

# PENGARUH FAKTOR MAKRO EKONOMI DAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP *LEVERAGE* DAN NILAI PERUSAHAAN

Sujoko

FITB UTY Yogyakarta

## *Abstract*

*The purpose of this empirical study is to investigate the influence of macro economic, growth firm on leverage and value of the firm. This study uses Agency Free Cash Flow, Static trade off Theory, Pecking Order Theory and Signaling Theory. This study uses empirical data from Indonesian Capital Market Directory 2015 issued By Indonesian Stock Exchange. This research uses quantitative analysis. The Population of the research are manufacturing firm listed in Indonesian Stock Exchange. The hypothesis test uses structural equation modeling with the degree of signifance at 0.05. Sample in this study are manufacturing company listed in Indonesian Stock Exchange during 2012-2014.*

*As much as 75 manufacturing firm listed in Indonesian Stock exchange were taken as a sample using a purposive sampling method. The data were there analyzed by Structural Equation Modeling (SEM). The Result of the study show that:*

- (1) Macro economic factor have negative significant influence on leverage with p value 0.06*
- (2) Growth firm have significant influences on leverage with value 0.004*
- (3) Macro economic have negative t influences on value of the firm with p value 0.006*
- (4) Growth firm have positive significant influence on value of the firm with p value 0.005*
- (5) Leverage have negatives significant influence on value of the firm with p value 0.006*

*The result of the study is support to Agency Free Cash Flow, Jensen (1986), Static Trade off Theory, Pecking Order Theory, Myers and Majluf (1984) and Signaling Theory, Ross (1977)*

**Keywords:** *Growth Firm, leverage, Value of the firm, Signaling*

## PENDAHULUAN

Era Masyarakat Ekonomi ASEAN atau MEA telah berjalan mulai bulan Desember 2015. Sebentar lagi Indonesia akan menghadapi *Trans Pasific Partnership* yang akan menambah perubahan persaingan global yang semakin ketat dan

dinamis. Perkembangan perekonomian di Indonesia utamanya sektor moneter dan sektor riil menunjukkan kecenderungan yang berubah sangat dinamis. Kurs valas sempat mengalami gejolak yang sangat dalam pada tahun 2015 sehingga stabilitas moneter sempat agak terganggu dan hal ini berdampak terhadap perkembangan sektor riil, namun akhir-akhir

---

Korespondensi dengan Penulis:

**Sujoko:** +62 82141296228

Email: [sujokod2\\_01@yahoo.com](mailto:sujokod2_01@yahoo.com)

ini kurs valas cenderung sudah mengalami perbaikan sehingga stabilitas moneter masih terjaga dengan baik. Pemerintah telah melakukan *moral suations* kepada bank-bank komersial untuk bisa menurunkan suku bunga kredit agar sektor riil bisa bergerak dan mempunyai daya saing yang tinggi dalam menghadapi MEA ini. Bank Indonesia berulang kali menurunkan suku bunga SBI (BI rate) ke tingkat yang realistis dengan harapan agar sektor perbankan dapat menjalankan fungsinya sebagai lembaga intermediasi antara sektor yang surplus dana kepada sektor yang defisit dana. Tri Nugroho et al. (2014) menemukan *interest margin* perbankan Indonesia semenjak krisis moneter 1998 masih tergolong paling tinggi dibanding negara-negara tetangga, seperti Singapura, Malaysia, Thailand dan Filipina. *Interest margin* yang masih tergolong tinggi ini akan membuat sektor riil kurang leluasa dalam bergerak karena harus menanggung biaya modal yang tinggi dari sektor perbankan. Tingginya biaya modal dari perbankan menjadikan pertimbangan utama bagi manajer keuangan perusahaan untuk melakukan ekspansi apalagi mereka juga dibayangkan dengan kedatangan pesaing-pesaing baru dari negara ASEAN. Dalam kaitannya dengan keputusan pendanaan perusahaan (*corporate financing policy*), kondisi makro ekonomi di atas menjadi salah satu pertimbangan bagi perusahaan. Keputusan pendanaan pada dasarnya berkaitan dengan pemilihan sumber dana oleh perusahaan. Myers (1984) mengemukakan bahwa dalam hal keputusan pendanaan dalam perusahaan *static trade off theory* dan *pecking order theory* adalah teori yang relevan untuk dipertimbangkan.

Hackbarth et al. (2006), menunjukkan bahwa target struktur modal dipengaruhi oleh faktor-faktor makro ekonomi. Korajczyk dan Levy (2006) menyatakan bahwa faktor ekonomi dan karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal yang ditargetkan. Hasil penelitian Feidakis dan Rovolis (2007) menunjukkan bahwa kondisi makro ekonomi yang diproksikan dengan suku bunga, perubahan kurs valas dan inflasi ber-

pengaruh signifikan terhadap *leverage*. Kecepatan penyesuaian pada struktur modal yang ditargetkan akan lebih cepat pada kondisi ekonomi yang bagus (Cook dan Tiang, 2010).

