

Analisis Struktur Kepemilikan, Faktor Eksternal, Internal Terhadap Struktur Modal, Dividen, Nilai Perusahaan Manufaktur

Nurianah¹
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Airlangga, Indonesia
Email: Nurianah91@gmail.com

Muslich Anshori²
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Airlangga, Indonesia

ABSTRAK

Penelitian ini menguji dan menganalisis Struktur Kepemilikan, Faktor Eksternal, Internal Terhadap Struktur Modal, Dividen, dan Nilai Perusahaan. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan 37 perusahaan. Data yang digunakan yaitu dari tahun 2010 hingga 2019, penelitian ini menggunakan analisis statistik deskriptif dan inferensi dengan *Structural Equation Modeling* (SEM). Hasil analisis menunjukkan struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan, faktor eksternal berpengaruh terhadap faktor internal, faktor eksternal tidak berpengaruh terhadap struktur modal, faktor eksternal tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, faktor internal berpengaruh terhadap modal struktur, faktor internal tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, faktor internal berpengaruh terhadap nilai perusahaan, struktur modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap struktur modal, struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: Struktur Kepemilikan; Faktor Eksternal dan Internal; Kebijakan Dividen; Manufaktur.

Analysis Of Ownership Structure, External Factors, Internal Against Capital Structure, Dividend, Value Of Manufacturing Companies

ABSTRACT

This study discusses and analyzes the Ownership Structure, External Factors, Internal Against Capital Structure, Dividends and Company Value. The population used in this study is companies listed on the Indonesia Stock Exchange using 37 companies. The data used are from 2010 to 2019, this study uses descriptive statistical analysis and inference with Structural Equation Modeling (SEM). The analysis shows: ownership structure does not oppose capital structure, dividend policy, and firm value, external factors affect internal factors, external factors do not oppose capital structure, external factors do not significantly influence firm value, internal factors related to capital structure, factors internal does not oppose dividend policy, internal factors oppose company value, capital structure opposes dividend policy, dividend policy has no effect on capital structure, capital structure is related to company value, and dividend policy is related to company value.

Keywords: Ownership Structure; External and Internal Factors; Dividend Policy; Manufacture.

This Article is Available in: <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Akuntansi/index>



E-JA
e-Jurnal Akuntansi
e-ISSN 2302-8556

Vol. 30 No. 6
Denpasar, Juni 2020
Hal. 1484-1497

Artikel Masuk:
20 April 2020

Tanggal Diterima:
23 Juni 2020

PENDAHULUAN

Setiap Perusahaan yang didirikan pasti mempunyai tujuan. Tujuan perusahaan adalah mengoptimalkan nilai perusahaan, untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen. Penyatuan kepentingan pemegang saham, *debtholders*, dan manajemen yang notabene merupakan pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan seringkali menimbulkan masalah-masalah (*agency problem*). *Agency problem* dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional). Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena adanya kontrol yang mereka miliki.

Optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan. Penelitian tentang keputusan keuangan sebagaimana kerangka pikir pernah dilakukan oleh Hasnawati (2015) yang menemukan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan dan secara tidak langsung keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan pendanaan..

Hubungan manajer dengan pemegang saham di dalam *agency theory* digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal* (Schroeder *et al.*, 2013). Manajer sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*. Manajer harus mengambil keputusan bisnis terbaik untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Keputusan bisnis yang diambil manajer adalah memaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Namun demikian pemegang saham tidak dapat mengawasi semua keputusan dan aktivitas yang dilakukan oleh manajer. Suatu ancaman bagi pemegang saham jika manajer akan bertindak untuk kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory* yaitu adanya konflik kepentingan.

Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan memaksimalkan tujuannya. Konflik kepentingan terjadi jika keputusan manajer hanya akan memaksimalkan kepentingannya dan tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Perilaku manajer dalam situasi konflik kepentingan inilah yang menarik untuk diteliti. Keputusan dan aktivitas manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer. Manajer yang memiliki saham perusahaan berarti manajer tersebut sekaigus adalah pemegang saham. Manajer yang memiliki saham perusahaan tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara manajer yang tidak memiliki saham perusahaan, ada kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri. Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer disebut dengan kepemilikan manajerial.

