman, Sheridan & Wessels Roberto. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*. Vol. 43 No. 1, pp. 1 – 19. American Finance Association.
- Torres, Anna, Bijmolt, Tammo H. A., Tribo, Josep A. & Verhoef, Peter. 2012. Generating global brand equity through corporate social responsibility to key stakeholders. *International Journal of Research in Marketing*. Vol. 29 (1). Pp. 13 - 24.
- Tsoutsoura, Margarita. 2004. Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Working Paper Series*. UC Berkley. <https://escholarship.org/uc/item/111799p2>.
- Van Beurden, P. & Goessling, Tobias. 2008. The Worth of Values - A Literature Review on the Relation between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Business Ethics*. DOI 10.1007/s10551-008-9894-x. Springer.
- Van Horne, James C. & Wachowicz JR., Jhon M. 2009. *Financial Management*. Thirteenth Edition. England: Pearson Education Limited.
- Verwijmerena, Patrick dan Derwall, Jeroen. Employee well-being, firm leverage, and bankruptcy risk. *Journal of Finance*. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1495374>.
- Waddock, Sandra A. & Graves, Samuel B. 1997. The corporate social performance - financial performance link e-Scholarship. *Strategic Management Journal*. Vol. 18. Pp. 303 – 319. <http://hdl.handle.net/2345/2551>.
- Wang, Ming-Long. 2013. Corporate Social Responsibility and Cost of Equity Capital: A Global Perspective. *Working Paper*. Taiwan: National Cheng Kung University.
- Wang, Ming-Long, Feng, Zhi-Yuan & Huang, Hua-Wei. 2013. Corporate Social Responsibility and Cost of Equity Capital: A

- Global Perspective. *College of Management. National Cheng Kung University*. Taiwan.
- Weill, Laurent. 2008. Leverage and Corporate Performance: A Frontier Efficiency Analysis. *Small Business Economics*. Vol. 30. Pp. 251 – 265. <https://link.springer.com/>.
- Welch, Ivo. 2009. *Corporate Finance. An Introduction*. Boston. Pearson Education.
- Weston, J.F., & T. E. Copeland. 1992a. *Manajemen Keuangan*. (Kirbrandoko). Edisi Ketujuh. Edisi Indonesia. Buku I. Jakarta: Erlangga.
- Weston, J.F., & T. E. Copeland. 1992b. *Manajemen Keuangan*. (Yohanes Lamarto). Edisi Kedelapan. Edisi Indonesia. Buku II. Jakarta: Erlangga.
- Wood, Donna J. 1991. Corporate Social Performance Revisited. *Academy of Management Review*. Vol. 16 (4). Pp. 691 - 718.
- Wu, Xueping & Yeung, Chau Kin Au. 2012. Firm Growth and Capital Persistence. *Journal of Banking and Finance*. Department of Economics and Finance. City University of Hong Kong.
- Yang, Miying, Vladimirova, Doroteya, Evan, Steve & Rana, P. 2016. Value uncaptured perspective for sustainable business model innovation. *Journal of Cleaner Production*. ResearchGate. <https://www.researchgate.net/publication/305486095>.
- Yoo, Seungkyu & Kim, Jaejun. 2015. The Dynamic Relationship between Growth and Profitability under Long-Term Recession: The Case of Korean Construction Companies. *Sustainability*. 15982 – 15998; doi:10.3390/su71215796. www.mdpi.com/journal/sustainability.
- Zeitun, R.f & Tian, G. G. 2007. Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*. Vol. 1. <http://ro.uow.edu.au/aabfj>.
- Zhou, Haibo & Wit, Gerrit de. 2009. Determinants and dimensions of firm growth. EIM Research Reports. Netherlands: SCALES Initiative. *Journal of Finance*. Vol. 62.

Tentang Penulis

