

**PENGARUH OWNERSHIP STRUCTURE, CAPITAL
STRUCTURE, PROFITABILITY, CORPORATE GROWTH,
CORPORATE GOVERNANCE, EARNING MANAGEMENT DAN
MARKET RISK TERHADAP CORPORATE VALUE MELALUI
KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEPUTUSAN INVESTASI
DI PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA**

DISERTASI

Diajukan untuk Memenuhi Sebagian Syarat Memperoleh Gelar Doktor dalam
Program Studi Ekonomi Syariah



**UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A**

Oleh:

TAJUS SUBQI
NIM. F53319042

**PASCASARJANA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN AMPEL
SURABAYA**

2022

PERNYATAAN KEASLIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini saya:

Nama : Tajus Subqi

NIM : F53319042

Program : Doktor

Institusi : Pascasarjana UIN Sunan Ampel Surabaya

dengan sungguh-sungguh menyatakan bahwa DISERTASI ini secara keseluruhan adalah hasil penelitian atau karya saya sendiri, kecuali pada bagian-bagian yang dirujuk sumbernya.

Surabaya, 9 Juli 2022

Saya yang menyatakan,



Tajus Subqi

PERSETUJUAN PROMOTOR

Disertasi Berjudul “**Pengaruh Ownership Structure, Capital Structure, Profitability, Corporate Growth, Corporate Governance, Earning Management dan Market Risk terhadap Corporate Value** melalui Kebijakan Dividen dan Keputusan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia”

yang ditulis oleh Tajus Subqi telah disetujui pada
Tanggal 4 Juli 2022.

Oleh:

PROMOTOR



Prof. Dr. H. Nur Syam, M.Si.

PROMOTOR



Dr. Hj. Fatmah, ST., M.M.

PENGESAHAN TIM PENGUJI UJIAN DISERTASI TERTUTUP

Disertasi berjudul “Pengaruh *Ownership Structure, Capital Structure, Profitability, Corporate Growth, Corporate Governance, Earning Management* dan *Market Risk* terhadap *Corporate Value* melalui Kebijakan Dividen dan Keputusan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia” yang ditulis oleh Tajus Subqi ini telah diuji dalam Ujian Disertasi Tertutup pada tanggal 26 Juli 2022.

Tim Penguji :

Prof. H. Masdar Hilmy, S.Ag., M.A., Ph.D. (Ketua/Penguji) : 

Dr. H. Iskandar Ritonga, M.Ag. (Sekretaris/Penguji) : 

Prof. Dr. H. Nur Syam, M.Si. (Promotor/Penguji) : 

Dr. Hj. Fatmah, ST., M.M. (Promotor/Penguji) : 

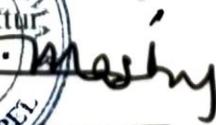
Prof. Dr. H. Babun Suharto, S.E., M.M. (Penguji Utama) : 

Dr. Sirajul Arifin, S.Ag., S.S., M.E.I. (Penguji) : 

Drs. H. Nur Kholis, M.Ed, Admin, Ph.D. (Penguji) : 



Surabaya, 04 Agustus 2022.


Prof. H. Masdar Hilmy, S.Ag., M.A., Ph.D.
NIP. 197103021996031002

PENGESAHAN TIM PENGUJI UJIAN DISERTASI TERBUKA

Disertasi berjudul “Pengaruh *Ownership Structure, Capital Structure, Profitability, Corporate Growth, Corporate Governance, Earning Management* dan *Market Risk* terhadap *Corporate Value* melalui Kebijakan Dividen dan Keputusan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia” yang ditulis oleh Tajus Subqi ini telah diuji dalam Ujian Disertasi Terbuka pada tanggal 12 Agustus 2022.

Tim Penguji :

Prof. H. Masdar Hilmy, S.Ag., M.A., Ph.D. (Ketua/Penguji) :

Dr. H. Iskandar Ritonga, M.Ag. (Sekretaris/Penguji) :

Prof. Dr. H. Nur Syam, M.Si. (Promotor/Penguji) :

Dr. Hj. Fatmah, ST., M.M. (Promotor/Penguji) :

Prof. Dr. H. Babun Suharto, S.E., M.M. (Penguji Utama) :

Dr. Sirajul Arifin, S.Ag., S.S., M.E.I. (Penguji) :

Drs. H. Nur Kholis, M.Ed, Admin, Ph.D. (Penguji) :



Surabaya, 12 Agustus 2022.