Maysami & Koh (2000) menunjukkan bukti bahwa terdapat kontribusi yang signifikan dari tingkat bunga dan nilai tukar dengan harga saham di Singapura. Sementara itu, Anari & Kolari (2001) melakukan penelitian yang menguji hubungan antara inflasi dan harga saham di enam negara industri yaitu AS, Kanada, Inggris, Perancis, Jerman, dan Jepang. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa secara konsisten harga saham (nilai perusahaan) dipengaruhi oleh indeks harga konsumen atau inflasi. Inflasi jangka pendek berhubungan negatif dan inflasi jangka panjang berhubungan positif dengan harga saham di keenam negara industri tersebut.

Beberapa studi empiris, menunjukkan bahwa harga saham yang merupakan indikator dari nilai perusahaan dipengaruhi oleh perubahan-perubahan faktor eksternal utama kinerja ekonomi makro meliputi inflasi, tingkat bunga, dan nilai tukar valuta asing (valas). Dengan demikian maka faktor eksternal utamanya kondisi ekonomi makro (inflasi, tingkat bunga, dan nilai tukar valuta asing) merupakan determinan dari harga saham (nilai perusahaan) yang juga patut diperhatikan oleh manajemen perusahaan dalam proses pembuatan keputusan-keputusan strategis keuangan (keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen).

Perkembangan indikator ekonomi dan Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2010 sampai dengan tahun 2019, menunjukkan bahwa perubahan-perubahan indikator ekonomi akan mempengaruhi kinerja perusahaan yang *listing* di BEI. Melemahnya nilai tukar rupiah terhadap US \$ ini diikuti oleh meningkatnya inflasi pada periode yang sama. Kondisi ini ternyata berdampak pada perdagangan saham, indeks harga saham gabungan (IHSG), dan rata-rata *price earnings ratio* perusahaan yang *listing* di BEI yang menunjukkan

Kondisi sebaliknya terjadi, yaitu pada saat kinerja ekonomi makro membaik pada tahun 2010 yang ditunjukkan oleh menguatnya nilai tukar rupiah terhadap US \$ dimana rupiah mengalami apresiasi terhadap US \$ yaitu dari Rp. 10.400,- per dollar pada tahun 2007 menguat menjadi Rp. 8.940,- per dollar pada tahun 2010. Menguatnya nilai tukar rupiah terhadap US \$ ini diikuti oleh menurunnya tingkat inflasi pada periode yang sama yaitu dari 12,55% pada tahun 2007 menurun menjadi 10,03% pada tahun 2010. Menguatnya nilai tukar rupiah terhadap US \$ dan menurunnya tingkat inflasi ini juga diikuti oleh turunnya tingkat bunga SBI yaitu dari 17,61% pada tahun 2007 menurun menjadi 12,93% pada tahun 2010. Membaiknya stabilitas ekonomi makro yang di tandai dengan menguatnya nilai tukar rupiah terhadap US \$ dan menurunnya tingkat inflasi serta tingkat bunga ini berdampak positif terhadap perdagangan saham, IHSG, dan rata-rata *price earnings ratio* perusahaan yang *listing* di BEI yang menunjukkan peningkatan pada tahun 2010.

Melemahnya nilai tukar rupiah terhadap US \$ dan meningkatnya inflasi serta meningkatnya tingkat bunga SBI ini ternyata berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan yang *listing* BEI yaitu ditunjukkan dengan menurunnya rata-rata *price earnings ratio* perusahaan pada periode yang sama yaitu dari 13,3 pada tahun 2012 menurun menjadi 12,3 pada tahun 2019.

Fakta sebelumnya, tentunya memperkuat bukti temuan-temuan studi empiris terdahulu yang menunjukkan bukti bahwa faktor eksternal utamanya kondisi ekonomi makro (tingkat inflasi, tingkat bunga, dan nilai tukar valas)

secara sistematis akan berpengaruh terhadap faktor internal perusahaan yang selanjutnya akan berdampak pada pencapaian laba perusahaan dan pada akhirnya akan mempengaruhi harga saham (nilai perusahaan) perusahaan tersebut. Dengan demikian, maka kondisi ekonomi makro (faktor eksternal) yang merupakan variabel yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan merupakan faktor yang juga patut diperhatikan oleh manajemen perusahaan dalam membuat keputusan-keputusan strategis keuangan guna mencapai tujuan perusahaan yaitu meningkatnya nilai perusahaan yang tercermin dari peningkatan harga saham perusahaan. Nilai perusahaan selain dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro yang merupakan faktor eksternal seperti yang telah dijelaskan, juga dipengaruhi oleh beberapa variabel-variabel lain yang menjadi determinan terhadap nilai perusahaan seperti keputusan-keputusan strategis keuangan yang pada dasarnya terdiri dari keputusan investasi (*investment decision*), keputusan pendanaan (*financing decision*), dan keputusan dividen (*dividend decision*) atau sering disebut dengan kebijakan dividen (*dividend policy*) (Horne, 1994). Keputusan investasi menyangkut keputusan tentang alokasi dana baik dana yang berasal dari dalam perusahaan maupun dana dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Dengan kata lain, keputusan investasi adalah penentuan investasi jangka pendek dan investasi jangka panjang.

