

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KINERJA PERUSAHAAN SERTA DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Muhammad Rifki Wijaya

Program Studi Akuntansi

Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial Universitas Bakrie

Jl. H.R. Rasuna Said Kav. C-22, Kuningan, Jakarta Selatan 12920

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *capital expenditure*, *leverage*, dan pertumbuhan ekonomi terhadap kinerja perusahaan, serta dampaknya terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini juga menguji peran kinerja perusahaan dalam memediasi pengaruh *capital expenditure*, *leverage*, dan pertumbuhan ekonomi terhadap nilai perusahaan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 65 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2009-2012. Analisis data dilakukan menggunakan analisis jalur. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *capital expenditure* dan *leverage* memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga menunjukkan bahwa *capital expenditure*, *leverage*, dan kinerja perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan maupun nilai perusahaan. Kinerja perusahaan terbukti dapat memediasi pengaruh *capital expenditure* dan *leverage* terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci : Nilai perusahaan, kinerja perusahaan, *capital expenditure*, *leverage*, pertumbuhan ekonomi

Abstract

This study is conducted to examine the effect of capital expenditure, leverage, and economic growth on firm performance, and also their impact towards firm value. This study also examines the role of firm performance as an intervening variable. The sample consists of 65 manufacturing firms listed in Indonesia Stock Exchange during 2009 to 2012. The data are analyzed using path analysis. This study's result shows that capital expenditure, leverage, and firm performance have significant effects on firm performance. The result also shows that capital expenditure, leverage, and firm performance have significant effects on firm value. Economic growth have no effect on neither firm performance nor firm value. Finally, this study found that firm performance could mediate the effect of capital expenditure and leverage on firm value.

Keyword : Firm value, firm performance, *capital expenditure*, *leverage*, economic growth

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemiliknya. Hal ini dicapai dengan memaksimalkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan menandakan peningkatan kekayaan pemiliknya. Oleh karena itu, kebijakan-kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen perusahaan harus berorientasi memaksimalkan nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2010).

Nilai perusahaan menggambarkan penilaian investor terhadap suatu perusahaan berdasarkan sekap terjangnya dari tahun ke tahun. Pengukuran nilai perusahaan seringkali dikaitkan dengan harga saham perusahaan di pasar modal. Harga saham menunjukkan jumlah yang dianggap layak oleh investor untuk dikeluarkan dalam rangka memperoleh porsi kepemilikan dalam perusahaan (Fidhayatin dan Dewi, 2012). Meningkatnya harga saham menunjukkan sentimen positif investor terhadap saham perusahaan. Investor berani membayar lebih tinggi atas saham perusahaan jika mereka menganggap perusahaan memiliki prospek yang menguntungkan di masa depan (Sudiyatno, 2010).

Hal yang kemudian menjadi sorotan adalah bagaimana menentukan harga yang tepat bagi saham perusahaan. Secara umum, harga pasar suatu saham dapat

dikategorikan menjadi relatif lebih murah (*undervalued*), relatif lebih mahal (*overvalued*), atau sudah mencerminkan harga yang wajar (*fair valued*). Untuk memperoleh kategori yang tepat, investor melakukan valuasi. Menurut Damodaran (2012), terdapat tiga jenis pendekatan dalam melakukan valuasi, yaitu *discounted cash flow (DCF) valuation*, *relative valuation*, dan *contingent claim valuation*.

Penelitian ini menggunakan *Tobin's Q* sebagai proksi dari nilai perusahaan. Rasio ini diformulasikan oleh James Tobin dalam penelitiannya pada tahun 1969. *Tobin's Q* tergolong ke dalam *relative valuation*, dengan *replacement cost* sebagai basis pembandingnya. *Tobin's Q* merupakan rasio yang membandingkan nilai pasar aset perusahaan dengan *replacement cost* aset tersebut.

Secara luas, pembentukan harga saham dipengaruhi oleh faktor fundamental dan faktor teknikal. Faktor fundamental merupakan faktor internal dan faktor eksternal yang memengaruhi perusahaan. Faktor teknikal merupakan performa historis saham perusahaan di pasar, yang biasanya dilihat dari harga dan volume perdagangan saham tersebut. Penelitian ini mengambil perspektif

fundamental dalam meneliti faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian sebelumnya menyebutkan faktor fundamental internal yang biasa digunakan untuk menganalisis nilai perusahaan adalah kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan. Kebijakan perusahaan dapat dibagi lagi ke dalam kebijakan investasi, kebijakan pendanaan, dan kebijakan dividen. Dalam penelitian ini faktor internal yang digunakan adalah kebijakan investasi yang diwakili oleh *capital expenditure* dan kebijakan pendanaan yang diwakili oleh *leverage* sebagai variabel independen, serta kinerja perusahaan yang diproksi dengan *return on assets* (ROA) sebagai variabel *intervening*. Selain itu, faktor fundamental eksternal yang biasa digunakan adalah faktor makroekonomi dan analisis industri. Faktor makroekonomi terdiri dari berbagai indikator, diantaranya adalah nilai tukar, pertumbuhan ekonomi, tingkat bunga, inflasi, dan pendapatan per kapita. Penelitian ini menggunakan indikator pertumbuhan ekonomi sebagai variabel independen yang mewakili faktor fundamental eksternal.

Konsep pengaruh antar variabel dalam penelitian ini adalah pengaruh berjenjang. Kinerja perusahaan ditempatkan sebagai variabel *intervening*

dalam menjelaskan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Penelitian ini dimotivasi oleh penelitian Sudiyatno dan Puspitasari (2010) yang meneliti pengaruh kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan kinerja perusahaan sebagai variabel *intervening*, pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2004 s.d. 2006.

Kebijakan perusahaan dalam penelitian Sudiyatno dan Puspitasari (2010) terdiri dari variabel *leverage* keuangan, *capital expenditure* (*capex*), dan insentif manajer. *Leverage* keuangan diproksi dengan rasio *long-term debt to total assets*, *capex* diukur dengan perubahan total aset tetap perusahaan dalam satu tahun, sedangkan insentif manajer diproksi dengan variabel *dummy*. ROA dan *Tobin's Q* secara berturut-turut menjadi proksi dari kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Hasil penelitian Sudiyatno dan Puspitasari (2010) menemukan bahwa *capital expenditure* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan maupun nilai perusahaan. Di sisi lain, *leverage* keuangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, namun berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kinerja perusahaan berpengaruh positif

dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kinerja perusahaan tidak terbukti sebagai mediator yang tepat untuk melihat pengaruh *capex* dan *leverage* terhadap nilai perusahaan.

Salah satu permasalahan yang dikemukakan dalam penelitian Sudiyatno dan Puspitasari (2010) ini adalah variabel *capex*, yang diukur sebagai selisih nilai *total fixed assets* perusahaan dalam satu tahun, memiliki standar deviasi yang sangat besar mencapai 1023,81%, dibandingkan dengan nilai *mean* sebesar 74.96%. Penelitian ini mencoba mengakomodasi permasalahan tersebut dengan menggunakan persentase perubahan nilai *total fixed assets* perusahaan relatif terhadap nilai *total fixed assets* perusahaan pada awal tahun. Dari sisi *leverage*, penelitian ini mencoba mengambil sudut pandang lain yaitu dengan menggunakan rasio *Debt to Total Assets* (DTA).