Tingkat bunga memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal yang ditargetkan. Perusahaan cenderung mengurangi hutangnya ketika bunga hutangnya tinggi (De Haas et al. 2006). Camara (2012) mengukur tingkat bunga dengan proksi SCP yaitu *commercial paper spread*. Tingkat *spread* memberikan implikasi yang signifikan pada pinjaman jangka pendek yang memberikan fleksibilitas keuangan pada perusahaan.

Hackbarth et al. (2006) menggunakan perubahan harga konsumen sebagai proksi tingkat inflasi. Pada kondisi ekonomi yang buruk, investor cenderung melakukan konsumsi saat ini dari pada melakukan investasi jangka panjang. Tingkat inflasi akan meningkat pada saat ekonomi memburuk dan akan menurun pada saat ekonomi membaik. Perusahaan menghadapi asimetri informasi yang besar ketika tingkat inflasi yang tinggi. Berdasarkan *Pecking Order Theory*, Myers dan Majluf (1984) menyarankan sebaiknya perusahaan menggunakan pendanaan hutang pada saat ekonomi membaik dan sebaliknya perusahaan sebaiknya menggunakan ekuitas ketika kondisi ekonomi memburuk.

Pertumbuhan perusahaan juga mempengaruhi *leverage*. Menurut *Agency Free Cash Flow*, Jensen (1986), manajer cenderung ingin memegang sumber daya yang mereka kelola. Pertumbuhan *asset*, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba akan mempengaruhi jumlah kas yang dipegang manajer sehingga manajer ada kecenderungan untuk memegang sumber daya ini untuk membiayai ekspansi perusahaan, karena dengan pertumbuhan perusahaan yang tinggi manajer dianggap berhasil dalam mengelola perusahaan. Perusahaan yang tumbuh merespon positif oleh pasar sehingga harga saham akan naik. Hal ini sesuai dengan *Signaling Theory*, Ross (Dalam Mamduh 2012)

Dalam *Agency Free Cash Flow*, manajemen perusahaan cenderung untuk menahan laba yang di-

peroleh karena mereka akan menggunakan laba tersebut atau kas untuk melakukan ekspansi. Pengaruh dari pertumbuhan perusahaan terhadap *leverage* ditemukan oleh Sujoko (2007), bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Selanjutnya Sudarma (2004) menemukan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Secara empirik pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap hutang dikemukakan oleh Sudiyatno dan Sari (2013) bahwa pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap *debt to equity*. Pengaruh pertumbuhan terhadap *leverage* ditemukan oleh Mahadwartha (2006), menemukan bukti bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Dalam *Pecking Order Theory*, Myers dan Majluf (1984), manajer cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk membiayai ekspansinya, setelah itu baru menggunakan dana eksternal.

Pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan ditemukan oleh Sujoko (2007), bahwa *firm growth (growth sales)* berpengaruh positif terhadap *return on equity* dan *return on assets*. Studi empirik tentang pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan ditemukan oleh Sudarma (2004) bahwa *debt equity* berpengaruh negatif terhadap *return on equity*. Pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan ditemukan oleh Sujoko (2007) dan Sudarma (2004) yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Byoun (2008) menggunakan prediksi rasio hutang sebagai struktur modal yang optimal atau yang ditargetkan. Struktur modal yang ditargetkan bisa berubah sewaktu-waktu yang bisa terjadi karena perubahan faktor eksternal. Penelitian di Indonesia (Sudarma 2004; Saadah dan Riyadi, 2012; Utami, 2012; Sudiyatno dan Sari, 2013) menunjukkan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh faktor karakteristik perusahaan. Hermendito (2006) dan Mihalca (2011) mengidentifikasi determinan struktur modal adalah faktor ekonomi makro. Hasil

penelitian Sujoko (2007) dan Sudarma (2004) menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini masih menimbulkan perdebatan apakah posisi hutang perusahaan masih *underleverage* atau *overleverage*, sehingga hal ini masih perlu dilakukan penelitian lanjutan. Surwanti (2015), melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal dengan menggunakan model dinamis yaitu *partial adjustment model*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kecepatan penyesuaian struktur modal di Indonesia ke *leverage* yang ditargetkan rata-rata kurang dari 100% atau membutuhkan waktu lebih dari satu tahun untuk mencapai *leverage* yang ditargetkan. Penelitian ini berbeda dengan penelitian yang sudah dilakukan sebelumnya. Pertama, penelitian ini menggunakan model statis dalam menentukan struktur modal yang optimal dan tidak menggunakan model dinamis *partial adjustment model*. Kedua, pengujian teori *Trade Off* dan *Pecking Order Theory* dilakukan secara simultan atau tidak terpisah. Ketiga, karena penelitian ini tidak menggunakan *Partial Adjustment Model* maka dalam penelitian ini tidak memasukkan faktor karakteristik perusahaan.