Keputusan pendanaan atau pembelanjaan menyangkut tentang bagaimana memperoleh dana untuk membiayai investasi yang efisien, bagaimana menentukan komposisi sumberdana yang optimal (keputusan struktur modal) bagi perusahaan dan bagaimana komposisi yang optimal itu harus dipertahankan serta apakah perusahaan sebaiknya menggunakan modal asing ataukah modal sendiri.

Keputusan dividen atau yang sering disebut dengan kebijakan dividen menyangkut tentang masalah distribusi dari laba yang diperoleh perusahaan, apakah sebaiknya dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen ataukah laba tersebut sebaiknya diinvestasikan kembali (*reinvestment*) atau ditahan oleh perusahaan dalam bentuk laba ditahan.

Temuan-temuan di sebelumnya mengindikasikan bahwa di bawah asumsi pasar modal yang sempurna dalam realitasnya sangat tidak mungkin terjadi sehingga pada kondisi dunia nyata yaitu pasar modal yang tidak sempurna (adanya biaya transaksi, biaya pajak, biaya *agency*, dan *asymmetric information*) keputusan-keputusan keuangan perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Oleh karena itu penting untuk memahami bagaimana kebijakan keuangan utamanya keputusan struktur modal dan kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari hasil penelitian terdahulu yang terkait dengan variabel-variabel yang menjadi determinan dari interaksi keputusan struktur modal dengan kebijakan dividen dan dampaknya bagi nilai perusahaan. Model penelitian ini dibangun atas dasar pengembangan model-model penelitian terdahulu berdasarkan evolusi dari model-model penelitian terdahulu yang terkait dengan variabel yang diteliti. Berikut akan ini akan disajikan tentang evolusi dari terbentuknya model penelitian ini.

Research gap dalam penelitian ini yaitu adanya inkonsistensi hasil penelitian-penelitian terdahulu diantaranya penelitian oleh Mardiansyah (2012) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, sedangkan *operating leverage* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap struktur modal. Hal ini berarti bahwa semakin besar laba perusahaan maka struktur modal perusahaan tersebut akan menurun. Dengan kenyataan ini perusahaan lebih menggunakan modal sendiri 8 berupa laba ditahan karena laba perusahaan sangat berpengaruh pada struktur modal, karena sepanjang tahun penelitian perusahaan lebih menggunakan modal sendiri. Putri (2102) dalam penelitiannya mengenai pengaruh profitabilitas, struktur aktiva, dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal perusahaan, menyatakan bahwa: 1) profitabilitas berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap struktur modal, 2) struktur aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, 3) ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Penelitian ini memiliki hasil yang berbeda dengan apa yang dikemukakan Mardiansyah (2012) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Putra, Dwi Ema & Kesuma (2012) mengungkapkan bahwa profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal, sedangkan tingkat pertumbuhan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Dari penelitian ini hasil yang diperoleh untuk variabel profitabilitas memiliki kesamaan terhadap penelitian (Mardiansyah, 2012)

Jensen *et al.* (1992) melakukan penelitian yang khusus menguji keterkaitan secara simultan dari kepemilikan manajerial, hutang dan kebijakan dividen. Variabel yang digunakan adalah kepemilikan orang dalam (*insider ownership*), hutang, pembayaran dividen, resiko bisnis, profitabilitas, pertumbuhan, *Research and Development* (R & D), aktiva tetap, investasi, ukuran perusahaan, dan sejumlah divisi-divisi. Dengan menggunakan *cross-sectional analysis*, hasilnya menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan dan sejumlah divisi-divisi konsisten berpengaruh negatif terhadap kepemilikan orang dalam pada dua periode analisis. Resiko bisnis, positif pengaruhnya terhadap kepemilikan orang dalam dan konsisten, sedangkan hutang dan dividen tidak konsisten pengaruhnya terhadap kepemilikan orang dalam. Variabel dividen, kepemilikan orang dalam, resiko bisnis, profitabilitas, dan R & D berpengaruh negatif terhadap hutang pada dua periode analisis, sedangkan aktiva tetap berpengaruh positif terhadap hutang. Variabel profitabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat penggunaan hutang. Variabel hutang (*debt ratio*), kepemilikan orang dalam, resiko bisnis, pertumbuhan, dan investasi berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Variabel profitabilitas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen maka jenis penelitian yang digunakan adalah jenis penelitian eksplanatoris.