Penelitian ini mengeluarkan variabel insentif manajer, dan menambahkan variabel eksternal berupa pertumbuhan ekonomi sebagai penggantinya. Tujuannya adalah agar dapat terlihat faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan, tidak hanya yang bersifat internal namun juga yang bersifat eksternal. Variabel pertumbuhan ekonomi dipilih karena mencerminkan kinerja

perekonomian secara luas. Selain itu, penelitian ini juga memperpanjang periode penelitian menjadi 4 tahun, yaitu dari tahun 2009 s.d. 2012. Berdasarkan latar belakang tersebut, maka penelitian ini mengambil judul, “Pengaruh *Capital Expenditure*, *Leverage*, dan Pertumbuhan Ekonomi Terhadap Kinerja Perusahaan Serta Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2012).”

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut, penelitian ini ingin menganalisis pengaruh *capital expenditure* terhadap kinerja perusahaan, pengaruh *leverage* terhadap kinerja perusahaan, pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap kinerja perusahaan, pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan, pengaruh *capital expenditure* terhadap nilai perusahaan melalui mediasi kinerja perusahaan, pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan melalui mediasi kinerja perusahaan, pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap nilai perusahaan melalui mediasi kinerja perusahaan, dan memberikan bukti empiris mengenai kinerja perusahaan sebagai variabel *intervening* dalam hubungan antara *capital expenditure*, *leverage*, dan

pertumbuhan ekonomi dengan nilai perusahaan

TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan hasil penilaian investor terhadap perusahaan. Hal ini mencerminkan jumlah yang dianggap layak oleh investor untuk dikeluarkan dalam rangka memperoleh porsi kepemilikan dalam perusahaan. Nilai perusahaan sebagai salah satu tolok ukur penilaian investor terhadap saham perusahaan kemudian seringkali dikaitkan dengan harga saham (Fidhayatin dan Dewi, 2012). Meningkatnya harga saham menunjukkan sentimen positif investor terhadap saham perusahaan. Investor berani membayar lebih tinggi atas saham perusahaan karena investor menganggap perusahaan memiliki prospek yang menguntungkan di masa depan (Sudiyatno, 2010).

Analisis Fundamental

Analisis terhadap harga saham dapat dilakukan dengan dua metode, yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Analisis fundamental menggunakan faktor fundamental ekonomi dalam mengestimasi nilai saham, sedangkan analisis teknikal

menggunakan data historis harga dan volume perdagangan saham. Dalam penelitian ini analisis teknikal tidak diambil karena mempertimbangkan krisis-krisis ekonomi global yang terjadi beberapa tahun terakhir, yang menyebabkan perubahan harga saham yang tidak normal. Dengan demikian, penelitian ini hanya menggunakan analisis fundamental dalam melakukan analisis atas nilai saham.

Inti dari analisis fundamental adalah mengukur nilai perusahaan yang tepat berdasarkan faktor-faktor ekonomi. Analisis fundamental biasanya diawali dengan menganalisis laporan keuangan perusahaan. Analisis tersebut kemudian diperkuat dengan menambahkan analisis atas indikator-indikator ekonomi baik indikator makroekonomi negara maupun prospek industri (Bodie, Kane, dan Marcus, 2008).

Kinerja Perusahaan

Menurut Harianto dan Sudono (1998), kinerja perusahaan pada dasarnya merupakan hasil yang dicapai suatu perusahaan dengan mengelola sumber daya yang ada dalam perusahaan seefektif dan seefisien mungkin guna mencapai tujuan yang telah ditetapkan manajemen (Hernendiastoro, 2005). Siregar (2010) berpendapat bahwa kinerja

perusahaan sebagai emiten di pasar modal merupakan prestasi yang dicapai perusahaan yang mencerminkan kondisi keuangan dan hasil operasi (*operating result*) perusahaan tersebut dan biasanya diukur dalam rasio-rasio keuangan. Nainggolan (2004) menyatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan merupakan salah satu aspek penilaian yang fundamental mengenai kondisi keuangan perusahaan yang dapat dilakukan berdasarkan analisis terhadap rasio-rasio keuangan perusahaan (Christiani, 2010). Berdasarkan pendapat-pendapat tersebut, dapat disimpulkan bahwa kinerja perusahaan merupakan cerminan hasil operasi perusahaan yang sekaligus menggambarkan prospek dari perusahaan tersebut.

Suad (2001) mengatakan bahwa pada dasarnya harga saham di masa yang akan datang dipengaruhi oleh profitabilitas perusahaan dan risiko yang ditanggung investor, sedangkan investor menanamkan saham pada perusahaan dengan tujuan untuk memperoleh *return*. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor, sehingga menjadikan nilai perusahaan meningkat (Pamadanu, 2013).

Capital Expenditure (Capex)

Perusahaan dalam melaksanakan aktivitas operasinya membutuhkan investasi barang modal berupa aset nyata seperti pabrik, mesin, peralatan, dan aset berwujud lainnya untuk menghasilkan setiap unit penjualan dalam jangka panjang (Murhadi, 2008). Investasi barang modal ini biasa disebut *capital investment* atau *capital expenditure (capex)*. Kebijakan investasi *capital expenditure* dilakukan dengan tujuan untuk pengembangan usaha sehingga perusahaan menjadi lebih besar.

Capex melibatkan komitmen sumber daya dalam jangka panjang untuk memperoleh keuntungan di masa depan. Perencanaan dan kontrol atas pengeluaran semacam ini sangatlah penting, karena (1) komitmen jangka panjang meningkatkan risiko finansial, (2) besarnya pengeluaran bersifat substansial dan dampak negatif dari keputusan yang tidak bijak biasanya cukup besar, serta (3) keputusan terkait hal-hal seperti ini merupakan struktur yang mendukung aktivitas operasi perusahaan (Usry, 1964). Oleh karena itu, manajemen perusahaan harus mempertimbangkan secara matang dalam memutuskan kebijakan *capital expenditure*.

Leverage

Perusahaan sering kali menggunakan utang dalam mendanai investasinya. Hal ini dilakukan agar perusahaan mempunyai kesempatan yang lebih luas dalam berinvestasi, sehingga perusahaan dapat tumbuh lebih cepat. Selain itu, penggunaan utang menghindarkan perusahaan dari mencari dana melalui tambahan ekuitas, yang dapat menurunkan *earnings per share* yang diperoleh pemilik. Tingkat penggunaan utang dalam pendanaan perusahaan inilah yang disebut sebagai *leverage*.

Penggunaan utang memberikan perusahaan kemampuan investasi yang lebih besar, sehingga memberikan potensi keuntungan yang lebih besar pula. Akan tetapi, penggunaan utang tidak hanya memperbesar potensi keuntungan, melainkan juga memperbesar risiko yang ditanggung perusahaan. Jika perusahaan berhasil dalam investasi yang dilakukannya, maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan yang lebih besar. Di sisi lain, jika perusahaan gagal dalam investasi yang dilakukan dan mengalami kerugian, maka besaran kerugian yang ditanggung menjadi lebih besar bahkan dapat menyebabkan perusahaan mengalami kebangkrutan jika tidak sanggup melakukan pembayaran utang. Dengan demikian, kebijakan

leverage perlu dipertimbangkan dengan matang oleh manajemen perusahaan.

Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi merupakan persentase perubahan nilai Produk Domestik Bruto (PDB) suatu negara dari tahun ke tahun. PDB merupakan ukuran atas *total output* barang dan jasa, dan *total income* suatu negara. PDB dapat dikategorikan ke dalam PDB nominal dan PDB riil. PDB nominal adalah jumlah seluruh barang akhir yang diproduksi dikalikan dengan harga sekarang. PDB riil adalah jumlah seluruh barang akhir yang diproduksi dikalikan dengan harga konstan (Blanchard dan Johnson, 2012). Berdasarkan Berita Resmi Statistik yang dikeluarkan oleh Badan Pusat Statistik, pertumbuhan ekonomi Indonesia diukur berdasarkan persentase perubahan nilai PDB riil (PDB atas dasar harga konstan tahun 2000) dari tahun ke tahun. PDB Indonesia dari tahun ke tahun terus mengalami peningkatan. Peningkatan PDB tersebut menandakan peningkatan kinerja ekonomi Indonesia. Dengan meningkatnya kinerja ekonomi yang dicerminkan oleh pertumbuhan PDB, investor cenderung akan lebih banyak berinvestasi di pasar modal.

Pengaruh *Capital expenditure* terhadap kinerja perusahaan

Capital Expenditure merupakan pengeluaran perusahaan untuk aktivitas investasi barang modal berupa aset nyata seperti pabrik, mesin, peralatan, dan aset berwujud lainnya untuk menghasilkan setiap unit penjualan dalam jangka panjang (Murhadi, 2008). Kebijakan *capital expenditure* bertujuan meningkatkan produktivitas perusahaan. Meningkatnya produktivitas berpotensi meningkatkan penjualan perusahaan, yang kemudian akan meningkatkan keuntungan perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₁: *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh *Leverage* terhadap kinerja perusahaan

Leverage menunjukkan tingkat penggunaan utang dalam struktur pendanaan perusahaan. *Leverage* pada penelitian ini diproksi dengan rasio *Debt to Total Assets* (DTA). *Debt to Total Assets* (DTA) merupakan rasio yang mengukur proporsi pendanaan perusahaan yang berasal dari kreditur (Brigham dan Houston, 2010). Menurut Sheikh dan Wang (2013), meningkatnya rasio DTA berarti meningkat pula

pengaruh kreditur terhadap perusahaan, sehingga membatasi kemampuan manajer untuk mengelola operasi perusahaan secara efektif. Hubungan antara *leverage* dan kinerja perusahaan dirumuskan ke dalam hipotesis sebagai berikut:

H₂: *leverage* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh Pertumbuhan ekonomi terhadap kinerja perusahaan

Berdasarkan data pola distribusi PDB menurut penggunaan (harga berlaku), komponen Pengeluaran Konsumsi Rumah Tangga merupakan penyumbang terbesar dalam penggunaan PDB Indonesia, dan nominalnya juga terus mengalami peningkatan (Berita Resmi Statistik, 2010-2013). Meningkatnya konsumsi masyarakat akan meningkatkan penjualan perusahaan-perusahaan penyedia barang dan jasa, yang kemudian dapat mendorong peningkatan kinerja perusahaan-perusahaan tersebut. Hubungan antara pertumbuhan ekonomi dan kinerja perusahaan dirumuskan ke dalam hipotesis sebagai berikut:

H₃: pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh Kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan

Kinerja perusahaan yang baik akan memberi sinyal kepada investor bahwa perusahaan mempunyai prospek yang menjanjikan di masa depan. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor (Pamadanu, 2013). Kenaikan laba mendorong apresiasi investor terhadap perusahaan sehingga nilai perusahaan pun akan meningkat (Murhadi, 2008). Berdasarkan hal tersebut, dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₄: kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Capital expenditure* terhadap nilai perusahaan

Perusahaan melakukan *capital expenditure* dengan tujuan untuk meningkatkan produktivitas perusahaan. Peningkatan produktivitas dapat meningkatkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Menurut Pamadanu (2013), semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor dari perusahaan. Harapan ini menyebabkan meningkatnya nilai perusahaan di mata investor.

Selain itu, aktivitas *capital expenditure* perusahaan dapat ditanggap investor sebagai keseriusan perusahaan dalam mengembangkan operasinya. Hal ini memberi sinyal yang positif kepada investor mengenai prospek perusahaan di masa mendatang. Penelitian yang dilakukan McConnell dan Muscarella (1985) menemukan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap harga saham. Berdasarkan penjelasan di atas, dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₅: *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Leverage* terhadap nilai perusahaan

Menurut Sheikh dan Wang (2013), peningkatan tingkat utang perusahaan berimbas pada peningkatan kepentingan kreditur terhadap perusahaan. Hal ini membatasi kemampuan manajer dalam mengambil kebijakan untuk mengelola operasi perusahaan secara efektif. Keterbatasan ini dapat melemahkan kinerja perusahaan, sedangkan kinerja perusahaan merupakan salah satu faktor penting yang memengaruhi nilai perusahaan. Melemahnya kinerja perusahaan menjadi sinyal negatif bagi investor, yang kemudian dapat menyebabkan turunnya nilai perusahaan.

Selain itu, peningkatan penggunaan utang menurunkan kapasitas utang perusahaan dan dapat menimbulkan *underinvestment*, yang juga dapat menurunkan nilai perusahaan (Cai dan Zhang, 2009). Berdasarkan hal tersebut, dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₆: *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan data BPS, PDB Indonesia dari tahun ke tahun terus mengalami peningkatan. Peningkatan PDB tersebut menandakan peningkatan kinerja ekonomi Indonesia. Dengan meningkatnya kinerja ekonomi yang dicerminkan oleh pertumbuhan PDB, investor cenderung akan lebih banyak berinvestasi di pasar modal. Investor berharap dengan adanya pertumbuhan ekonomi yang positif akan mampu meningkatkan *return* yang akan mereka peroleh (Prasetiono, 2011). Berdasarkan hal tersebut, dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₇: pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampling

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2009-2012. Metode pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut.

1. Terdaftar di BEI selama periode 2009-2012.
2. Memiliki periode akuntansi yang berakhir pada 31 Desember 2009, 2010, 2011, dan 2012.
3. Laporan keuangan disajikan dalam mata uang Rupiah.
4. Tidak melakukan merger dan akuisisi ataupun kuasi reorganisasi selama 2009-2012.
5. Tidak mengeluarkan saham preferen.
6. Data dan informasi yang dibutuhkan tersedia secara lengkap dan dapat digunakan dalam penelitian ini.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data laporan keuangan perusahaan dan data makroekonomi tahun 2009-2012. Data laporan keuangan dan informasi saham perusahaan diperoleh dari situs Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2010-2013 yang dipublikasikan

oleh *Institute for Economic and Financial Research* (ECFIN), dan situs perusahaan; sedangkan data pertumbuhan ekonomi diperoleh dari situs Badan Pusat Statistik (www.bps.go.id).

Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur dengan *Tobin's Q* versi Chung dan Pruitt (1994). *Tobin's Q* merupakan metode penghitungan nilai perusahaan yang menggunakan basis *replacement cost* dari aset perusahaan. Akan tetapi, karena informasi yang obyektif mengenai *replacement cost* dari aset perusahaan bersifat internal perusahaan dan sulit diperoleh, Chung dan Pruitt melakukan modifikasi agar nilai *Tobin's Q* dapat diperoleh dengan informasi keuangan yang tersedia secara umum. Berdasarkan penelitian Chung dan Pruitt (1994) tersebut, diperoleh nilai *Q* yang disebut *approximate Q* yang dianggap menghasilkan perkiraan setidaknya 96,6% dari formulasi *Tobin's Q* yang umum digunakan. Nilai *approximate Q* ini dihitung dengan rumus:

$$Q = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}$$

MVE = *market value of equity*

PS = *liquidating value* dari saham preferen perusahaan

DEBT = nilai *short-term liabilities* ditambahkan dengan *long-term debt*

TA = nilai buku *total assets*

Capital expenditure merupakan investasi barang berupa aset nyata seperti pabrik, mesin, peralatan, dan aset berwujud lainnya untuk menghasilkan setiap unit penjualan dalam jangka panjang (Murhadi, 2008). *Capex* dihitung sebagai perubahan *total fixed asset* selama satu periode akuntansi, yaitu selisih antara *total fixed asset* tahun tertentu (*t*) dengan tahun sebelumnya (*t-1*) berdasarkan penelitian Sudiyatno (2010), Pasternack dan Rosenberg (2002), serta Sheikh dan Wang (2013). Rumus *capital expenditure* dalam penelitian ini dituliskan sebagai berikut:

$$CAPEX = \frac{TFA_t - TFA_{t-1}}{TFA_{t-1}}$$

Leverage pada penelitian ini diproksi dengan rasio *Debt to Total Assets* (DTA). DTA merupakan rasio yang mengukur proporsi pendanaan perusahaan yang berasal dari kreditur (Brigham dan Houston, 2010). Rasio ini dihitung dengan membagi jumlah utang perusahaan dengan jumlah aset yang dimilikinya, yaitu sebagai berikut:

$$DTA = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

Pertumbuhan ekonomi diukur dengan pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) atas dasar harga konstan (tahun 2000), yang dinyatakan dalam persentase. Nilai pertumbuhan ekonomi didapat dengan menghitung selisih antara nilai PDB tahun t dengan tahun sebelumnya ($t-1$) kemudian membagi hasilnya dengan nilai PDB tahun ($t-1$), seperti berikut:

$$PEKO = \frac{PDB_t - PDB_{t-1}}{PDB_{t-1}}$$

Variabel *intervening* dalam penelitian ini adalah **kinerja perusahaan** yang diukur dengan *Return On Assets* (ROA). ROA dalam penelitian ini menggunakan acuan laba bersih perusahaan (*net income*), sesuai dengan Brigham dan Houston (2010), Jones (2010) serta Reilly dan Brown (2012), dan dinyatakan dalam satuan persen. Laba bersih perusahaan merupakan laba operasional setelah dikurangi dengan bunga (*interest*) dan pajak (*tax*). ROA dengan acuan laba bersih digunakan agar relevan dengan struktur modal (*leverage*) perusahaan yang menjadi salah satu variabel independen dalam penelitian ini. ROA dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$ROA = \frac{NI}{Average TA}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Populasi dan Sampling

Perusahaan yang telah memenuhi kriteria yang ditetapkan dan dapat digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini sejumlah 65 perusahaan manufaktur dengan periode penelitian tahun 2009-2012. Data penelitian ini berbentuk *balanced panel*, sehingga diperoleh jumlah observasi sebanyak 260 observasi. Daftar perusahaan yang terpilih untuk dianalisis dapat dilihat pada Lampiran 1, sedangkan proses pengambilan sampel ditunjukkan pada tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1. Proses Pengambilan Sampel

No	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada 31 Desember 2012	135
2	Tidak terdaftar di BEI secara berturut-turut selama periode penelitian 2009-2012	(14)
3	Periode akuntansi perusahaan tidak berakhir pada 31 Desember 2009, 2010, 2011, dan 2012	(2)
4	Tidak menyajikan laporan keuangan dalam mata uang Rupiah	(21)
5	Melakukan merger dan akuisisi atau kuasi reorganisasi dalam periode 2009-2012	(8)
6	Mengeluarkan saham preferen	(1)
7	Tidak memiliki data yang dibutuhkan dalam penelitian ini secara lengkap	0
8	Memiliki nilai ekstrem	(24)
Jumlah Sampel		65

Berdasarkan hasil analisis deskripsi statistik yang ditunjukkan pada tabel 2, diperoleh karakteristik data sampel yang digunakan dalam penelitian ini. Karakteristik tersebut meliputi nilai rata-

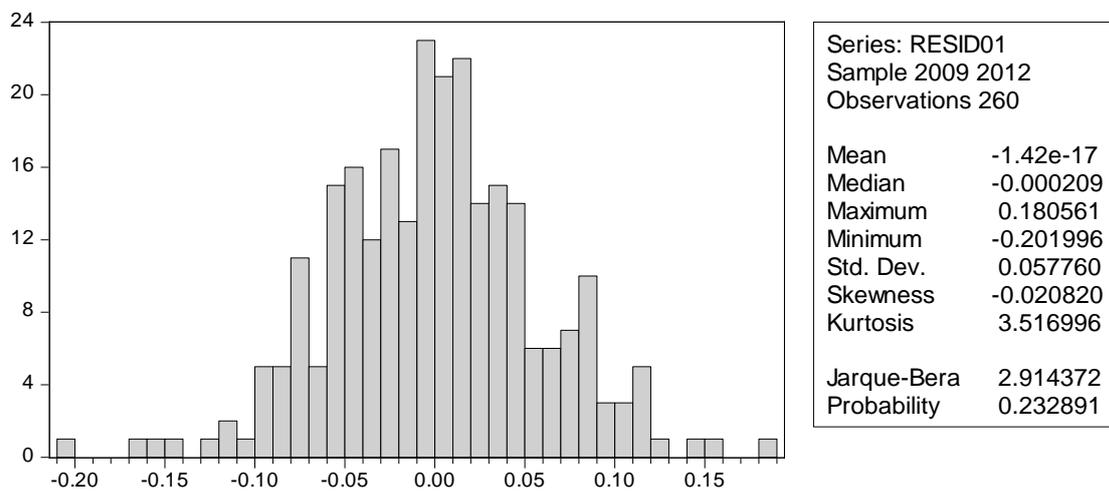
rata sampel (*mean*), nilai maksimum, nilai minimum, standar deviasi, serta jumlah observasi (N) untuk masing-masing variabel.

