

Determinan Nilai Perusahaan dan Peran Pemediasi Struktur Modal di Lima Negara ASEAN

Muhammad Zacky¹, Nurmala Ahmar², JMV Mulyadi³

¹Universitas Pancasila Jakarta

muhzacky99@gmail.com

²STIE Perbanas Surabaya

nurmala@perbanas.ac.id

³Universitas Pancasila Jakarta

jmv.mulyadi@univpancasila.ac.id

ARTICLE DETAILS

History

Received : August

Revised Format : September

Accepted : October

Keywords :

entrepreneurial characteristics,
revolving fund, UMKM
Performance

ABSTRACTS

The purpose of this study is to determine the determinants of firm value and the role of mediating capital structure in five ASEAN countries. Objects in this study were companies listed on the stock exchanges in Indonesia, Cambodia, Laos, Malaysia and the Philippines in 2014 - 2016. The sampling method used in this study was purposive sampling, resulting in 97 companies. The collected data were analyzed using descriptive and statistical analysis techniques, using the WarpPLS 6.0 and SPSS version 24 programs. The results showed that the profitability and growth opportunity variables affected the capital structure, while the dividend policy had no effect. Variable profitability, dividend policy and capital structure affect the value of the company, while growth opportunity does not affect. Profitability of firm value through capital structure results in partial mediation, growth opportunity on firm value through capital structure produces full mediation and dividend policy on firm value through capital structure produces no mediation. It is recommended for further research to increase the number of respondents, the sample of the company under study, and the indicators of each variable

©2018 STIM Lasharan Jaya Makassar

PENDAHULUAN

Keberhasilan perekonomian negara dapat dipengaruhi oleh peran pasar modal yang berjalan. Pasar modal menjadi sarana bagi para investor kepada perusahaan yang membutuhkan dana tambahan melalui penjualan saham, dengan harapan imbalan berupa dividen. Sedangkan perusahaan yang mendapatkan dana tersebut, dapat meningkatkan nilai perusahaan dan kepentingan perusahaan.

Informasi mengenai kondisi perusahaan dan pasar modal diperlukan oleh investor sebelum menginvestasikan dananya. Hal ini berarti informasi yang diberikan dapat menentukan harga pasar bagi perusahaan itu sendiri. Menurut Pangulu & Maski (2014) untuk menarik minat investor dalam berinvestasi di perusahaan, harga saham yang dijual perusahaan yang telah *go public* harus memiliki potensi harga yang tinggi. Menurut Mardiyati, dkk (2012) memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham perusahaan dengan cara meningkatkan nilai perusahaan merupakan tujuan dari suatu perusahaan. Hal ini selaras dengan Ernawati (2015)

*Corresponding Author Email Address: muhzacky99@gmail.com
© 2018 STIM Lasharan Jaya Makassar

yang menyatakan bahwa semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan maka semakin tinggi nilai perusahaan.

Berdasarkan tujuan perusahaan diatas, diketahui bahwa nilai perusahaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, dan dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan. Pangulu & Maski (2014) mengemukaan bahwa harga saham yang tinggi mencerminkan nilai perusahaan yang tinggi, hal tersebut meningkatkan kepercayaan pasar kepada kinerja perusahaan dan kemungkinan keberhasilan perusahaan dimasa mendatang. Menurut Prasetyorini (2013) harga yang dibayar oleh para investor untuk perusahaan yang akan dijual disebut dengan nilai perusahaan.

Pertumbuhan perekonomian suatu negara dapat ditinjau dari pendapatan rill suatu negara. Berdasarkan pada laporan “*Global Economic Prospects – June 2017*” yang diterbitkan oleh World Bank, pada tabel 1 dipaparkan pertumbuhan PDB rill pada harga pasar (dalam persen) antar negara selama tahun 2014 – 2017. Sedangkan data pertumbuhan rata-rata nilai perusahaan dilima negara ASEAN dengan tingkat pertumbuhan PDB rill tertinggi, tahun 2014 - 2016 dengan menggunakan rumus Tobin Q dapat diliat pada tabel 2 sebagai berikut :

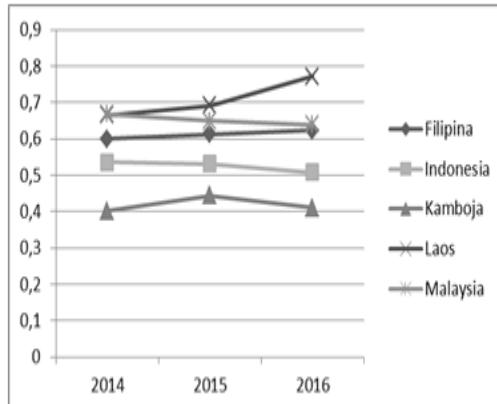
Tabel 1
Pertumbuhan PDB rill pada Harga Pasar

	2014	2015	2016	2017	Estimates
Cambodia	7.1	7.0	6.9	6.9	
China	7.3	6.9	6.7	6.5	
Fiji	5.6	3.6	2.0	3.7	
Indonesia	5.0	4.9	5.0	5.2	
Lao PDR	7.5	7.4	7.0	7.0	
Malaysia	6.0	5.0	4.2	4.9	
Mongolia	6.9	2.2	1.0	-0.2	
Myanmar	8.0	7.3	6.5	6.9	
Papua New Guinea	7.4	6.8	2.4	3.0	
Philippines	6.1	6.1	6.9	6.9	
Solomon Islands	2.0	3.3	3.0	3.3	
Thailand	0.9	2.9	3.2	3.2	
Timor-Leste ^b	5.9	4.3	5.1	4.0	
Vietnam	6.0	6.7	6.2	6.3	

Sumber : World Bank, 2017

Tabel 2

Grafik Nilai Perusahaan Tahun 2014-2016



Sumber : Data primer yang diolah, 2018

Terdapat perbedaan pertumbuhan di lima negara ASEAN pada tabel 1 dan tabel 2. Sebagai contoh negara LAOS pada tahun 2014-2016 mengalami penurunan prosentase pertumbuhan PDB rill dari 7,5 (tahun 2014) menjadi sebesar 7,0 (tahun 2016), hal ini berbanding terbalik dengan rata-rata nilai perusahaan yang mengalami peningkatan pada tahun 2014-2016. Kemudian negara Malaysia dan Indonesia, berdasarkan pertumbuhan PDB rill Indonesia berada diatas negara Malaysia, sedangkan berdasarkan rata-rata nilai perusahaan Malaysia berada diatas Indonesia.

Berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya dan teori, nilai perusahaan dipengaruhi oleh beberapa faktor-faktor, seperti struktur modal, profitabilitas, *growth opportunity*, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur biaya, risiko bisnis, tingkat suku bunga, dan lain-lain. Menurut Dewi, dkk (2014) struktur modal merupakan komposisi antara modal dan hutang jangka panjang dalam pembiayaan yang permanen. Struktur modal menurut Kusuma, dkk (2013) adalah penggambaran dari perbandingan antara utang jangka panjang dan modal dari suatu perusahaan.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan (laba) dalam suatu masa tertentu (Ernawati, 2015). Profitabilitas menurut Hermuningsih (2013) adalah efektifitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian dari penjualan dan investasi dalam bentuk rasio. Sedangkan menurut Sartono (2011:122) rasio profitabilitas adalah peluang perusahaan dalam mendapatkan laba yang berhubungan dengan penjualan, total aset dan modal sendiri.

Growth opportunity adalah mengukur kinerja perusahaan dalam menempatkan diri pada suatu sistem ekonomi pada jenis industri yang sama (Novianto, 2016). *Growth* dinyatakan sebagai pertumbuhan aset dimana jumlah aset masa sebelumnya akan mencerminkan profitabilitas dan pertumbuhan masa akan datang (Kusuma, dkk 2013). Sedangkan menurut Safitri & Suwito (2015) *growth* adalah kenaikan atau penurunan total aset yang dimiliki oleh perusahaan.

Wongso (2012) menjelaskan bahwa kebijakan dividen adalah keputusan manajemen dan pemegang saham terkait profit yang diperoleh perusahaan akan disimpan dalam bentuk laba ditahan yang akan digunakan untuk membiayai operasional perusahaan dimasa datang atau akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Menurut Meidiawati & Mildawati (2016) *dividend policy* (kebijakan dividen) merupakan keputusan manajemen dan pemegang saham apakah profit yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan ditahan untuk menambah kas yang akan digunakan untuk pembiayaan investasi di masa datang atau akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham.

TINJAUAN PUSTAKA

Signaling theory atau teori sinyal menjelaskan mengenai kewajiban perusahaan dalam memberikan informasi kepada pihak eksternal, hal tersebut agar tidak terjadi perbedaan informasi antara pihak manajemen dan eksternal (Munawaroh, 2014). Menurut Soewardjono (2005 dalam Munawaroh, 2014) informasi dapat dikatakan bermanfaat apabila informasi tersebut digunakan dalam pengambilan keputusan oleh manajemen dan eksternal, yang menunjukkan adanya hubungan antara peristiwa (*event*) dengan *return*, harga atau volume saham di pasar modal. Teori ini didasari dengan perbedaan akses informasi antara manajemen dan pihak eksternal. Pihak manajemen dapat mengetahui informasi yang tidak diketahui oleh pihak eksternal, akibatnya ketika ada kebijakan perusahaan yang berubah akan berdampak pada perubahan nilai perusahaan, dengan kata lain adanya tanda atau sinyal (Wongso, 2012).

Agency Theory atau teori keagenan menjelaskan tentang pemisahan antara fungsi pengelolaan (manajemen) dengan fungsi kepemilikan (pemegang saham) dalam suatu perusahaan. Agensi ini muncul ketika manajemen dipekerjaan oleh pemegang saham untuk memberikan jasa dan memberikan kewenangan dalam pengambilan keputusan. Tujuan manajemen dan pemegang saham sama, yaitu meningkatkan kemakmuran pemegang saham agar meningkat nilai perusahaan. Akan tetapi, pihak manajemen seringkali bertindak yang bertentangan dengan keinginan pemegang saham atau tidak demi kepentingan pemegang saham sehingga terjadi perbedaan pendapat antara manajemen dengan pemegang saham (Wongso, 2012). Sifat *opportunistic* manajemen akan mengakibatkan konflik keagenan dan berdampak pada rendahnya kualitas laba, sehingga menjadi penyebab terjadi kesalahan dalam pembuatan keputusan oleh pemakai laporan keuangan seperti investor dan kreditur, sehingga nilai perusahaan menurun (Siallagan & Machfoedz, 2006, dalam Apriada 2013).

Pegembangan Hipotesis

Mai (2006) menjelaskan perusahaan dengan profit yang tinggi akan menggunakan lebih banyak utang untuk mengurangi pajak. Beban bunga atas utang akan mengurangi jumlah pajak yang dibayarkan sedangkan menambah modal yang tidak dikenai bunga sehingga pajak yang dibayarkan lebih tinggi. Menurut Hadianto & Tayana (2010) profitabilitas memiliki pengaruh

terhadap struktur modal, dikarenakan perusahaan yang memiliki profit tinggi akan menggunakan lebih banyak utang untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dalam pengurangan pajak. Berikut beberapa penelitian yang meneliti pengaruh antara profitabilitas terhadap struktur modal: Prasetyo, dkk (2017), Nainggolan (2017), Prasetya & Asandimitra (2014), Khairin & Harto (2014), Wulandari (2013), Hadianto & Tayana (2010), Margaretha & Ramadhan (2010), Hadianto (2008) dan Wijaya & Hadianto (2008).

H1 : Profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

Bringham dan Gapenski (1996 dalam Indahningrum & Handayani, 2009) menyatakan bahwa perusahaan membutuhkan dana yang bersumber dari pihak eksternal lebih besar dikarenakan memiliki *growth opportunity* tinggi. Untuk memenuhi kebutuhan dana dari luar, perusahaan dihadapkan pada pertimbangan sumber dana yang lebih murah. Dalam hal ini, penerbitkan surat utang lebih disukai dibandingkan dengan mengeluarkan saham baru karena biaya emisi saham baru lebih besar daripada biaya utang. Dengan demikian tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan utang. Berikut beberapa penelitian yang meneliti pengaruh antara *growth opportunity* terhadap struktur modal: Miranti (2016), Novianto (2016), Khairin & Harto (2014), Santika & Sudiyatno (2011), Indrajaya & Setiadi (2011), Juniati (2010), Margaretha & Ramadhan (2010), Amiryah & Atmini (2008) Sujoko & Soebiantoro (2007) dan Nugroho (2006).

H2 : Growth Opportunity mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar memerlukan tambahan dana melalui tingkat utang sehingga kebijakan dividen mempengaruhi tingkat utang secara searah (Emery dan Finnerty, 1997 dalam Amiryah & Atmini, 2008). Hal ini selaras dengan Indahningrum & Handayani (2009) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen akan memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan utang suatu perusahaan. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar jumlah dividen yang tetap tersebut. Berikut beberapa penelitian yang meneliti pengaruh antara kebijakan dividen terhadap struktur modal: Nainggolan (2017), Yuniarti (2013), Indahningrum & Handayani (2009), Amiryah & Atmini (2008) dan Sujoko & Soebiantoro (2007).