Penentuan jenis penelitian eksplanatoris ini sesuai dengan pengertian yang dijelaskan oleh Singarimbun dalam Singarimbun dan Effendi (Ed.1995), yaitu penelitian yang dilakukan dengan maksud penjelasan (*explanatory* atau *confirmatory*) yang memberikan penjelasan kausal atau hubungan antar variabel melalui pengujian hipotesis. Penelitian penjelasan adalah untuk menguji hubungan antar variabel yang dihipotesiskan. Adapun masing-masing variabel penelitian adalah sebagai berikut :

Tabel 1. Masing - Masing Variabel Penelitian

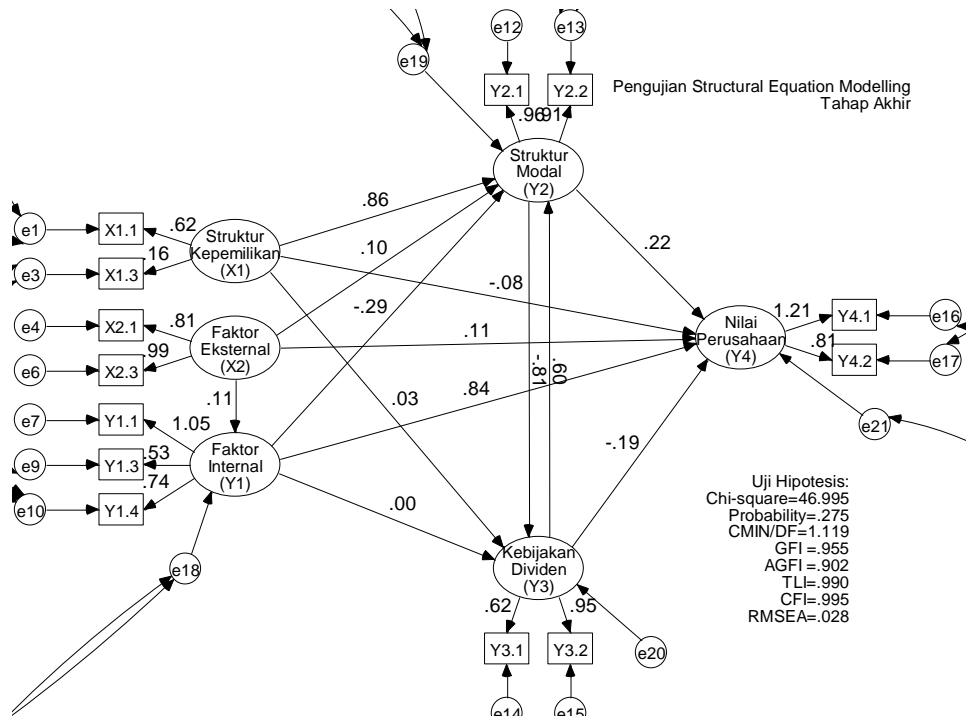
Variabel	Detail Variabel
Struktur Kepemilikan (OWN)	Kepemilikan manajerial (MOWN) Kepemilikan institusional (IOWN) Penyebaran kepemilikan (DOWN)
Faktor Eksternal (EKS)	Tingkat inflasi (INFLA) Tingkat bunga (RATE) Nilai tukar valas (EXCH)
Faktor Internal (INT)	Profitabilitas (PROFIT) Pertumbuhan perusahaan (GROW) Ukuran perusahaan (SIZE) Risiko perusahaan (BRISK) Pembayaran pajak (TAX)
Struktur Modal (CAPS)	<i>Long term debt to total asset ratio</i> (LTDTA) <i>Long term debt to total equity ratio</i> (LTDTE)
Dividen (DIV)	<i>Dividend payout ratio</i> (DPR) <i>Dividend yield</i> (DYIELD)
Nilai Perusahaan (VAL)	<i>Price earnings ratio</i> (PER) <i>Tobin's Q</i> (Q)

Sumber: Data Penelitian, 2020

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan cara penentuan nilai dalam model, maka variabel pengujian model pertama ini dikelompokkan menjadi variabel eksogen (*exogenous variabel*) dan variabel endogen (*endogenous variabel*). Variabel eksogen adalah variabel yang nilainya ditentukan di luar model. Variabel endogen adalah variabel yang nilainya ditentukan melalui persamaan atau dari model hubungan yang dibentuk, termasuk dalam kelompok variabel eksogen adalah struktur kepemilikan (X1) dan faktor eksternal (X2) yang tergolong variabel endogen adalah faktor internal (Y1), struktur modal (Y2), kebijakan dividen (Y3), dan nilai perusahaan (Y4).