Tabel 2. Hasil Analisis Deskriptif Data

	Q	ROA	CAPEX	DTA	PEKO
Mean	0.160704	0.066967	0.083682	0.454542	0.058450
Median	0.081672	0.061150	0.043650	0.454350	0.061700
Maximum	1.736264	0.286400	0.817200	1.033800	0.064600
Minimum	-1.334461	-0.154600	-0.533500	0.073900	0.045800
Std. Dev.	0.514580	0.067271	0.178772	0.199796	0.007425
Skewness	0.272222	0.047156	1.158859	0.321139	-1.053979
Kurtosis	3.236759	3.369495	5.609847	2.595770	2.263131
Sum	41.78307	17.41130	21.75740	118.1810	15.19700
Sum Sq. Dev.	68.58120	1.172086	8.277530	10.33892	0.014280
Observations	260	260	260	260	260

Normalitas data diketahui berdasarkan hasil uji statistik Jarque-Bera (JB). Hasil uji normalitas persamaan (3.1) pada gambar 1 menunjukkan nilai JB sebesar 2,914 dengan probabilitas 0,2329. Hasil ini dibandingkan dengan nilai kritis *Chi Square* 5,991 dan tingkat signifikansi

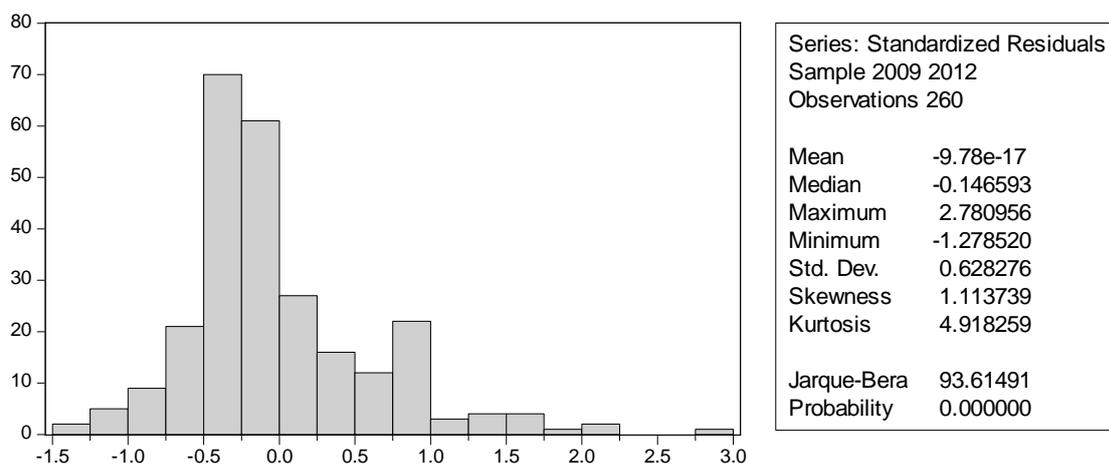
5%. Nilai JB lebih kecil dari nilai kritis *Chi Square* (2,914 < 5,991) sementara nilai probabilitas 0,2329 lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa residual persamaan (3.1) berdistribusi normal.



Gambar 1. Hasil Uji Normalitas Persamaan Regresi (3.1)

Hasil uji normalitas persamaan (3.2) pada gambar 2 menunjukkan nilai JB sebesar 93,615 dengan probabilitas 0,00. Nilai ini lebih besar dari nilai kritis *Chi Square* (93,615 > 5,991) sementara nilai

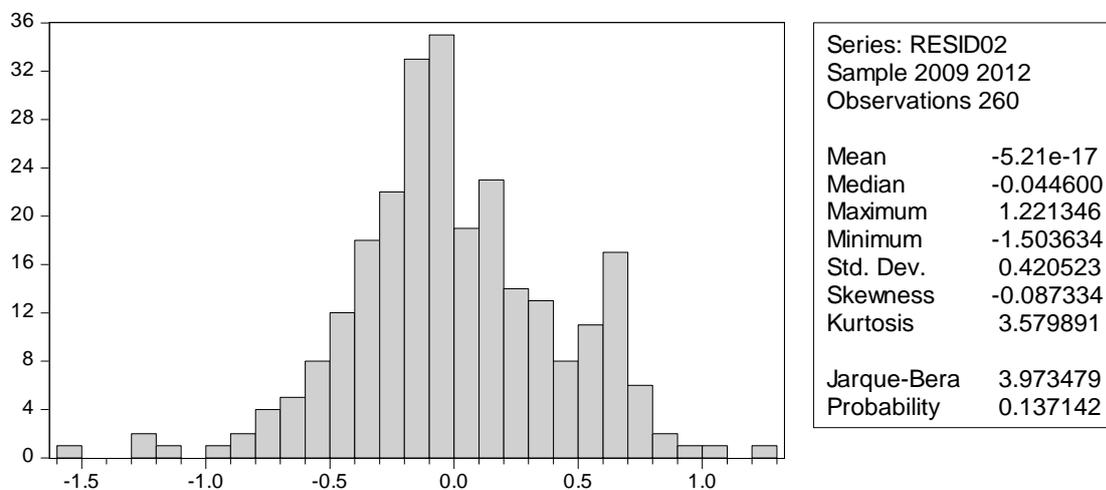
probabilitas 0,00 juga lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian, terdapat ketidaknormalan data pada hasil regresi persamaan (3.2).



Gambar 2. Hasil Uji Normalitas Persamaan Regresi (3.2)

Menurut Gujarati (2004), distribusi data yang tidak normal dapat dinormalkan dengan beberapa cara seperti membuang data *outlier* atau mentransformasi ke dalam bentuk natural logaritma (Prayasa, 2013). Berdasarkan hal tersebut, pada penelitian ini data variabel dependen Q ditransformasikan ke dalam bentuk natural logaritma untuk memperoleh data yang lebih normal.

Hasil uji normalitas persamaan regresi (3.2) pada gambar 3 menunjukkan bahwa setelah dilakukan transformasi



Gambar 3. Hasil Uji Normalitas Persamaan Regresi (3.2) Setelah Transformasi

Analisis Koefisien Determinasi (Adjusted R^2)

Koefisien determinasi (*adjusted R²*) mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependennya. Nilai *adjusted R²* yang mendekati satu berarti variabel-variabel independennya memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan

data, nilai JB persamaan regresi (3.2) menjadi sebesar 3,973 dengan probabilitas 0,1371. Nilai JB ini lebih kecil dari nilai kritis Chi Square ($3,973 < 5,991$) sementara nilai probabilitas 0,1371 lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa setelah dilakukan transformasi data, diperoleh residual persamaan (3.2) yang berdistribusi normal.

untuk memprediksi variasi variabel dependen. Tabel 3 menunjukkan nilai *adjusted R²* sebesar 0,2542. Hal ini menunjukkan bahwa model persamaan (3.1) mampu menjelaskan variasi variabel *intervening* kinerja perusahaan (ROA) sebesar 25,42% sedangkan sisanya sebesar 74,58% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam

model regresi. Tabel 5 menunjukkan nilai adjusted R^2 sebesar 0,3296. Hal ini menunjukkan bahwa model persamaan (3.2) mampu menjelaskan variasi variabel dependen nilai perusahaan (Q) sebesar 32,96% sedangkan sisanya sebesar 67,04% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model.

Analisis Hasil Uji F dan Uji t

Hasil Uji F menunjukkan apakah semua variabel independen dalam model regresi berganda secara bersama-sama (simultan) memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Variabel-variabel independen dikatakan memiliki pengaruh simultan terhadap variabel dependen jika diperoleh hasil Uji F dengan probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan. Apabila nilai probabilitas F lebih besar dari tingkat signifikansi yang digunakan, maka dapat dikatakan bahwa variabel-variabel independen secara simultan tidak memengaruhi variabel dependen.