## HIPOTESIS

Berdasarkan pada latar belakang masalah, penelitian terdahulu dan dukungan teori maka peneliti menarik hipotesis sebagai berikut:

- H<sub>1</sub> : Faktor makro ekonomi berpengaruh signifikan terhadap *leverage*.
- H<sub>2</sub> : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *leverage*
- H<sub>3</sub> : Faktor makro ekonomi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H<sub>4</sub> : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H<sub>5</sub> : *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

## METODE

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang terdiri dari data laporan keuangan perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Data laporan keuangan berupa neraca dan laporan laba rugi serta catatan atas laporan keuangan. Data ini bersumber dari BEI.

Populasi dalam penelitian adalah perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2012 sampai dengan tahun 2014. Sampel penelitian diperoleh melalui metode *purposive sampling*. Perusahaan dengan data tidak lengkap dikeluarkan dari sampel. Jumlah sampel adalah sebanyak 75 perusahaan manufaktur dengan observasi selama 3 tahun sehingga secara *pooling data* jumlah observasi atau amatan sebesar 225.

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan *Structural Equation Modeling* (SEM), karena hubungan antar variabel eksogen dan endogen adalah bersifat simultan. Dalam SEM akan dilakukan konfirmatori analisis yaitu untuk mengetahui apakah indikator-indikator yang digunakan pada setiap variabel eksogen dan variabel endogen mengkonfirmasi variabel tersebut atau indikator-indikator tersebut sudah tepat digunakan sebagai proksi pada masing-masing variabel eksogen dan endogen.

Disamping itu dalam SEM akan dilakukan uji *Goodness Of Fit Model* dan Analisis hubungan secara simultan antar variabel eksogen dan endogen serta uji hipotesis.

## Variabel Penelitian dan Pengukuran

1. Nilai Perusahaan  
Nilai perusahaan dalam penelitian ini diproksikan dengan indikator Price Earning Ratio (PER) dan Price Book Value (PBV). Nilai perusahaan merupakan variabel endogen.
2. Variabel makro ekonomi  
Variabel makro ekonomi diproksikan dengan indikator tingkat suku bunga SBI, Nilai Tukar Valas dan Laju Inflasi. Variabel makro ekonomi merupakan variabel eksogen.
3. Pertumbuhan perusahaan  
Variabel pertumbuhan perusahaan dalam penelitian ini diproksikan dengan indikator pertumbuhan *assets*, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba. Variabel pertumbuhan perusahaan merupakan variabel eksogen.
4. Leverage  
Variabel *leverage* diproksikan dengan indikator Debt Equity Ratio (DER) dan Debt To Total Assets (DTA). Variabel *leverage* merupakan variabel endogen.

## Deskripsi Data Penelitian

Tabel 1. Rekapitulasi Data Penelitian Tahun 2012-2014

Variabel	Data	Rata-rata Tahun			Rata-rata 3 Tahun
		2012	2013	2014	
X1.1	Tingkat bunga SBI	7.50%	7.00%	7.75%	7.41%
X1.2	Nilai Tukar Valas	12.165	12.189	12.440	12.264
X1.3	Inflasi	5.03%	5.30%	4.29%	4.87%
X2.1	Pertumbuhan asset	15.03%	16.33%	18.36%	16.57%
X2.2	Pertumbuhan penjualan	22.40%	30,40%	32,5%	28.46%
X2.3	Pertumbuhan laba	10.2%	11.4%	14.3%	11.9%
Y1.1	DER	0,252	0,395	0,482	0,376
Y1.2	DTA	0,401	0,482	0,569	0,484
Y2.1	PER	13,416	14,112	15,165	14,231
Y2.1	PBV	5,605	6,166	10,916	7.562

Sumber: Olahan Penulis

## HASIL

### Deskripsi Variabel- Variabel Penelitian

#### 1. Tingkat Bunga

Suku bunga merupakan indikator makro ekonomi yang sangat penting bagi pengembangan dunia usaha. Bagi emiten yang *listed* di pasar modal, perkembangan suku bunga sangat penting untuk selalu diamati. Tabel 1. menunjukkan bahwa suku bunga yang dalam penelitian ini digunakan SBI sebagai suku bunga acuan adalah sebesar 7.50% di tahun 2012, 7.00% di tahun 2013 dan 7.75% di tahun 2014. Suku bunga acuan rata- rata selama tiga tahun tersebut adalah sebesar 7.41%. Selama tiga tahun tersebut ada kecenderungan tingkat suku bunga acuan SBI cenderung mengalami fluktuasi, namun tidak terlalu tajam. Kondisi ini menunjukkan bahwa kondisi makro ekonomi sangat kondusif dalam mendukung dunia usaha dalam menjalankan roda kegiatannya.