Direktur

Prof. H. Masdar Hilmy, S.Ag., M.A., Ph.D.
NIP. 197103021996031002

LEMBAR PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
KARYA ILMIAH UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

Sebagai sivitas akademika UIN Sunan Ampel Surabaya, yang bertanda tangan di bawah ini, saya:

Nama : **TAJUS SUBQI**
NIM : F53319042
Fakultas/Jurusan : PASCA SARJANA S-3/ EKONOMI SYARIAH
E-mail address : tajussubqi5676@yahoo.com

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Perpustakaan UIN Sunan Ampel Surabaya, Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif atas karya ilmiah :

☐ Skripsi ☐ Tesis ☒ Desertasi ☐ Lain-lain (.....)
yang berjudul :

“PENGARUH *OWNERSHIP STRUCTURE, CAPITAL STRUCTURE, PROFITABILITY, CORPORATE GROWTH, CORPORATE GOVERNANCE, EARNING MANAGEMENT* DAN *MARKET RISK* TERHADAP *CORPORATE VALUE* MELALUI KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEPUTUSAN INVESTASI DI PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA.”

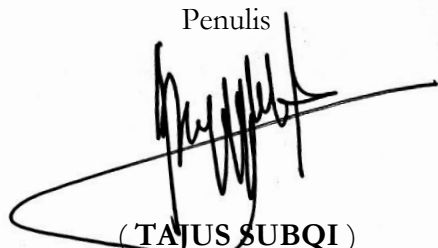
beserta perangkat yang diperlukan (bila ada). Dengan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif ini Perpustakaan UIN Sunan Ampel Surabaya berhak menyimpan, mengalih-media/format-kan, mengelolanya dalam bentuk pangkalan data (database), mendistribusikannya, dan menampilkan/mempublikasikannya di Internet atau media lain secara **fulltext** untuk kepentingan akademis tanpa perlu meminta ijin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan atau penerbit yang bersangkutan.

Saya bersedia untuk menanggung secara pribadi, tanpa melibatkan pihak Perpustakaan UIN Sunan Ampel Surabaya, segala bentuk tuntutan hukum yang timbul atas pelanggaran Hak Cipta dalam karya ilmiah saya ini.

Demikian pernyataan ini yang saya buat dengan sebenarnya.

Surabaya, 25 Desember 2022

Penulis



(TAJUS SUBQI)

ABSTRAK

Tajus Subqi, “Pengaruh *Ownership Structure*, *Capital Structure*, *Profitability*, *Corporate Growth*, *Corporate Governance*, *Earning Management* dan *Market Risk* terhadap *Corporate Value* melalui Kebijakan Dividen dan Keputusan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia”. Promotor: Prof. Dr. H. Nur Syam, M.Si., Ko-Promotor: Dr. Hj. Fatmah, ST., M.M.

Inkonsistensi teori tentang pengaruh langsung dan jaranganya penelitian terkait pengaruh hubungan variabel *ownership structure* (OS), *capital structure* (CS), *profitability* (P), *corporate growth* (CG), *corporate governance* (CGo), *earning management* (EM) dan *market risk* (MR) terhadap variabel *corporate value* (CV) yang dimediasi oleh variabel kebijakan dividen (KD) dan keputusan investasi (KI) di Pasar Modal Syariah Indonesia, memotivasi peneliti untuk melakukan sebuah penelitian. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh OS, CS, P, CG, CGo, EM, dan MR terhadap CV melalui KD dan KI.

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan eksplanatif menggunakan data sekunder yang berasal dari *Annual Report*, *Factbook IDX* dan *ICMD*. Teknik analisis 1) statistik deskriptif dengan metode regresi menggunakan *software* SPSS versi 25 dan 2) *partial least square – structural equation model* (PLS-SEM) menggunakan *software* SmartPLS 3.3.9. Objek penelitian ini merupakan emiten dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Populasi penelitian sebanyak 369 emiten syariah dengan sampel berjumlah 71 sampel, sesuai dengan *purposive sampling method* periode 2015 – 2020.