Berdasarkan tabel 3, hasil regresi pertama yang menguji pengaruh variabel *capex*, *leverage*, dan pertumbuhan ekonomi terhadap variabel kinerja perusahaan memiliki nilai probabilitas F sebesar 0,0000. Nilai ini lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan, yaitu 5% ($0,00 < 0,05$) sehingga dapat

disimpulkan bahwa variabel *capex*, *leverage*, dan pertumbuhan ekonomi secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel kinerja perusahaan. Regresi kedua merupakan regresi linear sederhana dengan satu variabel bebas kinerja perusahaan yang diujikan terhadap variabel dependen nilai perusahaan, sehingga tidak diperlukan Uji F.

Hasil Uji t menunjukkan pengaruh satu variabel independen secara individual (parsial) dalam menerangkan variasi variabel dependen. Suatu variabel independen dikatakan memiliki pengaruh parsial terhadap variabel dependen jika diperoleh hasil Uji t dengan probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan. Apabila nilai probabilitas t lebih besar dari tingkat signifikansi yang digunakan, maka dapat dikatakan bahwa variabel independen tersebut secara parsial tidak memengaruhi variabel dependen.

Berdasarkan tabel 3 di atas, terlihat bahwa pada regresi pertama variabel *capex* dan *leverage* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan, sedangkan variabel pertumbuhan ekonomi tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan hasil regresi kedua pada tabel 4.5, terlihat bahwa kinerja

perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil Uji t variabel *capex* menunjukkan probabilitas 0,0373, dengan nilai t sebesar 2,0934. Nilai probabilitas ini lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan yaitu 5% ($0,0373 < 0,05$) dengan nilai t bertanda positif, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *capex* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan hasil tersebut, penelitian ini menerima hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (H_1 diterima).

Hasil Uji t variabel *leverage* (DTA) menunjukkan probabilitas 0,0000, dengan nilai t sebesar -9,2899. Nilai probabilitas ini lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% ($0,00 < 0,05$) dengan nilai t bertanda negatif, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan hasil tersebut, penelitian ini menerima hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (H_2 diterima).

Hasil Uji t variabel pertumbuhan ekonomi (PEKO) menunjukkan probabilitas 0,7195, dengan nilai t sebesar 0,3595. Nilai probabilitas ini

lebih besar dari tingkat signifikansi 5% ($0,7195 > 0,05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel pertumbuhan ekonomi tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan hasil tersebut, penelitian ini menolak hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (H_3 ditolak).

Hasil Uji t variabel kinerja perusahaan (ROA) menunjukkan probabilitas 0,0000 dengan nilai t sebesar 11,3278. Nilai probabilitas ini lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% ($0,00 < 0,05$) dengan nilai t bertanda positif, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil tersebut, penelitian ini menerima hipotesis keempat yang menyatakan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (H_4 diterima).

Pengaruh *Capital Expenditure* terhadap Kinerja Perusahaan

Penelitian ini menemukan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, dengan koefisien regresi sebesar 0,1159. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan *capex* sebesar 1 unit

menimbulkan peningkatan ROA sebesar 0,1159 unit. *Capex* dalam penelitian ini merupakan persentase perubahan *total fixed assets* perusahaan dalam satu periode akuntansi, sehingga hasil statistik di atas menunjukkan bahwa jika perusahaan meningkatkan saldo aset tetapnya sebesar 10 persen, maka ROA perusahaan akan meningkat sebesar 1,159 persen, dengan faktor lain diasumsikan tetap.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Sudiyatno, Puspitasari, dan Kartika (2012). Peningkatan *capex* menimbulkan peningkatan aliran kas perusahaan sebagai hasil dari usaha investasi. Dengan demikian, tujuan utama perusahaan dalam melakukan investasi aset tetap dapat dikatakan tercapai. Hal ini sekaligus menunjukkan bahwa manajemen aset tetap berperan dalam memaksimalkan kinerja perusahaan. Peningkatan saldo aset tetap terbukti turut mendongkrak kinerja perusahaan. Sebaliknya, penurunan *capex* berdampak pada melemahnya kemampuan perusahaan dalam mendatangkan keuntungan, sehingga menyebabkan kinerja perusahaan menurun.

Pengaruh *Leverage* terhadap Kinerja Perusahaan

Penelitian ini menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, dengan koefisien regresi sebesar 0,4987. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan *leverage* sebesar 1 unit menimbulkan penurunan ROA sebesar 0,4987 unit. *Leverage* dalam penelitian ini diukur dengan rasio total utang berbanding total aset (DTA), sehingga hasil statistik di atas menunjukkan bahwa jika rasio DTA perusahaan dinaikkan sebesar 0,1, maka ROA perusahaan akan menurun sebesar 4,987 persen, dengan faktor lain diasumsikan tetap.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Sheikh dan Wang (2013), yang menemukan bahwa peningkatan pada rasio *leverage* perusahaan dapat melemahkan kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan meningkatnya rasio *leverage* menyebabkan pengaruh kreditur terhadap perusahaan meningkat, yang berimbas pada semakin terbatasnya kemampuan manajer untuk mengelola operasional perusahaan secara efektif. Sebaliknya, penurunan rasio *leverage* yang berarti penurunan tingkat utang perusahaan akan menurunkan pengaruh kreditur terhadap perusahaan, sehingga manajer dapat

memiliki opsi yang lebih luas dalam mengambil kebijakan operasionalnya

Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi terhadap Kinerja Perusahaan

Pertumbuhan ekonomi menandakan peningkatan kesejahteraan masyarakat, yang kemudian mendorong peningkatan jumlah konsumsi. Meningkatnya jumlah konsumsi masyarakat meningkatkan skala omset penjualan perusahaan secara umum, karena masyarakat bersifat konsumtif. Dengan meningkatnya omset penjualan, keuntungan perusahaan juga ikut meningkat, yang berimbas pada peningkatan kinerja perusahaan. Akan tetapi, penelitian ini menemukan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Tidak terbuktinya hubungan ini dapat disebabkan perusahaan belum mampu memanfaatkan kesempatan yang ada dari peningkatan kondisi perekonomian Indonesia secara maksimal. Di sisi lain, hal ini dapat juga disebabkan oleh pemerataan pendapatan di Indonesia yang belum baik. Peningkatan pertumbuhan ekonomi yang tidak merata dirasakan masyarakat menyebabkan dampaknya terhadap peningkatan konsumsi menjadi lemah (Kewal, 2012).

Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian ini menemukan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan koefisien pengaruh sebesar 0,5762. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan ROA perusahaan sebesar 1 unit menimbulkan peningkatan nilai Q sebesar 0,5762 kali nilai awalnya. Jika ROA meningkat sebesar 10 persen (0,1), maka nilai Q perusahaan akan meningkat sebesar 5,762 persen (0,05762 kali) dari nilai awalnya, dengan faktor lain diasumsikan tetap.

Hasil penelitian ini sesuai dengan teori bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Mahendra, 2011). Peningkatan kinerja perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva untuk menghasilkan keuntungan. Kinerja yang baik menjadi daya tarik bagi investor untuk membeli saham perusahaan tersebut (Arista dan Astohar, 2012). Sebaliknya, penurunan kinerja perusahaan memberikan kesan bagi investor bahwa perusahaan gagal dalam mengelola asetnya secara efektif untuk mendatangkan keuntungan. Hal ini menimbulkan sentimen negatif investor

terhadap saham perusahaan, yang kemudian akan berdampak pada menurunnya nilai perusahaan.