#### 2. Nilai tukar valas

Nilai tukar valas menunjukkan stabilitas kondisi makro ekonomi. Semakin stabil nilai tukar valas menunjukkan semakin stabilnya kondisi makro ekonomi yang akan berdampak terhadap kegiatan perusahaan. Tabel 1. menunjukkan bahwa nilai tukar valas tertinggi terjadi tahun 2012 yaitu pada saat posisi 12.165. Sedangkan nilai tukar valas yang terjadi pada tahun 2013 yaitu pada posisi 12.189. Pada tahun 2014 nilai tukar valas sebesar 12.440. Rata - rata nilai tukar valas selama tiga tahun adalah sebesar 12.264. Secara umum nilai tukar valas masih menunjukkan angka yang realistis untuk bisa mendukung kegiatan ekonomi khususnya yang berkaitan dengan perdagangan luar negeri.

#### 3. Tingkat Inflasi

Inflasi merupakan indikator makro ekonomi yang sangat penting dan mempengaruhi kegiatan

ekonomi secara menyeluruh. Indikator inflasi yang terjadi di tahun 2012 hingga tahun 2014 menunjukkan bahwa pada tahun 2012 laju inflasi 5.03%, mencapai 5.30 % di tahun 2013, dan mencapai 4.29% di tahun 2014. Angka laju inflasi tahun 2013 adalah laju inflasi tertinggi selama tiga tahun tersebut. Rata- rata laju inflasi selama tiga tahun tersebut adalah 4.87%. Angka tersebut masih tergolong stabil dan masih sangat kondusif dalam menciptakan iklim usaha yang kompetitif.

#### Rasio Pertumbuhan Perusahaan

Tabel 1 menunjukkan rasio pertumbuhan yang semakin meningkat. Rasio pertumbuhan dalam penelitian ini diproksikan oleh pertumbuhan *asset* berwujud, pertumbuhan laba dan pertumbuhan penjualan. Tingkat pertumbuhan *assets* berwujud tertinggi terjadi pada tahun 2014 yaitu sebesar 18.36%, sedangkan rasio pertumbuhan tertendah terjadi pada tahun 2012 yaitu sebesar 15.03%. Selama tiga tahun tersebut berarti perusahaan mengalami pertumbuhan *assets* berwujud rata - rata sebesar 16.57%. Pertumbuhan penjualan tertinggi terjadi di tahun 2014 yaitu sebesar 32.50% dan terendah di tahun 2012 yaitu sebesar 22,40%, kondisi ini menggambarkan bahwa perusahaan mengalami pertumbuhan penjualan yang cenderung meningkat dengan tingkat pertumbuhan penjualan rata- rata sebesar 28.46%. Untuk pertumbuhan laba, tingkat pertumbuhan yang tertinggi terjadi di tahun 2014 yaitu sebesar 14.30%, sedangkan pertumbuhan laba yang terendah di tahun 2012 yaitu sebesar 10.20%. Pertumbuhan laba cenderung meningkat selama tiga tahun tersebut dengan tingkat rata- rata pertumbuhan laba 11.9%..

#### Debt Equity Ratio

Tabel 1, menunjukkan bahwa DER tertinggi terjadi pada tahun 2014 yaitu sebesar 0.482. Rata- rata DER selama tiga tahun adalah sebesar 0.376.

Pada tahun 2014 nilai DER adalah yang tertinggi, hal ini berarti jumlah hutang dibanding modal sendiri pada tahun tersebut menunjukkan nilai yang tertinggi. Nilai DER terendah terjadi pada tahun 2012 yaitu sebesar 0.252. Selama tiga tahun tersebut ada kecenderungan DER semakin meningkat berarti hutang perusahaan yang berdurasi waktu jangka panjang cenderung meningkat.

### Total Debt To Total Assets Ratio

Struktur modal juga bisa menggunakan rasio antara jumlah hutang dengan jumlah assetsnya. Tabel 1, menunjukkan bahwa DTA tertinggi terjadi di tahun 2014, yaitu sebesar 0.569. DTA terendah terjadi di tahun 2012 yaitu sebesar 0.401. Rata – rata rasio DTA adalah sebesar 0.484, hal ini berarti rata- rata dari satu rupiah asset yang dimiliki perusahaan, 84.4% akan digunakan jaminan untuk melunasi hutangnya. Tingkat DTA yang terendah terjadi di tahun 2012 yaitu sebesar 0.401. Selama tiga tahun tersebut ada kecenderungan jumlah total hutang semakin meningkat. Rata- rata DTA sebesar 0.484.

### Price Earning Ratio

*Price Earning Ratio* merupakan rasio yang menunjukkan harga saham berapa kali *earning*. Semakin tinggi nilai PER maka akan semakin tinggi harga saham dibandingkan *earning*. Tabel 1, menunjukkan

bahwa PER rata- rata emiten di Bursa Efek Indonesia adalah sebesar 14.231, hal ini berarti rata-rata harga saham perusahaan emiten adalah sebesar 14.231 kali *earning*. PER tertinggi dicapai di tahun 2014 yaitu sebesar 15.165, hal ini berarti di tahun tersebut harga saham perusahaan berada di level 15.162 kali tingkat *earning*. PER terendah terjadi di tahun 2012 yaitu 13.416 berarti harga pasar saham adalah kelipatan 13,416 kali nilai *earning*. Selama tiga tahun tersebut nilai PER cenderung semakin meningkat berarti nilai perusahaan manufaktur cenderung meningkat.