H3 : Kebijakan Dividen mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

Menurut Herawati (2013) penggunaan utang (struktur modal) sangat sensitif pengaruhnya terhadap perubahan naik atau turunnya nilai perusahaan. Menurut Hermuningsih (2013) teori struktur modal menjelaskan bahwa kebijakan pendanaan (*financial policy*) perusahaan dalam menentukan struktur modal (bauran antara utang dan ekuitas) bertujuan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*). Berikut beberapa penelitian yang meneliti pengaruh antara struktur modal terhadap nilai perusahaan: Prasetyo, dkk (2017), Amijaya, dkk (2016), Meidiawati & Mildawati (2016), Novianto (2016), Pangulu & Maski (2014), Dewi, dkk (2014), Dewi & Wirajaya (2013), Moniaga (2013), Hermuningsih (2013) dan Kusumajaya (2011).

H4 : Struktur Modal mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Ernawati & Widjyawati (2015) menjelaskan bahwa profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang bagus sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat. Menurut Pangulu & Maski (2014) tingkat profitabilitas yang tinggi, investor dapat melihat prospek perusahaan yang semakin baik dengan adanya potensi peningkatan keuntungan perusahaan, semakin tinggi tingkat profitabilitas maka nilai perusahaan juga akan semakin tinggi. Berikut beberapa penelitian yang meneliti pengaruh antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan: Prasetyo, dkk (2017), Dhani & Utama (2017), Tabita (2017),

Haryadi (2016), Meidiawati & Mildawati (2016), Purnama (2016), Sudarsono (2015), Pangulu & Maski (2014), Munawaroh & Priyadi (2014), Dewi & Wirajaya (2013), Prasetyorini (2013), Kusuma, dkk (2013), Hermuningsih (2013), Nofrita (2013), Wulandari (2013), Mardiyati, dkk (2012), Kusumajaya (2011), dan Sujoko & Soebiantoro (2007).

H5 : Profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pangulu & Maski (2014) menjelaskan bahwa *growth opportunity* yang tinggi akan memberikan peluang mendapatkan laba yang lebih tinggi pula di masa yang akan datang, hal ini memberikan efek positif pada nilai perusahaan. Menurut Meidiawati & Mildawati (2016) berpendapat pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun pihak eksternal, karena pertumbuhan perusahaan yang baik dapat memberikan sinyal positif terhadap perkembangan perusahaan. Berikut beberapa penelitian yang meneliti pengaruh antara *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan: Amijaya, dkk (2016), Meidiawati & Mildawati (2016), Pangulu & Maski (2014), Hermuningsih (2013), dan Sujoko & Soebiantoro (2007).

H6 : Growth Opportunity mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Wongso (2012) menjelaskan bahwa kebijakan dividen merupakan salah satu aspek penting dalam tujuan memaksimumkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen menyangkut keputusan mengenai penggunaan laba yang merupakan hak para pemegang saham. Pembagian dividen akan mengindikasikan perusahaan memperoleh laba yang cukup besar sehingga mampu mendistribusikannya kepada pemegang saham. Hal ini akan meningkatkan pandangan pasar mengenai nilai perusahaan. Berikut beberapa penelitian yang meneliti pengaruh antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan: Amijaya, dkk (2016), Meidiawati & Mildawati (2016), Nababan (2016), Purnama (2016), Safitri (2015), Nofrita (2013), Wongso (2012) dan Sujoko & Soebiantoro (2007).

H7 : Kebijakan Dividen mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hermuningsih (2013) menjelaskan perusahaan dengan *rate of return* yang tinggi cenderung menggunakan proporsi utang yang relatif kecil, karena dengan *rate of return* yang tinggi, kebutuhan dana dapat diperoleh dari laba ditahan. Dengan profitabilitas tinggi, maka dana internal perusahaan akan lebih tinggi dengan demikian komposisi struktur modal penggunaan modal sendiri lebih besar daripada penggunaan utang (rasio struktur modal semakin kecil). Berikut beberapa penelitian yang meneliti pengaruh antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal: Prasetyo, dkk (2017), Novianto (2016), Hermuningsih (2013), dan Wulandari (2013).

H8 : Profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

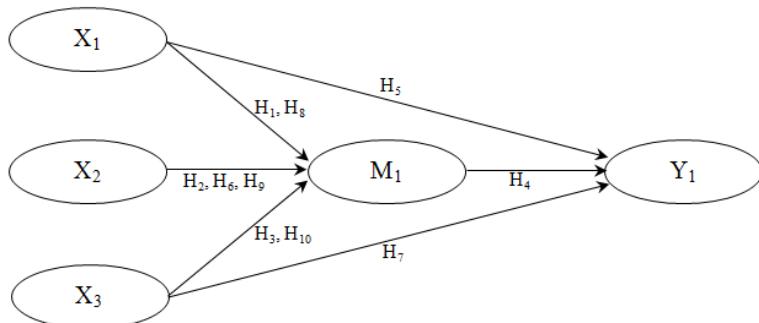
Growth opportunity pada dasarnya mencerminkan produktifitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan maupun investor dan kreditor. Pada sisi lain, biaya penerbitan saham lebih mahal dari pada penerbitan surat utang, dan ini menjadi alasan tambahan bagi perusahaan dengan pertumbuhan tinggi untuk lebih mengandalkan utang dalam komposisi struktur modal perusahaan (Hermuningsih, 2013). Berikut beberapa penelitian yang meneliti pengaruh antara *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal: Prasetyo, dkk (2017), Novianto (2016), dan Hermuningsih (2013).

H9 : Growth Opportunity mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

Kebijakan deviden sering dianggap sebagai *signal* bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan deviden dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan (Mardiyati, dkk 2012). Dalam membayar dividen kepada para pemegang sahamnya, perusahaan mungkin tidak dapat mempertahankan dana yang cukup untuk membiayai pertumbuhannya di masa mendatang. Oleh karena itu, perusahaan harus dapat mempertimbangkan seberapa besar laba yang akan ditahan untuk mengembangkan perusahaan, dan laporan keuangan digunakan sebagai sumber informasi yang dibutuhkan oleh investor sebagai salah satu dasar pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal yang diperdagangkan (Nababan, 2016).

H10 : Kebijakan Dividen mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

Gambar 1
Kerangka Penelitian Empiris



Sumber : Data diolah peneliti, 2018

Keterangan :

X₁ = Profitabilitas

X₂ = *Growth Opportunity*

X₃ = Kebijakan Dividen

M₁ = Struktur Modal

Y₁ = Nilai Perusahaan

METODE PENELITIAN

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek di Indonesia, Kamboja, Laos, Malaysia dan Filipina. Sampel yang dipilih berdasarkan pada tingkat ekuitas terbesar dilima negara tersebut. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan khusus sehingga dapat dijadikan sampel.