Hasil uji efek mediasi dalam penelitian ini menunjukkan bahwa: 1) kebijakan dividen dan keputusan investasi tidak berperan penting dalam menentukan perubahan *corporate value* yang disebabkan oleh perubahan *ownership structure* 2) tingginya *corporate value* yang disebabkan oleh tingginya *ownership structure* sangat ditentukan oleh kebijakan dividen dan keputusan investasi 3) kebijakan dividen dan keputusan investasi berperan penting dalam menentukan rendahnya *corporate value* yang disebabkan oleh tingginya *profitability* 4) tingginya *corporate value* yang disebabkan oleh tingginya *corporate growth* merupakan peran penting dari kebijakan dividen. Sedangkan keputusan investasi tidak berperan penting dalam menentukan perubahan *corporate value* yang disebabkan oleh perubahan *corporate growth* 5) rendahnya *corporate value* yang disebabkan oleh tingginya *corporate governance* merupakan peran penting kebijakan dividen dan keputusan investasi 6) kebijakan dividen dan keputusan investasi tidak berperan penting dalam menentukan perubahan *corporate value* yang disebabkan oleh perubahan *earning management* 7) kebijakan dividen dan keputusan investasi tidak berperan penting dalam menentukan perubahan *corporate value* yang disebabkan oleh perubahan *market risk*. Hasil uji efek langsung sesuai dengan rumusan masalah dalam penelitian ini adalah 1) tingginya kebijakan dividen sangat berperan dalam meningkatkan *corporate value* 2) tingginya keputusan investasi sangat berperan dalam meningkatkan *corporate value*.

Kata Kunci: *Ownership Structure*, *Capital Structure*, *Profitability*, *Corporate Growth*, *Corporate Governance*, *Earning Management*, *Market Risk*, *Corporate Value*, Kebijakan Dividen dan Keputusan Investasi.

ABSTRACT

Tajus Subqi, "The Effect of Ownership Structure, Capital Structure, Profitability, Corporate Growth, Corporate Governance, Earning Management and Market Risk on Corporate Value through Dividend Policy and Investment Decisions in the Indonesian Islamic Capital Market". Promoter: Prof. Dr. H. Nur Syam, M.Sc., Co-Promoter: Dr. Hj. Fatmah, ST., M.M.

The inconsistency of theory about the direct effect and the rarity of research related to the relationship between ownership structure (OS), capital structure (CS), profitability (P), corporate growth (CG), corporate governance (CGo), earning management (EM) and market risk (MR) variables on corporate value (CV) variables mediated by dividend policy (DP) variables and investment decisions (ID) in the Indonesian Islamic Capital Market, has motivated researchers to conduct a study. This study aims to examine the effect of OS, CS, P, CG, CGo, EM, and MR on CV through DP and ID.

This study is a quantitative study with an explanatory approach using secondary data from the Annual Report, Factbook IDX and ICMD. The analysis technique is 1) descriptive statistics with regression method using SPSS software version 25 and 2) partial least square - structural equation model (PLS-SEM) using SmartPLS 3.3.9 software. The object of this research is the issuers of the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) which are listed on the Indonesia Stock Exchange. The research population was 369 Islamic issuers with a sample of 71 samples, according to the purposive sampling method for the 2015 – 2020 period.

The results of the mediation effect test found that: 1) dividend policy and investment decisions do not play an important role in determining changes in corporate value caused by changes in ownership structure 2) high corporate value caused by high ownership structure is largely determined by dividend policy and investment decisions 3) dividend policy and investment decisions play an important role in determine the low corporate value caused by high profitability 4) high corporate value caused by high corporate growth is an important role of dividend policy. While investment decisions do not play an important role in determining changes in corporate value caused by changes in corporate growth 5) low corporate value caused by high corporate governance is an important role in dividend policy and investment decisions 6) dividend policy and investment decisions do not play an important role in determining corporate changes value caused by changes in earning management 7) dividend policy and investment decisions do not play an important role in determining changes in corporate value caused by changes in market risk. The results of the direct effect test in accordance with the formulation of the problem in this study are 1) high dividend policy plays a very important role in increasing corporate value 2) high investment decisions play an important role in increasing corporate value.

Keywords: Ownership Structure, Capital Structure, Profitability, Corporate Growth, Corporate Governance, Earning Management, Market Risk, Corporate Value, Dividend Policy and Investment Decisions

المستخلص

تاج السبكي، "تأثير هيكل الملكية، وهيكل رأس المال، والربحية، ونمو الشركات، وحوكمة الشركات، وإدارة الأرباح ومخاطر السوق على قيمة الشركة من خلال سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي الإندونيسي".