### Price Book Ratio

*Price Book Ratio* adalah merupakan rasio yang menunjukkan harga saham berapa kali nilai bukunya. Semakin tinggi nilai PBR maka semakin tinggi harga saham dibandingkan nilai bukunya. Tabel 1, menunjukkan bahwa rasio PBR tertinggi terjadi pada tahun 2014 yaitu sebesar 10.916, hal ini berarti emiten di tahun tersebut mempunyai rasio PBR 10.916, yang menunjukkan harga sahamnya adalah 10.916 kali nilai bukunya. Rata- rata nilai PBR selama tiga tahun tersebut adalah sebesar 7.562, hal ini berarti selama tiga tahun tersebut rata- rata emiten yang listed di BEI harga sahamnya adalah 7.562 kali nilai bukunya. PBR terendah terjadi pada tahun 2012 yaitu sebesar 5.605. Selama tiga tahun tersebut ada kecenderungan nilai PBR semakin meningkat, berarti nilai perusahaan semakin meningkat.

**Tabel 2.** *Goodness of Fit Indices Overall Model Tahap akhir.*

Goodness of fit index	Cut-off Value	Hasil Model	Keterangan
Chi-square	Diharapkan kecil	93.130	Baik
Probability	≥ 0.05	0.077	Baik
CMIN/DF	≤ 2.00	1.021	Baik
GF1	≥ 0.90	0.980	Baik
RMSEA	≤ 0,08	0.006	Baik

Sumber: Hasil SEM (2014)

## Pembahasan

Data penelitian dikumpulkan dari 75 perusahaan selama tiga tahun dari tahun 2012 sampai tahun 2014, sehingga didapatkan *pooling data* dengan unit analisis  $n = 3 \times 75 = 225$ . Dengan demikian asumsi besar  $n$  yang dikehendaki metode analisis data dengan SEM, yaitu  $n=100$ , dapat terpenuhi.

## Goodness Of Fit Index

Berdasarkan hasil analisis SEM *goodness of fit Index* pada tahap akhir dapat dilihat pada Tabel 2.

Dari evaluasi model yang dilakukan menunjukkan bahwa model sudah fit untuk digunakan analisis lebih lanjut.

## PEMBAHASAN

### Pengaruh makro ekonomi terhadap *leverage*

Hasil pengujian hipotesis diperoleh hasil bahwa faktor makro ekonomi berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Koefisien jalur pengaruh faktor makro ekonomi terhadap *leverage* adalah sebesar  $-0.026$  dengan *p value* sebesar  $0.006 < 0.05$ . Hasil penelitian ini mendukung hipotesis pertama (H1) yang menyatakan bahwa faktor makro ekonomi berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa faktor makro ekonomi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *leverage* perusahaan. Penurunan ting-

kat suku bunga SBI ini akan mendorong suku bunga perbankan akan mengalami penurunan sehingga minat perusahaan untuk berhutang akan semakin tinggi. Penurunan suku bunga SBI ini akan merupakan sinyal yang bagus bagi perusahaan dan pihak perbankan. Pihak perbankan akan tertarik memberikan pinjaman sedangkan pihak perusahaan mempunyai minat untuk berhutang. Dalam waktu selama tiga tahun, ketiga indikator tersebut merupakan sinyal- sinyal moneter yang menunjukkan stabilitas moneter di Indonesia. Tingkat suku bunga SBI yang rendah akan mendorong bank- bank umum untuk menurunkan tingkat bunga kreditnya. Jika suku bunga kredit menurun maka keinginan perusahaan untuk melakukan peminjaman ke bank akan semakin meningkat. Kondisi ini akan mendukung sektor dunia usaha dalam melakukan ekspansi usaha. Perusahaan yang mempunyai hutang dengan tingkat bunga yang rendah akan menguntungkan bagi usaha tersebut karena mereka akan terbebani dengan biaya modal yang rendah sehingga pada saat suku bunga rendah maka keinginan perusahaan untuk berhutang akan menjadi tinggi. Dalam penelitian ini suku bungan acuan (SBI) digunakan sebagai proksi dari faktor makro ekonomi. Dalam waktu selama tiga tahun nilai tukar valuta asing juga menunjukkan nilai yang berfluktuasi. Di tahun 2012 nilai tukar rupiah terhadap di posisi 12.165/1 US Dollar, di tahun 2013 nilai tukar rupiah di posisi 12.589/US Dollar dan di tahun 2014 nilai tukar posisi 12.264/US Dollar. Dalam kurun waktu tiga tahun itu nilai tukar valuta