Uji model konseptual akhir pengaruh struktur kepemilikan (X1), faktor eksternal (X2), faktor internal (Y1), terhadap struktur modal (Y2) dan kebijakan dividen (Y3) serta nilai perusahaan (Y4) secara lengkap disajikan pada lampiran 5 secara ringkas disajikan pada Gambar 1. berikut :



Gambar 1. Hasil Uji Model

Sumber: Data Penelitian, 2020

Hasil uji model konseptual akhir yang disajikan pada gambar 1 dievaluasi berdasarkan kriteria *goodness of fit indices* pada tabel 1, dengan disajikan kriteria model serta nilai kritisnya yang memiliki kesesuaian data. Dari evaluasi model yang diajukan menunjukkan bahwa evaluasi model terhadap konstruk secara keseluruhan sudah menghasilkan nilai diatas kritis sehingga dapat dikemukakan bahwa model relatif dapat diterima atau sesuai dengan data, karena petunjuk dari *modification indices* sudah tidak ada lagi sehingga dapat dilakukan uji kesesuaian model selanjutnya.

Tabel 2. Evaluasi Goodness of Fit Indices Model Konseptual Akhir

Goodness of fit Index	Cut-off Value *	Hasil Model**	Keterangan
χ^2 - Chi-square	Diharapkan kecil	46.995	Baik
Sign. Probability	≥ 0.05	0.275	Baik
CMIN/DF	≤ 2.00	1.119	Baik
GFI	≥ 0.90	0.955	Baik
AGFI	≥ 0.90	0.902	Baik
TLI	≥ 0.95	0.990	Baik
CFI	≥ 0.95	0.995	Baik
RMSEA	≤ 0.08	0.028	Baik

Sumber: Data Penelitian, 2020

Tabel 3. merupakan pengujian hipotesis dengan membandingkan nilai t hitung dengan nilai t tabel, jika nilai t hitung lebih besar dari t tabel maka hubungan antara variabel signifikan dan dapat dianalisa lebih lanjut. Pada *sample size* = 148 nilai t tabel ($\alpha=5\%$) sebesar 1.96. Hasil pengujian disajikan pada tabel berikut:

Tabel 3. Hasil Pengujian Hipotesis

No.	Jenis Pengaruh	Koef. path	t hitung	Prob	Ket.
H1	Struktur kepemilikan X1) → Struktur modal (Y2)	0.861	0.968	0.333	Tidak Signifikan
H2	Struktur kepemilikan(X1) → Kebijakan dividen (Y3)	0.025	0.165	0.869	Tidak Signifikan
H3	Struktur kepemilikan(X1) → Nilai perusahaan (Y4)	-0.076	-0.513	0.608	Tidak Signifikan
H4	Faktor eksternal (X2) → Faktor internal (Y1)	0.106	1.982*	0.048	Signifikan
H5	Faktor eksternal (X2) → Struktur modal (Y2)	0.099	0.372	0.710	Tidak Signifikan
H6	Faktor eksternal (X2) → Nilai perusahaan (Y4)	0.111	1.706	0.088	Signifikan
H7	Faktor internal (Y1) → Struktur modal (Y2)	-0.290	-2.052*	0.040	Signifikan
H8	Faktor internal (Y1) → Kebijakan dividen (Y3)	-0.004	-0.033	0.973	Tidak Signifikan
H9	Faktor internal (Y1) → Nilai perusahaan (Y4)	0.841	6.102*	0.000	Signifikan
H10	Struktur modal (Y2) → Kebijakan dividen (Y3)	-0.814	-2.201*	0.028	Signifikan
H11	Kebijakan dividen (Y3) → Struktur modal (Y2)	0.605	1.020	0.308	Tidak Signifikan
H12	Struktur modal (Y2) → Nilai perusahaan (Y4)	0.224	2.511*	0.012	Signifikan
H13	Kebijakan dividen (Y3) → Nilai perusahaan (Y4)	-0.189	-2.352*	0.019	Signifikan