Pengukuran Variabel

Tabel 3
Pengukuran Variabel

No	Variabel	Rasio	Rumus	Referensi
1	Nilai perusahaan	PER	Harga pasar per lembar saham Laba per lembar saham	Herawati (2013) dan Kusuma, dkk (2013)
2	Nilai perusahaan	PBV	Harga pasar per lembar saham Nilai buku per lembar saham	Ernawati & Widyawati (2015), Apriada (2013) dan Wongso (2012)
3	Nilai perusahaan	Tobin Q	Nilai pasar ekuitas+ Nilai buku hutang Nilai buku ekuitas+ Nilai buku hutang	Dhani & Utama (2017), Munawaroh & Priyadi (2014) dan Prasetyorini (2013)

4	Struktur Modal	DER	Hutang	Meidiawati & Mildawati (2016), Novianto (2016) dan Wongso (2012)
5	Struktur Modal	DAR	Hutang	oleh Ernawati & Widyawati (2015), Dewi, dkk (2014) dan Kusuma, dkk (2013)
			Aset	Novianto (2016), Apriada (2013) dan Amiry & Atmini (2008)
6	Profitabilitas	ROE	Laba bersih	Pangulu & Maski (2014), Kusuma, dkk (2013) dan Moniaga (2013)
			Modal Sendiri	Munawaroh & Priyadi (2014), Kusuma, dkk (2013) dan Sujoko & Soebiantoro (2007)
7	Profitabilitas	ROA	Laba bersih	Kusuma, dkk (2013), Pradana & Fachrroz (2013) dan Amiry & Atmini (2008)
			Aset	Dhani & Utama (2017), Safitri & Suwitho (2015) dan Pangulu & Maski (2014)
8	Profitabilitas	NPM	Laba bersih	Herawati (2013), Mardiyati (2012) dan Amiry & Atmini (2008)
			Penjualan / Pendapatan	
9	Growth Opportunity	SALES	Penjualan t - Penjualan t-1	
			Penjualan t	
10	Growth Opportunity	ASSET	Aset t - Aset t-1	
			Aset t	
11	Kebijakan Dividen	DPR	Dividen per lembar saham	
			Laba per lembar saham	

Sumber: Data primer yang diolah, 2018

Metode Analisis Data

Uji kesesuaian model (*Goodness of Fit Test-R²*) adalah sebesar besar kemampuan variabel bebas dalam menjelaskan varian variabel terkaitnya. Tujuan dilakukannya uji kesesuaian model untuk mengetahui apakah suatu variabel dapat menggambarkan distribusi atau tidak.

Uji *Model Fit Indicate and P Value* menampilkan hasil tiga indikator fit, yaitu *Average Path Coefficient (APC)*, *Average R-Squared (ARS)* dan *Average Variance Inflation Factor (AFIF)*. Hasil uji *P-Value* memberikan dua hasil, yaitu untuk mengambil keputusan apakah H0 ditolak atau diterima, serta memberikan informasi mengenai peluang terjadinya kejadian yang disebutkan dalam H1. *P-Value* menghasilkan indikator APC dan ARS yang dihitung dengan estimasi resampling dan *bonferroni like corrections*. Evaluasi apakah model fit (diterima atau ditolak) oleh data adalah sebagai berikut :

- 1) Apabila *P Value* sebagai indikator APC dan ARS lebih kecil dari 0,05, maka H0 diterima atau signifikan.
- 2) Apabila VIF sebagai indikator multikolinearitas lebih kecil dari 5, maka VIF telah memenuhi kriteria *goodness of fit*.

Uji *Path Coefficients and P-values* digunakan untuk mengetahui estimasi koefisien jalur dan *p-value* masing-masing variabel bebas terhadap variabel terkaitnya. Uji ini dilakukan untuk menguji H1 – H7.

Uji Mediasi SEM WarpPLS dengan Metode VAF adalah pendekatan metode ini berbeda dengan metode Sobel. VAF merupakan ukuran seberapa besar variabel pemediasi mampu menyerap pengaruh langsung yang sebelumnya signifikan dari model tanpa mediasi. Metode VAF dapat dihitung dengan menggunakan rumus VAF, sebagai berikut :

$$VAF = \frac{a \cdot b}{(a \cdot b) + c}$$

Keterangan :Jalur a = *Relationship* antara X1→M, X2→M, dan X3→MJalur b = *Relationship* antara M→YJalur c = *Relationship* antara X1→Y, X2→Y, dan X3→Y

Berikut ini adalah pengambilan kesimpulan dari hasil VAF (Ghazali & Hengky 2014, 218), sebagai berikut :

- 1) Jika nilai VAF > 80%, maka menunjukkan variabel M sebagai pemediasi penuh.
- 2) Jika nilai VAF di antara 20% - 80%, maka menunjukkan variabel M sebagai pemediasi sebagian.
- 3) Jika nilai VAF < 20%, maka mnunjukkan variabel M hampir tidak ada efek mediasi.

HASIL PEMBAHASAN

Berikut rangkuman hasil uji hipotesis dalam tabel 4, sebagai berikut :

Tabel 4
Hasil Uji Hipotesis

Uji	Hubungan	Full		IDN		KHM		LAO		MYS		PHL	
		Koe	P-V	Koe	P-V	Koe	P-V	Koe	P-V	Koe	P-V	Koe	P-V
Uji Path Coefficients and P-Value	PR→SM	0,54	0,001	0,54	0,001	0,74	0,005	(0,30)	0,141	0,33	0,001	(0,40)	0,001
	GO→SM	0,38	0,001	0,38	0,001	(0,07)	0,425	0,00	0,499	0,20	0,030	(0,05)	0,315
	KD→SM	(0,23)	0,006	(0,23)	0,006	(0,19)	0,298	(0,77)	0,001	(0,06)	0,297	(0,08)	0,241
	SM→NP	(0,46)	0,001	(0,46)	0,001	0,08	0,420	0,90	0,001	0,30	0,002	0,61	0,001
	PR→NP	0,10	0,142	0,10	0,142	0,96	0,001	(0,03)	0,463	0,21	0,025	0,09	0,195
	GO→NP	(0,32)	0,001	(0,32)	0,001	0,21	0,276	0,16	0,295	0,04	0,359	(0,01)	0,482
Uji Model VAF	KD→NP	(0,14)	0,066	(0,14)	0,066	0,17	0,318	0,19	0,255	0,41	0,001	(0,43)	0,001
	PR→SM→NP		43%		166%		6%		90%		32%		160%
	GO→SM→NP		456%		36%		-3%		1%		60%		86%
Uji Kesesuaian Model	KD→SM→NP		-3%		-331%		-10%		139%		-4%		10%
	SM		0,215		0,481		0,980		0,958		0,066		0,155
	NP		0,380		0,415		0,665		0,661		0,368		0,548
Uji Model Fit and Quality Indices	APC		0,225		0,311		0,345		0,335		0,220		0,237
	ARS		0,298		0,448		0,823		0,809		0,217		0,351
	AVIF		1,070		1,090		103,822		3,948		1,047		1,082