Pengaruh *Capital Expenditure* terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh *capital expenditure* terhadap nilai perusahaan dalam penelitian ini merupakan pengaruh tidak langsung, yang dilihat melalui mediasi kinerja perusahaan. Analisis mediasi pada penelitian ini menunjukkan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap nilai Q perusahaan dengan koefisien pengaruh sebesar 0,0668. Hal ini menandakan bahwa peningkatan *capital expenditure* sebesar 1 unit menyebabkan peningkatan nilai Q perusahaan sebesar 0,0668 kali nilai awalnya. Jika perusahaan meningkatkan *capex* sebesar 20 persen (0,2), maka nilai Q perusahaan akan meningkat sebesar 1,336 persen (0,01336 kali) dari nilai awalnya, dengan faktor lain diasumsikan tetap.

Hasil di atas menunjukkan bahwa kebijakan *capital expenditure* yang diambil perusahaan memiliki dampak secara tidak langsung pada nilai perusahaan. Peningkatan *capital expenditure* secara tidak langsung menimbulkan peningkatan nilai perusahaan, dengan cara meningkatkan kinerja perusahaan. Sebaliknya,

penurunan *capital expenditure* melemahkan kinerja perusahaan, yang kemudian menyebabkan nilai perusahaan ikut mengalami penurunan.

Pengaruh *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan dalam penelitian ini merupakan pengaruh tidak langsung, yang dilihat melalui mediasi kinerja perusahaan. Analisis mediasi pada penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai Q perusahaan dengan koefisien pengaruh sebesar 0,2874. Hal ini menandakan bahwa peningkatan *leverage* sebesar 1 unit menyebabkan penurunan nilai Q perusahaan sebesar 0,2874 kali nilai awalnya. Jika perusahaan meningkatkan *leverage* sebesar 20 persen (0,2), maka nilai Q perusahaan akan meningkat sebesar 5,748 persen (0,05748 kali) dari nilai awalnya, dengan faktor lain diasumsikan tetap.

Hasil di atas menunjukkan bahwa kebijakan *leverage* yang diambil perusahaan memiliki dampak secara tidak langsung pada nilai perusahaan. Peningkatan *leverage* secara tidak langsung menimbulkan penurunan nilai perusahaan, dengan cara menurunkan kinerja perusahaan. Sebaliknya,

penurunan *leverage* menguatkan kinerja perusahaan, yang kemudian menyebabkan nilai perusahaan ikut mengalami peningkatan.

Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap nilai perusahaan dalam penelitian ini merupakan pengaruh tidak langsung, yang dilihat melalui mediasi kinerja perusahaan. Analisis mediasi pada penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh terhadap nilai Q perusahaan. Hal ini disebabkan pertumbuhan ekonomi sebagai variabel independen tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan yang berperan sebagai variabel mediasi.

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil pengolahan data yang dilaksanakan pada sampel 65 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2009-2012, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan yaitu:

1. Kebijakan *capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.

2. Kebijakan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.
3. Pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.
4. Kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
5. Kebijakan *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.
6. Pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
7. Kinerja perusahaan memediasi pengaruh *capital expenditure* dan *leverage* terhadap nilai perusahaan, namun tidak memediasi pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap nilai perusahaan.
8. Hasil penelitian ini memperlihatkan bahwa bagi perusahaan-perusahaan manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini, faktor-faktor fundamental internal memegang peranan yang signifikan dalam menentukan nilai perusahaan, sedangkan faktor fundamental eksternal belum terlihat pengaruhnya dalam menentukan nilai perusahaan.

Keterbatasan

1. Penelitian ini menggunakan metode regresi panel *Common Effect*, yang mengambil asumsi bahwa konstanta dan koefisien regresi adalah konstan baik antar individu (perusahaan) maupun antar waktu. Dampak dari asumsi ini adalah tidak diperhitungkannya ciri khas tiap-tiap perusahaan sampel (Gujarati, 2004).
2. Pertumbuhan ekonomi diukur dengan persentase peningkatan PDB Indonesia dari tahun ke tahun, artinya variabel pertumbuhan ekonomi disorot pada perubahan persentasenya, sedangkan persentase pertumbuhan ekonomi dari tahun ke tahun perbedaannya relatif kecil. Hal ini diduga menjadi salah satu penyebab tidak signifikannya pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
3. Penelitian ini menggunakan data panel dengan durasi 4 tahun, sedangkan Deaton (1995) berpendapat bahwa penelitian dengan data panel di bidang ekonomi membutuhkan setidaknya lima tahun, sepuluh tahun, bahkan lebih untuk memberikan hasil yang optimal (Baltagi, 2005).

Saran

Merujuk pada kesimpulan dan keterbatasan yang telah dibahas di atas, maka saran yang diajukan untuk penelitian selanjutnya antara lain:

1. Berdasarkan tujuan utama perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan, maka untuk mencapainya disarankan perusahaan lebih fokus pada pengelolaan internal perusahaan, dibandingkan dibandungkan mengkhawatirkan faktor eksternal yang berada di luar kendali perusahaan.
2. Investor dalam memutuskan kebijakan investasi sebaiknya lebih fokus pada faktor-faktor fundamental perusahaan, karena faktor-faktor tersebut terbukti memberikan pengaruh yang signifikan dalam menentukan nilai perusahaan.
3. Penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan metode lanjutan untuk pengolahan data panel, yaitu metode *fixed effect* atau *random effect*.
4. Penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan pengukuran besaran PDB riil untuk mengukur pertumbuhan ekonomi.
5. Penelitian selanjutnya sebaiknya memperluas cakupan sampel serta memperpanjang periode penelitian.

6. Penelitian selanjutnya dapat mencoba menghitung dampak jangka pendek dan juga jangka panjang dari *capex*, *leverage*, dan pertumbuhan ekonomi terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Arista, Desi dan Aristohar. (2012). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Return Saham (Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Go Public di BEI Periode Tahun 2005-2009). *Jurnal Ilmu Manajemen dan Akuntansi Terapan*, Vol.3, No.1 (Mei), Hal: 1-15

Badan Pusat Statistik. (10 Februari 2010). *Berita Resmi Statistik No. 12/02/Th. XIII*. Diunduh pada tanggal 14 November 2013, dari <http://www.bps.go.id/aboutusw1.php?news=1&nl=1>

Badan Pusat Statistik. (7 Februari 2011). *Berita Resmi Statistik No. 12/02/Th. XIV*. Diunduh pada tanggal 14 November 2013, dari <http://www.bps.go.id/aboutusw1.php?news=1&nl=1>

Badan Pusat Statistik. (6 Februari 2012). *Berita Resmi Statistik No. 13/02/Th. XV*. Diunduh pada tanggal 19 Mei 2014, dari <http://www.bps.go.id/aboutusw1.php?news=1&nl=1>

Badan Pusat Statistik. (5 Februari 2013). *Berita Resmi Statistik No. 14/02/Th. XVI*. Diunduh pada tanggal 14 November 2013, dari <http://www.bps.go.id/aboutusw1.php?news=1&nl=1>

Blanchard, Olivier & D. R. Johnson. (2012). *Macroeconomics, 6th Edition*. New Jersey: Pearson Education, Inc.