Sumber: Data Penelitian, 2020

Berdasarkan Tabel 3 maka persamaan strukturalnya adalah sebagai berikut :

$$Y1 = 0.106 X2 + \varepsilon_{18}$$

$$Y2 = 0.861 X1 + 0.099 X2 - 0.290 Y1 + 0.605 Y3 + \varepsilon_{19}$$

$$Y3 = 0.025 X1 - 0.004 Y1 - 0.814 Y2 + \varepsilon_{20}$$

$$Y4 = -0.076 X1 + 0.111 X2 + 0.841 Y1 + 0.224 Y2 - 0.189 Y3 + \varepsilon_{21}$$

Dari keseluruhan model, terdapat enam jalur yang signifikan yang terlihat dari nilai probabilitas yang lebih kecil dari atau nilai $p \leq 0,05$ (level 5%) serta nilai t hitung di bawah 1,96, sisanya tujuh jalur yang lain menunjukkan angka yang tidak signifikan. Adapun interpretasi dari Tabel 3 dapat dijelaskan sebagai berikut :

Variabel struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap struktur modal. Temuan ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis yang memprediksi bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Makna dari temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris struktur kepemilikan tidak selalu atau belum merupakan faktor penentu dalam keputusan struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Temuan ini juga mengindikasikan bahwa keputusan struktur modal pada perusahaan

manufaktur di Indonesia tidak selalu ditentukan oleh variabel struktur kepemilikan tetapi oleh variabel lain selain variabel struktur kepemilikan

Variabel struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Temuan ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis yang memprediksi bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Makna dari temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris struktur kepemilikan tidak selalu atau belum merupakan faktor penentu dalam kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Variabel struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis yang memprediksi bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Makna dari temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris struktur kepemilikan tidak selalu atau belum merupakan faktor yang menentukan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pengaruh faktor eksternal terhadap faktor internal adalah signifikan. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis (H_4) yang memprediksi bahwa faktor eksternal berpengaruh signifikan terhadap faktor internal. Temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris faktor eksternal merupakan faktor yang menentukan faktor internal pada perusahaan manufaktur di Indonesia

Variabel faktor eksternal mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap struktur modal. Temuan ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis yang memprediksi bahwa faktor eksternal berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Makna dari temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris faktor eksternal tidak selalu atau belum merupakan faktor penentu dalam keputusan struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Variabel faktor eksternal mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap terhadap nilai perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis yang memprediksi bahwa faktor eksternal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris faktor eksternal tidak selalu atau belum merupakan faktor penentu dari nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pengaruh variabel faktor internal terhadap struktur modal adalah signifikan. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis yang memprediksi bahwa faktor internal berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Makna dari temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris faktor internal merupakan faktor yang menentukan keputusan struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Variabel faktor internal mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Temuan ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis yang memprediksi bahwa faktor internal berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Makna dari temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris faktor internal tidak selalu atau belum merupakan faktor penentu kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pengaruh faktor internal terhadap nilai perusahaan adalah signifikan. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis yang memprediksi bahwa faktor internal

berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris faktor internal merupakan determinan atau faktor penentu dari nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen adalah signifikan. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis yang memprediksi bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris struktur modal merupakan determinan atau faktor penentu dari kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Variabel kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap struktur modal. Temuan ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis yang memprediksi bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Makna dari temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris kebijakan dividen tidak selalu atau belum merupakan faktor penentu dalam keputusan struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah signifikan. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis yang memprediksi bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris struktur modal merupakan determinan dari nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah signifikan. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis yang memprediksi bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa secara empiris kebijakan dividen merupakan determinan dari nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Hasil penelitian ini mendukung *the financial-policy relevance argument* (argumen kerelevanan kebijakan keuangan) yang menyatakan bahwa kebijakan keuangan (keputusan pendanaan dan kebijakan dividen) akan mempengaruhi nilai perusahaan dalam kondisi pasar modal yang tidak sempurna seperti adanya pajak, konflik agensi, dan informasi asimetris