Sumber: Data primer yang diolah, 2018

Keterangan :

Koe	= Koefisien
P-V	= P-Value
PR	= Profitabilitas
GO	= <i>Growth Opportunity</i>
KD	= Kebijakan Dividen
SM	= Struktur Modal
NP	= Nilai Perusahaan
IDN	= Indonesia
MYS	= Malaysia
LAO	= Laos
KHM	= Kamboja
PHL	= Filipina

Berdasarkan Tabel 2, berikut ini adalah penjelasan dari hasil rangkuman uji hipotesis tersebut, yaitu :

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Penelitian ini mendukung hipotesis pertama yang menyatakan “profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal”. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai signifikansi (koefisien) sebesar 0,451 dengan *P-Value* sebesar <0,001 ini menunjukkan H01 terbukti dan Ha1 tidak terbukti sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil penelitian pada hipotesis pertama terbukti di Indonesia, Kamboja dan Malaysia. Sedangkan di Filipina memberikan hasil signifikan negatif dan di Laos memberikan hasil tidak signifikan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Teori *pecking order* yang memprediksikan tidak ada hubungan antara kedua variabel tidak terbukti, tetapi penelitian ini mendukung teori *trade-off*. Teori *trade-off* mendasari dengan adanya utang sebagai faktor pemotongan pajak. Profitabilitas dan pajak memiliki hubungan yang saling berkaitan, perusahaan akan meningkatkan jumlah utang agar mengurangi pajak sehingga profitabilitas akan meningkat.

Perusahaan yang mendapatkan keuntungan (profit) tinggi cenderung bersifat konservatif, menggunakan utang untuk operasi perusahaannya agar mendapatkan profit yang lebih besar dari pengurangan pajak. Sementara perusahaan yang kurang mendapatkan profit akan menggunakan dana internal terlebih dahulu, kekurangannya akan melakukan peminjaman dalam bentuk utang. Besar kecilnya profit yang diperoleh perusahaan dapat menentukan utang perusahaan dalam struktur modal. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Wulandari (2013) dan Margaretha & Ramadhan (2010). Namun, penelitian yang dilakukan oleh Wirjawan (2015), Prasetya & Asandimitra (2014) dan Hermuningsih (2013) menunjukkan hasil negatif signifikan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Prasetyo, dkk (2017), Miranti (2016) dan Novianto (2016) menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Pengaruh *Growth Opportunity* Terhadap Struktur Modal

Penelitian ini mendukung hipotesis kedua yang menyatakan “*growth opportunity* mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal”. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai signifikansi (koefisien) sebesar 0,191 dengan *P-Value* sebesar <0,001 ini menunjukkan H02 terbukti dan Ha2 tidak terbukti sehingga dapat disimpulkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil penelitian pada hipotesis kedua terbukti di Indonesia dan Malaysia. Sedangkan di Kamboja, Laos dan Filipina memberikan hasil tidak signifikan.

Perusahaan yang memiliki *growth opportunity* tinggi akan membutuhkan dana yang lebih besar dari eksternal. Agar memenuhi kebutuhan dana dari eksternal, perusahaan harus mempertimbangkan sumber dana yang lebih murah. Penerbitan surat utang merupakan langkah yang sering dipilih dibandingkan dengan mengeluarkan saham baru dikarenakan biaya saham baru lebih besar daripada biaya utang. Dengan demikian *growth opportunity* yang tinggi akan lebih banyak menggunakan utang (struktur modal). Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Khairin & Harto (2014), Santika & Sudiyatno (2011) dan Amiryia & Atmini (2008). Namun, penelitian yang dilakukan oleh Wirjawan (2015) dan Kesuma (2009) menunjukkan hasil negatif signifikan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Miranti (2016), Novianto (2016) dan Prasetya & Asandimitra (2014) menyatakan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Struktur Modal

Penelitian ini tidak mendukung hipotesis ketiga yang menyatakan “kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal”. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai signifikansi (koefisien) sebesar -0,010 dengan *P-Value* sebesar 0,431 ini menunjukkan H03 tidak terbukti dan Ha3 terbukti sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian pada hipotesis ketiga terbukti di Kamboja, Malaysia dan Filipina. Sedangkan di Indonesia dan Laos memberikan hasil signifikan negatif.

Perusahaan yang memiliki *dividen payout ratio* tinggi, akan mengutamakan sumber dana berasal dari modal sendiri, hal ini dikarenakan sumber dana eksternal akan meningkatkan kewajiban perusahaan dalam membayar dividen. Pembayaran dividen dilakukan setelah perusahaan melakukan kewajiban dalam membayar bunga dan utang. Perusahaan yang memiliki utang besar akan mengurangi dividen yang dibayarkan, dikarenakan dana yang tersedia digunakan untuk membayar bunga dan utang. Berdasarkan pertimbangan tersebut perusahaan akan lebih konservatif dan teliti dalam menerbitkan surat utang (struktur modal). Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Nainggolan (2017), Yuniarti (2013) dan Indahningrum & Handayani (2009). Namun, penelitian yang dilakukan oleh Sujoko & Soebiantoro (2007) menunjukkan hasil positif signifikan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Amiry & Atmini (2008) menyatakan bahwa kebijakan dividen negatif signifikan terhadap struktur modal.

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian ini mendukung hipotesis keempat yang menyatakan “struktur modal mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan”. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai signifikansi (koefisien) sebesar 0,436 dengan *P-Value* sebesar <0,001 ini menunjukkan H04 terbukti dan Ha4 tidak terbukti sehingga dapat disimpulkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian pada hipotesis keempat (Signifikan Positif) terbukti di Laos, Malaysia dan Filipina. Sedangkan di Indonesia memberikan hasil signifikan negatif dan di Kamboja memberikan hasil tidak signifikan.