المروّج: الأستاذ الدكتور نور الشام الحاج، المروّج المشارك: دكتورة فاطمة الحاجة.

تناقضت النظرية حول التأثير المباشر وندرة البحث المتعلق بالعلاقة بين هيكل الملكية وهيكل رأس المال والربحية ونمو الشركات وحوكمة الشركات وإدارة الأرباح ومتغيرات مخاطر السوق على متغيرات قيمة الشركة بوساطة متغيرات سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي الإندونيسي، حفز الباحثون لإجراء دراسة. هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير هيكل الملكية، وهيكل رأس المال، والربحية، ونمو الشركات، وحوكمة الشركات، وإدارة الأرباح ومخاطر السوق على قيمة الشركة من خلال سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار.

هذه الدراسة عبارة عن دراسة كمية ذات نهج توضيحي باستخدام بيانات ثانوية من التقرير السنوي، وكتاب الحقائق IDX و ICDM. تقنيات التحليل (١) الإحصاء الوصفي باستخدام طريقة الانحدار باستخدام برنامج SPSS الإصدار ٢٥ و ٢ (نموذج المعادلة الهيكلية المربعة الجزئية (PLS-SEM) باستخدام برنامج SmartPLS ٩,٣,٣. الهدف من هذا البحث هو مصدر مؤشر الأسهم الإندونيسي المدرج في بورصة إندونيسيا. بلغ مجتمع البحث ٣٦٩ مُصدرًا إسلاميًا بعينة ٧١ عينة، وفقًا لأسلوب أخذ العينات الهادف للفترة ٢٠١٥ - ٢٠٢٠.

تشير نتائج اختبار تأثير الوساطة في هذه الدراسة إلى أن: (١) سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار لا تلعب دورًا مهمًا في تحديد التغيرات في قيمة الشركة الناتجة عن التغيرات في هيكل الملكية (٢) القيمة العالية للشركة الناتجة عن هيكل الملكية المرتفع إلى حد كبير تحددها سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار (٣) تلعب سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار دورًا مهمًا في تحديد القيمة المنخفضة للشركة الناتجة عن الربحية العالية (٤) القيمة العالية للشركة الناتجة عن النمو المرتفع للشركات دور مهم في سياسة توزيع الأرباح. في حين أن قرارات الاستثمار لا تلعب دورًا مهمًا في تحديد التغيرات في قيمة الشركة الناتجة عن التغيرات في نمو الشركة (٥) انخفاض قيمة الشركة الناتجة عن ارتفاع حوكمة الشركات هو دور مهم في سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار (٦) سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار لا تفعل ذلك تلعب دورًا مهمًا في تحديد قيمة تغيرات الشركة الناتجة عن التغيرات في إدارة الأرباح (٧) سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار لا تلعب دورًا مهمًا في تحديد التغيرات في قيمة الشركة الناتجة عن التغيرات في مخاطر السوق. نتائج اختبار التأثير المباشر وفقًا لصياغة المشكلة في هذه الدراسة هي: (١) تلعب سياسة توزيع الأرباح دورًا مهمًا للغاية في زيادة قيمة الشركة (٢) تلعب قرارات الاستثمار المرتفعة دورًا مهمًا في زيادة قيمة الشركة.