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah diuraikan, maka dapat ditarik simpulan bahwa : struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, faktor eksternal berpengaruh terhadap faktor internal, faktor eksternal tidak berpengaruh terhadap struktur modal, faktor eksternal tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, faktor internal berpengaruh terhadap modal struktur, faktor internal tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, faktor internal berpengaruh terhadap nilai perusahaan, struktur modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap struktur modal, struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan simpulan yang telah diuraikan, maka saran yang dapat disampaikan kepada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI yaitu diperlukan penyebaran kepemilikan saham yang merata dan tidak hanya

terkonsentrasi pada kepemilikan institusional agar keputusan-keputusan keuangan yang dibuat oleh manajemen perusahaan lebih mengutamakan kepentingan pemegang saham secara keseluruhan. Disamping itu, untuk menghindari terjadinya praktek-praktek yang merugikan pemegang saham minoritas (pemegang saham publik). Lebih memperhatikan faktor internal perusahaan dalam membuat keputusan-keputusan keuangan yang terkait dengan upaya meningkatkan harga saham perusahaan atau nilai perusahaan. Bagi investor, saran yang dapat diberikan adalah dalam menganalisis penentuan harga saham perusahaan perlu memperhatikan faktor internal perusahaan.

REFERENSI

- Abdillah, Andianto. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi* : Volume 5 Nomor 1, Januari (2016)
- Al-Abdallah, S.Y. dan Aljarayesh, N.I. 2017. Influence of Interest Rate, Exchange rate and Inflation on Common Stock Returns of Amman Stock Exchange, Jordan. *International Journal of Economics, Commerce and Management*. Vol. 5, No. 10, Hal.589-601.
- Anari A, Kolari J. 2001. Stock price and Insflation. *Jounal Finance Research* 24(4):587-602.
- Atmajaya, Lukas Setia. 2013. *Manajemen Keuangan*. Edisi revisi. Penerbit Andi Offset, Yogyakarta.
- Awat. Napa. I. dan Muljadi. 1995. *Keputusan- Keputusan Keuangan Perusahaan: Teori dan Hasil Pengujian Empirik*. Yogyakarta: Liberty.
- Bentler, P.M. and C.P. Chou. 1987. Practical Issue in Structural Modeling, *Sociological Methods and Research*. SAGE Journals. 16 (1) : 78-117
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2013. *Manajemen Keuangan*. Edisi 8. Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Carlo. 2014. Pengaruh Return On Equity, Dividend Payout Ratio Dan Price To Earning Ratio Pada Return Saham. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol. 7, No. 1(2014):150-164, Issn: 2302-8556
- Chidothi, D. dan Sheefeni, P. S. 2013. The Relationship between Inflation and Stock Prices in Zambia. *Asian Journal of Business and Management*. Vol. 1, No.4, Hal.185-192.
- Dien Gusti Mayogi. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi* : Volume 5 Nomor 1
- Ferdinand, Augusty. 2014. *Structural Equation Modeling Dalam Penelitian Manajemen : Aplikasi Model-model Rumit Dalam Penelitian untuk Tesis dan Disertai Doktor*. Edisi Kedua. Penerbit BPUNDIP: Semarang.
- Gay Jr., R.D. 2016. Effect of Macroeconomic Variables on Stock Market Returns for Four Emerging Economies: Brazil, Russia, India, and China. *International Business & Economics Research Journal*. Vol. 15, No. 3, Hal.119-125.
- Gitman, L.J. dan Zutter, C.J. 2012. *Principles of Managerial Finance*. 13th Edition. Edinburg Pearson.