Struktur modal merupakan hal utama dalam memperbaiki produktivitas dan kinerja perusahaan. *Financial policy* (kebijakan pendanaan) merupakan kebijakan mengatur struktur modal dengan tujuan dapat mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan akan meningkat dengan mengkombinasikan antara utang dan modal secara tepat. Penentuan struktur modal yang tepat, dengan cara meminimalisir *cost of capital* (biaya modal) akan menghasilkan tingkat *return on equity* yang tinggi. *Trade off theory* adalah biaya-biaya kesulitan keuangan ditutupi dengan keuntungan pajak dari hasil pinjaman. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Novianto (2016), Dewi, dkk (2014) dan Pangulu & Maski (2014). Namun, penelitian yang dilakukan oleh Tabita (2017), Apriada (2013) dan Amiry & Atmini (2008) menunjukkan hasil negatif signifikan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Dhani & Utama (2017), Purnama (2016) dan Haryadi (2016) menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian ini mendukung hipotesis kelima yang menyatakan “profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan”. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai signifikansi (koefisien) sebesar 0,259 dengan *P-Value* sebesar <0,001 ini menunjukkan H05 terbukti dan Ha5 tidak terbukti sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian pada hipotesis kelima (Signifikan Positif) terbukti di Kamboja dan Malaysia. Sedangkan di Indonesia, Laos dan Filipina memberikan hasil tidak signifikan.

Perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan besar memiliki potensi yang baik sehingga dapat meningkatkan permintaan saham oleh investor. Harga saham akan meningkat disebabkan permintaan saham oleh investor sehingga mengakibatkan melonjaknya nilai perusahaan. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Dhani & Utama (2017), Prasetyo, dkk (2017) dan Ernawati & Widyawati (2015). Namun, penelitian yang dilakukan oleh Amijaya, dkk (2016) dan Herawati (2013) menunjukkan hasil negatif signifikan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Novianto (2016) dan Apriada (2013) menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Growth Opportunity* Terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian ini tidak mendukung hipotesis keenam yang menyatakan “*growth opportunity* mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan”. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai signifikansi (koefisien) sebesar -0,065 dengan *P-Value* sebesar 0,131 ini menunjukkan H_06 tidak terbukti dan H_a6 terbukti sehingga dapat disimpulkan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian pada hipotesis keenam (Tidak Signifikan) terbukti di Kamboja, Laos, Malaysia dan Filipina. Sedangkan di Indonesia memberikan hasil signifikan negatif.

Kebutuhan dana untuk mengoperasikan kegiatan perusahaan akan meningkat disebabkan meningkatnya *Growth opportunity*. Perusahaan akan lebih mengutamakan dana yang tersedia untuk operasional perusahaan dibandingkan dengan membagikan dividen. Hal tersebut akan menyebabkan hilangnya kepercayaan investor terhadap perusahaan dan menurunnya nilai perusahaan. Terdapat unsur lain dalam *growth opportunity* yang berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan. Misalnya, pertumbuhan penjualan disertai dengan adanya peningkatan pada beban operasional perusahaan, sehingga laba yang dihasilkan akan berkurang. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Dhani & Utama (2017), Meidiawati & Mildawati (2016) dan Novianto (2016). Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Amijaya, dkk (2016), Pangulu & Maski (2014) dan Hermuningih (2013) menyatakan bahwa *growth opportunity* berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian ini mendukung hipotesis ketujuh yang menyatakan “kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan”. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai signifikansi (koefisien) sebesar 0,163 dengan *P-Value* sebesar 0,002 ini menunjukkan H_07 terbukti dan H_a7 tidak terbukti sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian pada hipotesis ketujuh (Signifikan Positif) terbukti di Malaysia. Sedangkan di Filipina memberikan hasil signifikan negatif dan di Indonesia, Kamboja dan Laos memberikan hasil tidak signifikan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan teori kebijakan dividen yang menjelaskan bahwa semakin tinggi dividen, akan menyebabkan harga saham semakin tinggi karena dividen bersifat lebih pasti dibandingkan laba atas modal. Dasar teori ini sering disebut *bird in hand argument* (argumen burung di tangan), yang menyatakan bahwa sepuluh burung di pohon tidak lebih baik daripada satu burung di tangan. Kebijakan dividen suatu perusahaan akan memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, hal tersebut membuktikan bahwa pemegang saham lebih menyukai *dividend yield* dibandingkan *capital gains*. Dalam praktik dilapangan, manajemen dan pemegang saham berpendapat bahwa kebijakan dividen mempengaruhi harga saham karena sesuai dengan teori relevansi dividen. Tujuan pemengang saham dan meningkatkan kekayaan perusahaan yang tergambarkan dalam harga saham, perusahaan harus menetapkan kebijakan dividen sedini mungkin. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Nababan (2016), Purnama (2016) dan Safitri & Suwito (2015). Namun, penelitian penelitian yang dilakukan oleh Tabita (2017) menunjukkan hasil negatif signifikan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Meidiawati & Mildawati (2016) dan Mardiyati, dkk (2012) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal

Penelitian ini mendukung hipotesis kedelapan yang menyatakan “profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal”. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai signifikansi (koefisien) sebesar 0,867, dengan *P-Value* sebesar 0,002 ini menunjukkan H₀₈ terbukti dan H_{a8} tidak terbukti sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal. Sedangkan menurut hasil pengujian metode VAF sebesar 43%, yang dapat disimpulkan bahwa terdapat mediasi sebagian diantara profitabilitas, struktur modal dan nilai perusahaan. Hasil penelitian pada hipotesis kedelapan (*Signifikan Positif* dan *Partial Mediation*) terbukti di Malaysia. Sedangkan di Indonesia dan Filipina memberikan hasil signifikan positif dan *full mediation*, Laos memberikan hasil tidak signifikan tetapi *full mediation* dan di Kamboja memberikan hasil tidak signifikan dan tidak ada mediasi.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penjelasan dari Prasetyo, dkk (2017) menjelaskan perusahaan yang memiliki profit tinggi cenderung menggunakan pendanaan ekternal berupa utang untuk mengoperasikan perusahaannya, hal tersebut bernilai positif dimata investor diiringi dengan kenaikan nilai perusahaan. Perusahaan dengan *rate of return* yang tinggi akan memenuhi kebutuhan dana yang diperoleh dari laba ditahan, sehingga cenderung menggunakan utang yang kecil. Profitabilitas yang tinggi akan menambah dana internal perusahaan, sehingga dana yang digunakan bersumber dari modal akan lebih besar daripada bersumber dari utang. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Prasetyo, dkk (2017) dan Hermuningsih (2013). Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Novianto (2016) dan Wulandari (2013) menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

Pengaruh *Growth Opportunity* Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal

Penelitian ini mendukung hipotesis kesembilan yang menyatakan “*growth opportunity* mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal”. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai signifikansi (koefisien) sebesar 0,672, dengan *P-Value* sebesar 0,002 ini menunjukkan H₀₉ terbukti dan H_{a9} tidak terbukti sehingga dapat disimpulkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal. Sedangkan menurut hasil pengujian metode VAF sebesar 456%, yang dapat disimpulkan bahwa terdapat mediasi penuh diantara *growth opportunity*, struktur modal dan nilai perusahaan. Hasil penelitian pada hipotesis kesembilan (*Signifikan Positif* dan *Full Mediation*) tidak terbukti di lima negara. Malaysia memberikan hasil signifikan positif dan *partial mediation*. Indonesia memberikan hasil signifikan negatif dan *partial mediation*. Filipina memberikan hasil tidak signifikan tetapi *full mediation*. Sedangkan Kamboja dan Laos memberikan hasil tidak signifikan dan tidak ada mediasi.