Bodie, Zvi, A. Kane, & A. J. Marcus. (2008). *Investments, 7th Edition*. Singapore: McGraw-Hill Education (Asia).

Bodie, Zvi, A. Kane, & A. J. Marcus. (2013). *Essentials of Investments, Global 9th Edition*. McGraw-Hill Higher Education.

Brigham, Eugene. F. & J. F. Houston. (2010). *Essentials of Financial Management, 2nd Edition*. Singapore: Cengage Learning Asia Pte Ltd.

Cai, Jie & Zhe Zhang. (2009). Leverage Change, Debt Capacity, and Stock Prices [Online]. Dapat diakses di <http://ssrn.com/abstract=1107878>.

Chung, K. H. & S. W. Pruitt. (1994). A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management, Vol. 23, No. 3*, Hal. 70-74.

Damodaran, Aswath. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, Third Edition*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.

Darminto. (2010). Pengaruh Faktor Eksternal dan Berbagai Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen Volume 8 Nomor 1*, Hal. 138-150.

Dwipartha, N. M. Witha. (2013). Pengaruh Faktor Ekonomi Makro dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana Volume 02 No. 04*.

- Fidhayatin, S. K. & N. H. U. Dewi. (2012). Analisis Nilai Perusahaan, Kinerja Perusahaan dan Kesempatan Bertumbuh Perusahaan Terhadap *Return Saham* Pada Perusahaan Manufaktur yang *Listing* di BEI. *The Indonesian Accounting Review Volume 2, No. 2*, Hal. 203-214.
- Firman, Muhammad. (2013). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Earnings Response Coefficient* (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Indeks Kompas 100) [Skripsi]. Jakarta: Universitas Bakrie.
- Gujarati, Damodar N. (2004). *Basic Econometrics, Fourth Edition*. The McGraw-Hill Companies.
- Gunawan, Marinda. (2013). Pengaruh Tingkat Maturitas, Growth Opportunities, dan Kebijakan Dividen Tunai Tahun Sebelumnya Terhadap Kebijakan Dividen Tunai (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar di BEI 2005-2007, 2009 dan 2010) [Skripsi]. Jakarta: Universitas Bakrie.
- Hernendiastoro, Andre. (2005). *Pengaruh Kinerja Perusahaan dan Kondisi Ekonomi Terhadap Return Saham dengan Metode Intervalling (Studi Kasus Pada Saham-Saham LQ 45)* [Tesis]. Semarang: Program Pasca Sarjana, Universitas Diponegoro Semarang.
- Indonesia Stock Exchange. (2010). IDX Fact Book 2010. Diunduh 20 April 2014, dari <http://www.idx.co.id/Home/Publication/FactBook/tabid/146/language/en-US/Default.aspx>
- Indonesia Stock Exchange. (2011). IDX Fact Book 2011. Diunduh 20 April 2014, dari <http://www.idx.co.id/Home/Publication/FactBook/tabid/146/language/en-US/Default.aspx>
- Indonesia Stock Exchange. (2012). IDX Fact Book 2012. Diunduh 20 April 2014, dari <http://www.idx.co.id/Home/Publication/FactBook/tabid/146/language/en-US/Default.aspx>
- Indonesia Stock Exchange. (2013). IDX Fact Book 2013. Diunduh 19 April 2014, dari <http://www.idx.co.id/Home/Publication/FactBook/tabid/146/language/en-US/Default.aspx>
- Institute for Economic and Financial Research. (2010-2013). Indonesian Capital Market Directory (2010-2013).
- Jones, Charles P. (2010). *Investment Principles and Concepts, 11th Edition*. John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
- Kewal, S. S. (2012). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs, dan Pertumbuhan PDB Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Economia, Volume 8, Nomor 1, April 2012*, Hal: 53-64.
- Mahendra DJ, Alfredo. (2011). *Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating) Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia* [tesis]. Denpasar: Program Pascasarjana, Universitas Udayana Denpasar.
- McConnell, J. J. & C. J. Muscarella. (1985). Corporate Capital Expenditure Decisions and The Market Value of The Firm.

- Journal of Financial Economics* 14, Hal. 399-422.
- Murhadi, Werner R. (2008). Hubungan Capital Expenditure, Risiko Sistematis, Struktur Modal, Tingkat Kemampulabaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Manajemen & Bisnis*, 7(1), Hal. 11-23.
- Pamadanu, Dozi. (2013). Pengaruh Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Automotive and Allied Products yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Universitas Negeri Padang*, Vol.02, No.01.
- Pasternack, Daniel & M. Rosenberg. (2002). The Impact of Stock Option Incentives on Investment and Firm Value [Online]. Dapat diakses di <https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10227/168/476-951-555-753-4.pdf?sequence=2>
- Pertiwi, T. K. & F. M. I. Pratama. (2012). Pengaruh Kinerja Keuangan, Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Food and Beverage. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol.14, No.2, Hal. 119-127.
- Prasetyono, D. W. (2011). Analisis Pengaruh Faktor Fundamental Ekonomi Makro dan Harga Minyak terhadap Saham LQ45 dalam Jangka Pendek dan Jangka Panjang. *Journal of Indonesian Applied Economics* Vol. 4 No. 1, Hal. 11-25.
- Prayasa, Irwan. (2013). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Indeks Kompas 100) [Skripsi]. Jakarta: Universitas Bakrie.
- Reilly, F. K. & K. C. Brown. (2012). *Investment Analysis & Portfolio Management, 10th Edition*. USA: South-Western Cengage Learning.
- Sheikh, N. A. & Zongjun Wang. (2013). The Impact of Capital Structure on Performance: An Empirical Study of Non-Financial Listed Firms in Pakistan. *International Journal of Commerce and Management* Vol. 23 No.4, Hal. 354-368.
- Sudiyatno, Bambang, E. Puspitasari, & A. Kartika. (2012). The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange. *American International Journal of Contemporary Research* Vol. 2 No. 12, Hal. 30-40.
- Sudiyatno, Bambang & Elen Puspitasari. (2010). Pengaruh Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Perusahaan Sebagai Variabel Intervening (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Vol. 2, No. 1, Hal: 1-22.
- Sudiyatno, Bambang. (2010). *Peran Kinerja Perusahaan Dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, dan Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan* [disertasi]. Semarang: Program Pasca Sarjana, Universitas Diponegoro Semarang.

- Supardi, U. S. (2012). *Aplikasi Statistika Dalam Penelitian: Buku Statistika yang Paling Komprehensif*. Jakarta: Ufuk Press.
- Tobin, James. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No. 1 (Feb., 1969), Hal: 15-29
- Tobin, J and W. C. Brainard. (1977). Assets Markets and the Cost of Capital. *Cowles Foundation Paper 440 Reprinted from Private Values and Public Policy, Essays in Honor of William Fellner, North-Holland, 1977*, Hal: 235-262.
- Usry, Milton F. (1964). A Capital Expenditure Framework. *NAA Bulletin (pre-1986)*; Nov 1964; 46, Hal: 3.