- Hair Jr, Joseph F, Rolph E. Anderson, Ronald L.Tatham and William C Black, 1995. *Multivariate Data Analysis*. Edisi Keempat. Penerbit Prentice Hall. New Jersey.
- Hamrita, M.E. dan Trifi, A. 2011. The Relationship between Interest Rate, Exchange Rate and Stock Price: A Wavelet Analysis. *International Journal of Economics and Financial Issues*. Vol.1, No. 4, Hal.220-228.
- Hasnawati, Sri dan Sawir, Agnes. 2015. Keputusan Keuangan, Ukuran Perusahaan, Struktur Kepemilikan Dan Nilai Perusahaan Publik Di Indonesia. *Journal of Management and Entrepreneurship*, 17.1: 65-75.
- Horne; James C. Van. 1994. Lihat dalam Salim Basalamah, dkk. *Penilaian Kelayakan Rencana Penanaman Modal*. Yogyakarta: UGM Press.
- Jensen, Solberg and Zorn. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.27 No. 2.pp.247-263.
- Kandir, S.Y. 2008. *Macroeconomic Variables, Firm Characteristics and Stock Returns: Evidence from Turkey*. *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 16, Hal. 35-45.
- Karadeniz, E., Kandir, Y.S., Balcilar, M.dan Onal, B.Y. 2009. Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Lodging Companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*. Vol. 21, No. 5, Hal.594-609.
- Kartadinata, Abas. 2011. *Pembelanjaan*. Penerbit Rineka Cipta: Jakarta.
- Keown, Arthur J.dkk. 2000. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Buku Dua. Penerbit Salemba Empat: Jakarta.
- Levi, M.D. 2009. *International Finance*. Fifth Edition. New York: Routledge.
- Lubis, Bonar.dan Hendro, Sasongko., 2017, Pengaruh Profitabilitas, Struktur Modal, dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Aplikasi Bisnis dan Manajemen* Vol. 3, No. 3, September 2017
- Mardiansyah, Tommy. 2012. Pengaruh Profitabilitas dan Operating Leverage terhadap Struktur Modal Perusahaan Makanan dan Minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi*. Universitas Negeri Padang.
- Maysami, R. C., and Koh, T. S. 2000. A vector error correction model of the Singapore stock market. *International Review of Economics and Finance*, 9, 79-96. 44
- Momani, G.F. dan Alsharari, M.A. 2012. Impact of Economic Factors on the Stock Prices at Amman Stock Market (1992-2010). *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 4, No. 1, Hal.151-159.
- Munawir, S,. 2011. *Analisa Laporan Keuangan*. Edisi Keempat. Cetakan Ketujuh. Penerbit Liberty: Yogyakarta.
- Nola, Yunita. 2010. Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan, *Artikel Fakultas Ekonomi Univerasitas Negeri Padang*
- Nurminda, Aniela, Deannes Isyнуwqardhana, dan Annisa Nurbaiiti. 2015. Pengaruh Proftabilitas, Leverage, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *e-prosiding of management* vol. 4, No. 1 April 2015 ISSN: 2355-9357

- Oshaibat, S. dan Majali, A. 2016. The Relationship between Stock Returns and Each of Inflation, Interest Rates, Share Liquidity and Remittances of Workers in the Amman Stock Exchange. *Journal of Internet Banking and Commerce*. Vol. 21, No. 2, Hal.1-18.
- Prasetyorini, Bhukti Fitri, 2013, Pengaruh Ukuran Perusahaan, leverage, Price Earning Ratio, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Ilmu Manajemen Volume 1*.
- Putra, Adiyuwono, dan T.L. Sarumpaet. 2017. Pengaruh Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen, Kebijakan Investasi, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *SNAB Universitas Widyatama ISSN 2252-3936*.
- Putra, Dwi Ema dan Kesuma, I Ketut Wijaya. 2012. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran, Pertumbuhan terhadap Struktur Modal Industri Otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi*. Bali : Universitas Udayana.
- Putri, Meidera. 2012. Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen*, Volume 01, No. 01.
- Riyanto, Bambang. 2014. *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*. Edisi Keempat. Penerbit BPFE: Yogyakarta.
- Santi, Trisno Pertiwi dan Suwardi, Bambang Hermanto. 2017. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi Volume 6*.
- Sartono, Agus. 2013. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi Keempat. Penerbit BPFE: Yogyakarta.
- Sawir, Agnes. 2015. *Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*. Penerbit PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Schroeder, Richard G., Myrtle W. Clark, Jack M. Cathey. 2013. *Financial Accounting Theory and Analysis: Text and Cases 11th edition*. John Wiley & Sons. Inc. New York.
- Singarimbun, M dan Effendi. 1995. *Metode Penelitian Survey*. PT Pustaka LP3ES : Jakarta.
- Suad, Husnan. 2013. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ketiga. UPP AMP YKPN: Yogyakarta.
- Theresia, Rosy. 2013. Analisis Faktor Internal dan Eksternal Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Journal Kajian Ilmiah Mahasiswa Manajemen*. Jurusan Manajemen dan Bisnis Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya. ISSN: 2303-1611. Vol 2, No 2
- Umar, Husein. 2013. *Metode Penelitian untuk Skripsi dan Tesis Bisnis*. Penerbit PT. Raja Grafindo Persada: Jakarta.
- Uzliawati, A. Yuliana, M.I. Santoso. 2019. Optimization of Capital Structure and Firm Value. *European Research Studies Journal* Col. XXI, Issue 2, 2018
- Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland. 2011. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Jilid Kedua. Penerbit Binarupa Aksara: Jakarta.

Wongbangpo, P. dan Sharma, S.C. 2002. Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interaction: ASEAN-5 Countries. *Journal of Asian Economics*. Vol. 13, No. 1, Hal.27-51.