Pada dasarnya *Growth opportunity* menggambarkan produktifitas perusahaan dan merupakan suatu tolak ukur oleh pihak internal perusahaan, pemegang saham dan kreditor. Sedangkan biaya penerbitan surat utang lebih murah daripada menerbikan saham, hal tersebut menjadi pertimbangan bagi perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi untuk lebih mengutamakan utang dalam komposisi struktur modal perusahaan. *Growth opportunity* tinggi menggambarkan tingkat produktifitas perusahaan dan merupakan suatu tolak ukur yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan, pemegang saham dan kreditor, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Prasetyo, dkk (2017) dan Hermuningsih (2013). Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Novianto (2016) menyatakan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal

Penelitian ini tidak mendukung hipotesis kesepuluh yang menyatakan “kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal”. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh nilai signifikansi (koefisien) sebesar 0,426, dengan *P-Value* sebesar 0,432 ini menunjukkan H010 tidak terbukti dan Ha10 terbukti sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal. Sedangkan menurut hasil pengujian metode VAF sebesar -3%, yang dapat disimpulkan bahwa tidak ada mediasi diantara kebijakan dividen, struktur modal dan nilai perusahaan. Hasil penelitian pada hipotesis kesepuluh (*Tidak Signifikan dan No Mediation*) terbukti di Kamboja, Malaysia dan Filipina. Sedangkan di Laos memberikan hasil signifikan positif dan *full mediation* dan di Indonesia memberikan hasil signifikan negatif dan tidak ada mediasi.

Hasil penelitian ini mendukung teori-teori kebijakan dividen, nilai perusahaan dan struktur modal. Rasio DPR, DER, DAE, PBV, PER dan Tobin Q merupakan rasio keuangan yang termasuk dalam rasio nilai pasar, yaitu rasio keuangan yang mengidentifikasi tentang apa yang menjadi pertimbangan oleh para investor tentang proyeksi kinerja perusahaan dimasa lalu dan dimasa akan datang. Apabila rasio profitabilitas, aktivitas dan likuiditas perusahaan dalam keadaan baik seluruhnya, maka nilai pasarnya menjadi lebih tinggi, dan harga saham yang tinggi dapat diprediksi oleh para investor. Hasil penelitian ini belum ada penelitian sebelumnya yang mendukung, dikarenakan hal yang diteliti.

KESIMPULAN

Hasil pengujian ke seluruh sampel menghasilkan profitabilitas signifikan positif terhadap struktur modal, begitu juga di Indonesia, Kamboja dan Malaysia, sedangkan Filipina memberikan hasil signifikan negatif dan Laos memberikan hasil tidak signifikan. Hasil pengujian ke seluruh sampel menghasilkan *growth opportunity* signifikan positif terhadap struktur modal, begitu juga di Indonesia dan Malaysia, sedangkan Kamboja, Laos dan Filipina memberikan hasil tidak signifikan. Hasil pengujian ke seluruh sampel menghasilkan kebijakan dividen tidak signifikan terhadap struktur modal, begitu juga di Kamboja, Malaysia dan Filipina, sedangkan Indonesia dan Laos memberikan hasil signifikan negatif.

Hasil pengujian ke seluruh sampel menghasilkan struktur modal signifikan positif terhadap nilai perusahaan, begitu juga di Laos, Malaysia dan Filipina, sedangkan Indonesia memberikan hasil signifikan negatif dan Kamboja memberikan hasil tidak signifikan. Hasil pengujian ke seluruh sampel menghasilkan profitabilitas signifikan positif terhadap nilai perusahaan, begitu juga di Kamboja dan Malaysia, sedangkan Indonesia, Laos dan Filipina memberikan hasil tidak signifikan. Hasil pengujian ke seluruh sampel menghasilkan *growth opportunity* tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, begitu juga di Kamboja, Laos, Malaysia dan Filipina, sedangkan Indonesia memberikan hasil signifikan negatif. Hasil pengujian ke seluruh sampel menghasilkan kebijakan dividen signifikan positif terhadap nilai perusahaan, begitu juga di Malaysia, sedangkan Filipina memberikan hasil signifikan negatif dan Indonesia, Kamboja dan Laos memberikan hasil tidak signifikan.

Hasil pengujian ke seluruh sampel menghasilkan profitabilitas signifikan positif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal dengan mediasi secara *partial*, begitu juga di Malaysia, sedangkan Indonesia dan Filipina memberikan hasil signifikan positif dan *full mediation*, Laos memberikan hasil tidak signifikan tetapi *full mediation* dan Kamboja memberikan hasil tidak signifikan dan tidak ada mediasi. Hasil pengujian ke seluruh sampel menghasilkan *growth opportunity* signifikan positif terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal dengan mediasi secara *full*, hasil ini tidak terbukti di lima negara, Malaysia memberikan hasil

signifikan positif dan *partial mediation*, Indonesia memberikan hasil signifikan negatif dan *partial mediation*, Filipina memberikan hasil tidak signifikan tetapi *full mediation*, sedangkan Kamboja dan Laos memberikan hasil tidak signifikan dan tidak ada mediasi. Hasil pengujian ke seluruh sampel menghasilkan kebijakan dividen tidak signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal dan tidak ada mediasi, begitu juga di Kamboja, Malaysia dan Filipina, sedangkan Laos memberikan hasil signifikan positif dan *full mediation* dan Indonesia memberikan hasil signifikan negatif dan tidak ada mediasi.