## Hasil Uji -Hipotesis

Tabel 3. Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis	Hubungan Variabel	Koefisien Jalur	P-Value	Keterangan
H1	Mak.Ek (X1)→Lev(Y1)	-0.026	0.006	Signifikan
H2	Pertbh(X2)→Lev(Y1)	-0.068	0.004	Signifikan
H3	Mak.Ek (X3) →NP(Y2)	-0.452	0.006	Signifikan
H4	Pertbh(X2)→NP(Y2)	0.214	0.005	Signifikan
H5	Lev(Y1)→NP(Y2)	-0.922	0.006	Signifikan

Sumber: Hasil SEM (2015)

asing masih relatif stabil, tidak begitu bergejolak sehingga hal ini mendorong dunia usaha untuk tetap berkembang. Nilai tukar valuta asing juga merupakan indikator dari variabel makro ekonomi. Pada saat nilai tukar valas realistis maka kondisi makro ekonomi akan kondusif dalam mendukung kegiatan dunia usaha. Jika kondisi dunia usaha didukung dengan iklim investasi yang bagus maka keinginan perusahaan untuk ekspansi usaha menjadi tinggi sehingga keinginan untuk berhutang menjadi tinggi. Nilai tukar valuta asing yang stabil akan mendorong perusahaan untuk *go internasional* karena risiko valas akan menurun. Kegiatan ekspor dan impor akan semakin membaik sehingga akan mampu mendorong pertumbuhan ekonomi. Keinginan perusahaan untuk melakukan ekspor dan impor akan mendorong perusahaan melakukan pinjaman sehingga hutang diprediksi akan meningkat. Tingkat inflasi selama tiga tahun tersebut juga cenderung kondusif bagi dunia usaha. Tingkat inflasi yang terkendali akan meningkatkan keinginan perusahaan untuk melakukan ekspansi dan keinginan untuk berhutang juga semakin tinggi. Hasil penelitian ini mendukung temuan penelitian Feidakis dan Rovolis (2007) yang menemukan bahwa faktor makro ekonomi berpengaruh signifikan terhadap *leverage* yang ditargetkan. Selain itu hasil penelitian ini juga mendukung temuan Hacbark *et al.* (2006) yang menemukan bahwa faktor ekonomi makro berpengaruh signifikan terhadap *leverage*.

### **Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap *Leverage***

Hasil pengujian hipotesis diperoleh hasil bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Koefisien jalur pengaruh variabel pertumbuhan perusahaan terhadap *leverage* adalah sebesar  $-0.068$  dengan *p value* sebesar  $0.004 < 0.05$ . Hasil penelitian ini mendukung hipotesis kedua (H2) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan ter-

hadap *leverage*. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan dalam asset, penjualan dan laba berarti perusahaan tersebut mempunyai *cash flow* yang tinggi. Peningkatan *cash flow* ini akan mendorong perusahaan untuk menahan labanya guna mendanai ekspansi yang mereka lakukan. Hasil temuan ini mendukung *Agency Free cash Flow*, Jensen (1986) dan *Pecking Order Theory*, Myers dan Majluf (1984).

### **Pengaruh Faktor Makro Ekonomi terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil pengujian hipotesis diperoleh hasil bahwa faktor makro ekonomi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien jalur pengaruh faktor makro ekonomi terhadap nilai perusahaan adalah sebesar  $-0.452$  dengan *p value* sebesar  $0.006 < 0.05$ . Hasil penelitian ini mendukung hipotesis ketiga (H3) yang menyatakan bahwa faktor makro ekonomi berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Kondisi makro ekonomi yang stabil akan menciptakan iklim investasi yang kondusif bagi pengembangan dunia usaha. Kondisi makro ekonomi dalam penelitian ini diprosikan oleh indikator Suku bunga SBI atau BI rate, Laju Inflasi dan Nilai Tukar valuta asing. Selama kurun waktu tiga tahun yaitu dari tahun 2012 hingga tahun 2014, suku bunga mengalami penurunan. Di tahun 2012, suku bunga SBI mencapai 7.50%, tahun 2013 mencapai 7.00% dan tahun 2014 mencapai 7.75%. Tingkat inflasi juga mengalami penurunan, sedangkan nilai tukar valas cenderung realistis untuk dunia usaha. Informasi tentang makro ekonomi ini akan merupakan sinyal yang bagus dan akan direspon positif oleh investor sehingga harga saham akan naik.

Temuan dalam penelitian ini mendukung hasil penelitian Nasser (2007) dan Kartika (2010) yang menemukan bahwa faktor makro ekonomi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Selama kurun waktu tiga tahun yaitu dari tahun



2012 hingga tahun 2014, suku bunga mengalami penurunan. Di tahun 2012, suku bunga SBI mencapai 7,50%, tahun 2012 mencapai 7.00% dan tahun 2014 mencapai 7.75%. Penurunan tingkat suku bunga SBI ini akan mendorong suku bunga perbankan akan mengalami penurunan sehingga minat investor untuk membeli saham akan meningkat dan harga saham akan naik. Penurunan suku bunga SBI ini akan merupakan sinyal yang bagus bagi perusahaan dan investor. Pihak investor akan tertarik membeli saham perusahaan karena kondisi makro ekonomi yang baik menunjukkan prospek perusahaan akan semakin baik sehingga minat investor membeli saham akan naik. Dalam waktu selama tiga tahun ketiga indikator tersebut merupakan sinyal-sinyal moneter yang menunjukkan stabilitas moneter di Indonesia.

### **Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil pengujian hipotesis diperoleh hasil bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien jalur pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0.214 dengan  $p$  value  $0.005 < 0.05$ . Hasil penelitian ini mendukung hipotesis keempat ( $H_4$ ) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Pertumbuhan perusahaan yang semakin meningkat merupakan sinyal yang baik bagi investor untuk membeli saham sehingga harga saham akan naik. Temuan ini mendukung *Signaling Theory*, Ross (dalam Mamduh, 2012).

### **Pengaruh Leverage terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil pengujian hipotesis diperoleh hasil bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien jalur pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan adalah sebesar -0.922,

dengan  $p$  value sebesar 0.006. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Semakin meningkat hutang perusahaan maka akan semakin menurun nilai perusahaan. Temuan dalam penelitian ini mendukung hasil penelitian Sujoko (2007) dan Sudarma (2004) yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Temuan ini penelitian juga mendukung Teori *Static Trade Off*, dalam Mamduh (2012) yang menyatakan bahwa hutang yang melebihi titik optimalnya akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

### **KESIMPULAN**

1. Faktor makro ekonomi berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan yang terjadi pada indikator – indikator makro ekonomi yaitu berupa perubahan suku bunga acuan SBI, laju inflasi dan nilai tukar valas akan mempengaruhi kebijakan manajemen perusahaan dalam memilih sumber pembiayaan dari hutang.
2. Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Pertumbuhan perusahaan dalam penelitian ini diproksikan oleh pertumbuhan assets, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba. Jika ketiga indikator tersebut meningkat berarti laba yang ditahan akan meningkat sehingga manajemen lebih tertarik untuk mendanai ekspansinya dengan menggunakan laba yang ditahan sehingga *leverage* akan menurun.
3. Faktor makro ekonomi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa faktor makro ekonomi yang terdiri atas faktor tingkat suku bunga acuan SBI, inflasi dan nilai tukar valas akan membentuk sentimen pasar positif atau negatif yang akan mempengaruhi persepsi dan perilaku investor dalam membeli saham. Stabilitas makro ekonomi akan menimbulkan sentimen

pasar positif yang bisa menaikkan indeks harga saham individual.

4. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang mengalami pertumbuhan *assets*, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba akan dipersepsikan oleh investor sebagai perusahaan yang mempunyai prospek yang bagus sehingga hal ini akan menarik investor untuk membeli perusahaan. Temuan dalam penelitian ini mendukung *Signaling Theory*, Ross (Dalam Mamduh 2012) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan merupakan informasi yang akan ditangkap oleh investor sebagai *signal* yang bagus sehingga investor tertarik untuk membeli saham dan harga sahamnya meningkat.
5. *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa *leverage* yang semakin tinggi justru akan menurunkan nilai perusahaan. Temuan dalam penelitian ini mendukung *Static Trade Off Theory* yang menyatakan bahwa hutang disamping memberikan manfaat dalam hal penghematan pajak namun juga memberikan risiko kebangkrutan jika kondisi ekonomi tidak kondusif bagi dunia usaha.

## SARAN

1. Bagi Perusahaan
  - a. Pendanaan dari hutang perusahaan industri di BEL, sudah mencapai batas optimal, akibatnya perusahaan sangat rentan terhadap gejolak ekonomi makro dan meningkatkan kemungkinan timbulnya *financial distress*. Perusahaan harus berhati-hati dalam melakukan peminjaman karena situasi global masih tidak menentu. Pengalaman menghadapi krisis moneter tahun-tahun sebelumnya, termasuk gejolak nilai tukar valas di tahun 2015 yang lalu dapat dijadikan pembelajaran bagi perusahaan

dalam melakukan transaksi bisnis internasional.

2. Bagi Penelitian yang akan datang
  - a. Rekomendasi untuk pengembangan penelitian di masa yang akan datang, perlunya peneliti memasukkan *dynamic trade off theory*. Dengan teori tersebut penelitian yang akan datang akan lebih robus karena telah mempertimbangkan situasi yang berkembang dinamis sehingga struktur modal yang optimal masing-masing perusahaan akan berbeda sesuai dengan karakteristik perusahaannya.
  - b. Sampel perlu diperluas dengan menambah perusahaan non manufaktur. Sedangkan variabel - variabel yang diteliti bisa ditambahkan dengan variabel- variabel lain dengan model regresi moderasian untuk mengetahui variabel apa yang bisa memperkuat atau memperlemah hubungan dua variabel penelitian.