SARAN

Berdasarkan hasil penelitian ini peneliti memberikan saran/masukan untuk para peneliti selanjutnya, yaitu sebagai berikut :

1. Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan responden yang lebih bervariatif, karena dalam penelitian ini junior auditor menjadi mayoritas dalam mengisi kuesioner. Apabila senior auditor, manager dan patner yang menjadi mayoritas, maka kemungkinan hasil penelitian akan berbeda dan menjadi lebih baik.
2. Penelitian selanjutnya diharapkan memperluas sampel yang digunakan, karena dalam penelitian ini cakupan sampel hanya terdapat di Jakarta Selatan. Apabila cakupan diperluas, seperti dilakukan dikota-kota besar, maka kemungkinan hasil penelitian akan berbeda dan menjadi lebih baik.
3. Penelitian selanjutnya diharapkan memperluas indikator yang digunakan, karena dalam penelitian ini indikator yang digunakan dibatasi oleh beberapa indikator. Apabila indikator yang belum terukur sebaiknya dikembangkan agar dapat mencakup atribut secara lebih lengkap sehingga hasil penelitian akan berbeda dan menjadi lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Amirya, Mirna dan Atmini, Sari., 2008, Determinan Tingkat Hutang Serta Hubungan Tingkat Hutang Terhadap Nilai Perusahaan: Perspektif Pecking Order Theory, *Jurnal Akuntansi dan keuangan Indonesia*, (VOL 5 No 2, Hal 227-244).
- Apriada, Kadek., 2013, Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Struktur Modal dan Profitabilitas Pada Nilai Perusahaan, *Tesis*, Denpasar : Universitas Udayana.
- Dewi, Inggi Rovita., Handayani, Siti Ragil dan Nuzula, Nila Firdausi., 2014, Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Sektor Pertambangan yang Terdaftar di BEI periode 2009-2012), *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, (VOL 17 No 1, Hal 1-9).
- Dhani, Isabella Permata dan Utama, A.A Gde Satia Utama., 2017, Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Modal, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis Airlangga*, (VOL 2 No1, Hal 135-148.)
- Ernawati, Dewi dan Widyawati, Dini., 2015, Pengaruh Profitabilitas, Leverage dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, (VOL 4 No 4, Hal 1-17).
- Ghazali, Imam dan Latan, Hengky., 2014, *Partial Least Squares Konsep, Metode dan Aplikasi menggunakan WarpPLS 4.0*, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.
- Hadianto, Bram dan Tayana, Christian, 2010, Pengaruh Risiko Sistemik, Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Jenis Perusahaan Terhadap Struktur Modal Emitter Sektor

Pertambangan: Pengujian Hipotesis *Static-Trade Off*, *Jurnal Akuntansi*, (VOL 2 No 1, Hal 15-39).

Hermuningsih, Sri., 2013, Profitability, Growth Opportunity, Capital Structure and The Firm Value, *Bulletin of Monetary, Economics and Banking*, Hal 115-136).

Herawati, Titin., 2013, Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal manajemen*, (VOL 2 No 2, Hal 1-18).

<http://www.idx.co.id/>

<http://www.pse.com.ph/stockMarket/home.html>

<http://csx.com.kh/main.do>

<http://www.lsx.com.la/main.do?lang=en>

<http://www.bursamalaysia.com/market>

Indahningrum, Rizka Putri dan Handayani, Ratih., 2009, Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, (VOL 11 No 3, Hal 189-207).

Kusuma, Ginanjar Indra., Suhadak dan Arifin, Zainul., 2013, Analisis Pengaruh Profitabilitas (Profitability) dan Tingkat Pertumbuhan (Growth) Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan, *Profit Jurnal Administrasi Bisnis*, (VOL 7 No 2, Hal 1-15).

Kusumajaya, Dewa Kadek Oka., 2011, Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia, *Tesis*, Denpasar : Universitas Udayana.

Mai, Muhammad Umar., 2006, Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta, *Ekonomika*, Hal 228- 245).

Mardiyati, Umi., Ahmad, Gatot Nazir dan Putri, Ria., 2012, Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) 2005-2010, *Jurnal Riset manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, (VOL 1, No 1, Hal 1-17).

Meidiawati, Karina., 2016, Pengaruh Size, Growth, Profitabilitas, Struktur Modal, Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, (VOL 5 No 2, Hal 1-16).

Moniaga, Fernandes., 2013, Struktur Modal, Profitabilitas dan Struktur Biaya Terhadap Nilai Perusahaan Industri Keramik, Porcelen dan Kaca Periode 2007-2011, *Jurnal EMBA*, (VOL 1 No 4, Hal 433-442).

Munawaroh, Aisyatul. Dan Priyadi, Maswar Patuh., 2014, Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan dengan Corporate Social Responsibility Sebagai Variabel Moderating, *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, (VOL 3 No 4, Hal 1-17).

Nababan, Donita., 2016, Analisis Pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Saham-saham LQ 45 di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2014), *Jurnal Niaga & Bisnis*. (VOL 2 No 2. Hal 1-14).

Nainggolan, Misco Valensi., 2017, Pengaruh Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis, Cash Holding, Kontrol Kepemilikan dan Non Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Periode 2011-2014). *JOM Fekon*, (VOL 4 No 1. Hal 528-542).

Novianto, Nico Hernando., 2016, Pengaruh Profitabilitas dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Mediating Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Bisnis dan manajemen*, (VOL 52 No 11, Hal 92-114).

Pangulu, Agustina Lastri dan Maski, Ghozali., 2014, Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2013), *Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya*, Hal 1-12).

Pradana, Herdiawan Rudi dan Fachrurrozie, Kiswanto., 2013, Pengaruh Risiko Bisnis, Struktur Aset, Ukuran dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal, *Accounting Analysis Journal*, (VOL 2 No 4, Hal 423-429).

Prasetyo, Fajar Eka. Swandari, Fifi dan Dewi, Dian Masita., 2017, Pengaruh Profitabilitas, Pajak dan Growth Opportunity Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening, *Jurnal Wawasan Manajemen*, (VOL 5 No 1, Hal 51-62).

Prasetyorini, Bhekti Fitri., 2013, Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Price Earning Ratio, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Ilmu Manajemen*, (VOL 1 No 1, Hal 183-196).

Safitri, Hazlina dan Suwitho., 2015, Pengaruh Size, Growth, dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderating Terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, (VOL 4 No 6, Hal 1-15).

Sartono, Agus., 2010, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi* Edisi ke 4, Yogyakarta : BPFE.

Sujoko dan Soebiantoro, Ugy., 2007, Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Growth Opportunity, Likuiditas, Struktur Aset, Risiko Bisnis, Non-Debt Tax Shield, terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Sub-Sektor Barang Konsumsi, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, (VOL 9 No 1 Hal 41-48)

Wongso, Amanda., 2012, Pengaruh Kebijakan Dividen, Struktur Kepemilikan, dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Perspektif Teori Agensi dan Teori Signaling, *Jurnal Ilmiah Mahasiswa manajemen*, ((VOL 1 No 5 Hal 1-6).