## DAFTAR PUSTAKA

- Asri, Marwan.2013. *Keuangan Keperilakuan*. BPFE. Yogyakarta.
- Baker M, dan J. Wurgler.2006. Market timing and capital structure. *Journal of Finance* 57:1-32.
- Brigham,E dan Ehrhardt.2011.*Financial Management: Theory and Practice*. Thomson South Western.
- Byoun,Soku.2008. How and When Do Firms Adjusted Their Capital Structure toward target. *Journal of Finance* 33(6).
- Camara,Omar.2012. Capital structure adjustment Speed and Macroeconomics Condition: US MNCS and DCs. *International Research Journal of Finance and Economics*.ISSN 1450-2887 Issue 84.
- Cook, Douglas, Tian Tang.2006. Macroeconomic Condition and Capital Adjusment Culverhouse College of Business. University of Alabama.
- De Haas Ralp and Marga Peeters.2006. The Dynamic adjustment towards target capital structure of firms

## Pengaruh Faktor Makro Ekonomi dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap *Leverage* dan Nilai Perusahaan

Sujoko

- in transition economics: *Working paper 87*. European Bank for Restructuring and Development. One Exchange Square. London EC2A 2 JN.UK.
- Feidakis,A.Rovolis.2007.Capital Structure Choice In European Union: Evidence from the construction industry. *Applied Financial Economics* 17:989-1002.
- Flanery dan Rangan.2006.Partial Adjustment toward Target Capital Structure. *Journal of Financial Economic* 79(4):469-506.
- Getzman, Andre, Sebastian Lang.2010. Determinan of target Capital Structure and Adjustment Speed Evidence from Asia Capital Market.Swiss Institute of Banking and Finance.
- Ghozali, Imam.2006. *Aplikasi Analisis SEM*. Universitas Diponegoro.
- Hacbarth,D.2006. Capital Structure, credit risk and macroeconomic condition. *Journal Of Financial Economics* 82:519-550.
- Hartono.2006.Analisis Penerbitan Saham Perdana Sebagai Sinyal Nilai Perusahaan. *Disertasi.(Tidak dipublikasikan)*Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.
- Hermendito.2006. Informasi asimetri dan kontrol manajemen:Analisis kepekaan investasi dan *leverage* terhadap sumber pendanaan. *Disertasi.(Tidak dipublikasikan)* Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Huang, Rongbing and Jay. R. Ritter.2008. Testing Theories of Capital Structure and Estimating the speed of adjustment., *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44 (2): 237-271.
- Jensen. 1986. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27(4): 247-263.
- Kartika.2010. Pengaruh profitabilitas, hutang dan struktur kepemilikan saham terhadap nilai perusahaan. *Tesis.(Tidak dipublikasikan)*.Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.
- Korajczyk R.A dan A. Levy.2003. Capital Structure Choice. Macroeconomics conditions and Financial Constraints. *Journal Of Financial Economic* 68:75-109.
- Lockhart.2009.Adjusting to target capital structure:The Effect of credit lines. *Working Paper*. University of Florida.
- Mahadwartha.2006. Pengawasan dan Pengikatan Berbasis Kepemilikan Institusi Internal. *Disertasi.(Tidak dipublikasikan)*.Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.
- Mamduh.2012. *Manajemen Keuangan*. BPFE Yogyakarta.
- Mihalca.2011.The Effect of The market Condition On The forms Capital Structure. Babes- Bolyai. University Faculty Of Economics And Business Department of Finance.
- Nasser, Etty M. dan Fielyandi Firlano. 2006. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan Hutang sebagai Variabel Intervening terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi STIE Perbanas* 2:105-122.
- Saadah, Siti Ruslan Priyadi.2012. Capital Structure's Dynamic Response to Exogeneous Variables: A Case of Listed Manufacturing Firm in Indonesia. *International Journal of Financial Research* 3(2): 132-142.
- Sudarma.2004. Pengaruh Struktur kepemilikan saham, Faktor Intern dan faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan.*Disertasi.(Tidak dipublikasikan)*.Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya.
- Sudiyanto, Bambang dan Sari.2013. Determinant of Debt Policy. An Empirical Studying Indonesia Stock Exchange.*International Research journal* 4:98-108.
- Sujoko.2007. Pengaruh Struktur kepemilikan Saham, Strategi diversifikasi dan Faktor Ekstern Terhadap *Leverage* dan Nilai perusahaan. *Disertasi. (Tidak dipublikasikan)*.Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya.
- Surwanti,2015. Kecepatan penyesuaian *leverage* perusahaan di Indonesia Pengujian model dinamis. *Disertasi (Tidak dipublikasikan)*. Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Utami., Siti rahmi. 2012. Determinant of capital structure of firm in Manufacturing Sector Of Firms in Indonesia. *Dissertation*. Doctor of Business Administration Maastricht School Of Management.