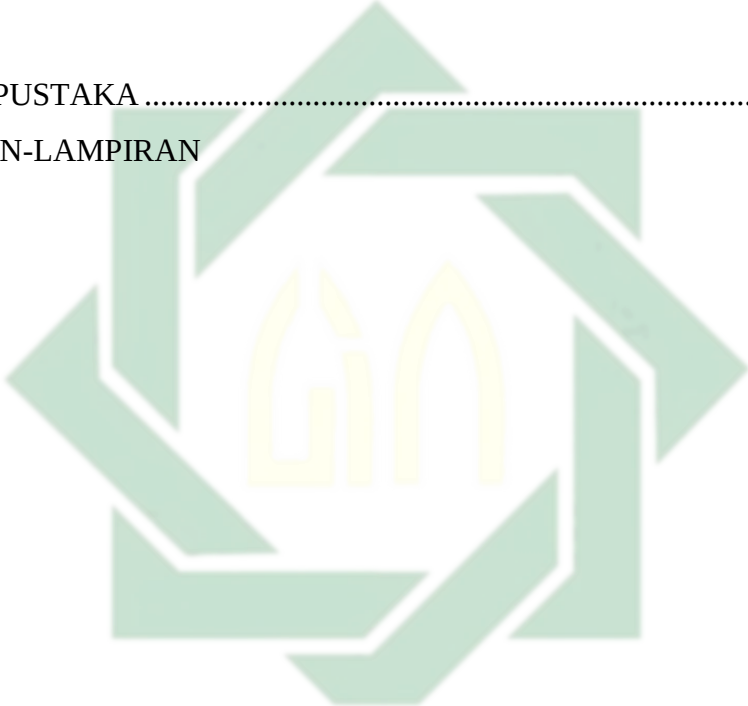
الكلمات المفتاحية: هيكل الملكية، هيكل رأس المال، الربحية، نمو الشركات، حوكمة الشركات، إدارة الأرباح، مخاطر السوق، قيمة الشركة، سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN PRASYARAT	ii
PERNYATAAN KEASLIAN	iii
PERSETUJUAN PROMOTOR.....	iv
PENGESAHAN TIM PENGUJI UJIAN DISERTASI TERTUTUP	v
PENGESAHAN TIM PENGUJI UJIAN DISERTASI TERBUKA	vi
UCAPAN TERIMA KASIH.....	vii
PEDOMAN TRANSLITERASI.....	x
ABSTRAK.....	xi
DAFTAR ISI.....	xiv
DAFTAR TABEL.....	xvii
DAFTAR GAMBAR.....	xix
BAB I PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang.....	• 1
B. Kesenjangan Penelitian (<i>Research Gap</i>)	22
C. Rumusan Masalah.....	25
D. Tujuan Penelitian	26
E. Kegunaan Penelitian	27
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
A. Tinjauan Teoritis.....	30
1. Nilai Perusahaan (<i>Corporate Value</i>).....	30
2. Struktur Kepemilikan (<i>Ownership Structure</i>).....	32
3. Struktur Modal (<i>Capital Structure</i>)	35
4. Profitabilitas (<i>Profitability</i>).....	37
5. Pertumbuhan Perusahaan (<i>Corporate Growth</i>)	40
6. Tata Kelola Perusahaan (<i>Corporate Governance</i>).....	42
7. Manajemen Laba (<i>Earning Management</i>)	46
8. Risiko Pasar (<i>Market Risk</i>)	51

9. Kebijakan Perusahaan	53
10. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)	60
B. Tinjauan Empiris	62
BAB III KERANGKA PEMIKIRAN, KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	
A. Kerangka Pemikiran	103
B. Kerangka Konseptual.....	104
C. Pengajuan Hipotesis.....	111
BAB IV METODOLOGI PENELITIAN	
A. Desain Penelitian	137
B. Lokasi dan Waktu Penelitian.....	137
C. Jenis dan Sumber Data.....	138
D. Populasi dan Sampel.....	138
E. Metode pengumpulan Data.....	143
F. Variabel Penelitian, Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	143
G. Metode Analisis Data	162
1. Analisis Statistik Deskriptif.....	162
2. Analisis Regresi Linier Berganda	162
3. Analisis <i>Partial Least Squares (PLS)</i>	162
4. Uji Efek Mediasi	174
5. Uji Hipotesis	175
BAB V HASIL PENELITIAN	
A. <i>Descriptive Statistics</i> Variabel Penelitian dan Indikator	184
B. Analisis Regresi Linier Berganda	209
C. Analisis <i>Partial Least Squares (PLS)</i>	210
1. Uji Model Pengukuran (<i>Outer Model</i>).....	210
2. Uji Model Struktural (<i>Inner Model</i>)	221
D. Uji Efek Mediasi.....	229
E. Uji Hipotesis	232
BAB VI PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN	
A. Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis.....	264

B. Temuan dan Kebaruan Penelitian	308
C. Kontribusi Penelitian	310
D. Keterbatasan Penelitian	310
BAB VII KESIMPULAN, IMPLIKASI TEORETIS DAN SARAN	
A. Kesimpulan.....	314
B. Implikasi Teoretis	319
C. Saran-saran	322
DAFTAR PUSTAKA	324
LAMPIRAN-LAMPIRAN	



UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1	Posisi Variabel Penelitian, Pengaruh antar Variabel dan Hasil Penelitian Terdahulu	108
Tabel 4.1	Jumlah Populasi dalam Penelitian.....	139
Tabel 4.2	Prosedur Pemilihan Sampel	140
Tabel 4.3	Daftar Emiten Syariah tidak Tereliminasi dari DES dan Membagi Dividen Berkelanjutan Periode 2015-2020.....	141
Tabel 4.4	Variabel Penelitian, Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	158
Tabel 4.5	Parameter Uji Validitas dalam Konstruksi	167
Tabel 4.6	Parameter Uji Reliabilitas dalam Konstruksi	168
Tabel 4.7	Ringkasan Parameter Uji Model Struktural dalam Konstruksi	170
Tabel 5.1	<i>Descriptive Statistics</i> MO	185
Tabel 5.2	<i>Descriptive Statistics</i> PO.....	187
Tabel 5.3	<i>Descriptive Statistics</i> DER.....	188
Tabel 5.4	<i>Descriptive Statistics</i> LTDER.....	189
Tabel 5.5	<i>Descriptive Statistics</i> PMS.....	191
Tabel 5.6	<i>Descriptive Statistics</i> ROE.....	192
Tabel 5.7	<i>Descriptive Statistics</i> EPS.....	193
Tabel 5.8	<i>Descriptive Statistics</i> SG.....	194
Tabel 5.9	<i>Descriptive Statistics</i> PG.....	195
Tabel 5.10	<i>Descriptive Statistics</i> AG.....	196
Tabel 5.11	<i>Descriptive Statistics</i> CG	198
Tabel 5.12	<i>Descriptive Statistics</i> DA	200
Tabel 5.13	<i>Descriptive Statistics</i> BS	202
Tabel 5.14	<i>Descriptive Statistics</i> Tobin's Q	203
Tabel 5.15	<i>Descriptive Statistics</i> DY	205
Tabel 5.16	<i>Descriptive Statistics</i> Dividend Payout Ratio (DPR).....	206
Tabel 5.17	<i>Descriptive Statistics</i> PER	207
Tabel 5.18	<i>Descriptive Statistics</i> PBV	208

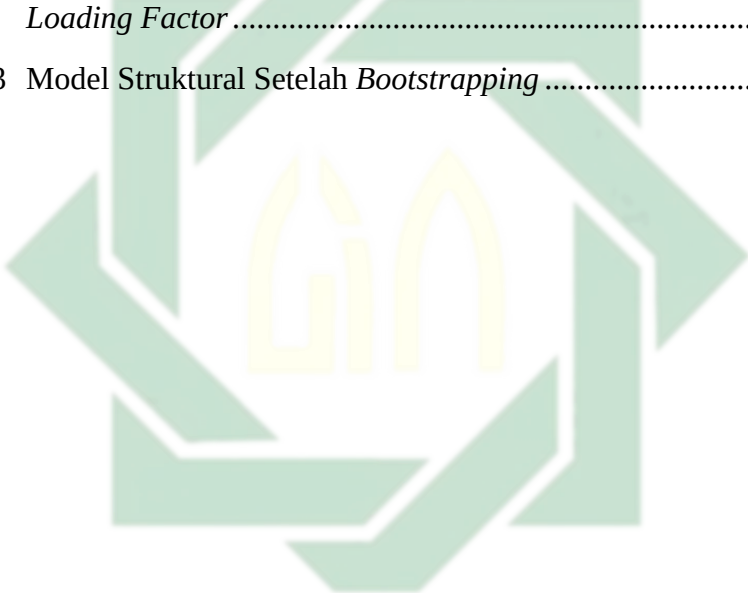
Tabel 5.19 Daftar Nilai <i>Average Variance Extracted (AVE)</i>	217
Tabel 5.20 Akar Kuadrat AVE dan Korelasi Variabel Laten	219
Tabel 5.21 Nilai Cronbach's <i>Alpha</i> dan <i>Composite Reliability</i>	220
Tabel 5.22 Nilai <i>R Square</i>	224
Tabel 5.23 Nilai <i>f-Square</i>	225
Tabel 5.24 Nilai <i>Effect size q²</i>	227
Tabel 5.25 Nilai <i>Path Coefficient</i>	228
Tabel 5.26 Nilai Efek Tidak Langsung Spesifik	230
Tabel 6.01 Perbedaan atau Persamaan Temuan Penelitian ini dengan Penelitian Terdahulu	305



UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1 Skema Kerangka Berpikir.....	103
Gambar 3.2 Jalur Garis Pengaruh Langsung	105
Gambar 3.3 Kerangka Konseptual (Garis Pengaruh Tidak Langsung)	106
Gambar 4.1 Model Struktural	171
Gambar 5.1 Diagram Jalur Awal dengan <i>Loading Factor</i>	212
Gambar 5.2 Diagram Jalur dengan Eliminasi Indikator dan <i>Loading Factor</i>	216
Gambar 5.3 Model Struktural Setelah <i>Bootstrapping</i>	223


 UIN SUNAN AMPEL
 S U R A B A Y A

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Perkembangan pasar modal syariah Indonesia secara umum terus mengalami peningkatan dari awal perkembangannya pada tahun 1997. Hal tersebut salah satunya dapat dilihat dari terus meningkatnya aset pasar modal syariah dari tahun ke tahun. Pada akhir Desember 2020, total aset pasar modal syariah mencapai Rp4.421,15 triliun yang terdiri dari: 1) Saham syariah berjumlah 441, *market share* nilai efek sebesar 48,00% dengan nilai kapitalisasi pasar saham syariah sebesar Rp 3.344,93 triliun; 2) Reksa dana syariah berjumlah 289, *market share* nilai efek sebesar 12,97% dengan nilai aktiva bersih sebesar Rp74,37 triliun; dan 3) Sukuk korporasi berjumlah 162, *market share* nilai efek sebesar 6,93% dengan nilai *outstanding* sebesar Rp 30,35 triliun; 4) Sukuk negara berjumlah 68, *market share* nilai efek sebesar 18,58% dengan nilai *outstanding* sebesar Rp971,50 triliun. Dilihat dari perkembangannya selama enam tahun (2015 – 2020), aset pasar modal syariah meningkat cukup signifikan, yaitu sebesar 51,44% dari nilai aset sebesar Rp2.919,35 triliun pada akhir tahun 2015 menjadi Rp4.421,15 triliun pada akhir tahun 2020.¹

Produk pasar modal syariah yang menjadi fokus penelitian adalah saham syariah. Saham syariah merupakan saham yang memenuhi kriteria

¹“Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia,” accessed July 6, 2022, <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/laporan-perkembangan-keuangan-syariah-indonesia/default.aspx>.

syariah sebagaimana diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 35/ POJK.04/2017 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah (DES)² tanpa tereliminasi dari tahun 2015 hingga tahun 2020.

Secara umum, tujuan utama emiten di pasar modal adalah untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham perusahaan melalui peningkatan *corporate value*. *Corporate value* merupakan pencerminan kekayaan pemegang saham perusahaan melalui hasil keputusan dengan pihak manajemen terkait investasi dan manajemen aktiva untuk memaksimalkan laba dan pertumbuhan perusahaan dalam mempertahankan eksistensinya.³ Eksistensi perusahaan bisa dilihat dari nilai-nilai yang dijalankan oleh suatu perusahaan. *Corporate value* tercermin dari harga saham di pasar modal, sehingga memaksimalkan nilai pemegang saham berarti memaksimalkan harga sahamnya.⁴

Faktor-faktor yang memengaruhi *corporate value* dalam penelitian ini merujuk pada beberapa penelitian sebelumnya antara lain adalah struktur kepemilikan⁵, struktur modal⁶, profitabilitas⁷, pertumbuhan perusahaan⁸, tata

²“Roadmap Pasar Modal Syariah 2020-2024,” accessed July 6, 2022, <https://www.ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/publikasi/Pages/Roadmap-Pasar-Modal-Syariah-2020-2024.aspx>.

³James C. Van Horne and John Martin Wachowicz, *Fundamentals of Financial Management*, 13th ed. (Harlow, England ; New York: Financial Times/Prentice Hall, 2009), 95.

⁴Lawrence J. Gitman and Chad J. Zutter, *Principles of Managerial Finance*, 14th ed., The Pearson series in finance (England: Pearson, 2015), 132, www.pearsonglobaleditions.com.

⁵Abed Al-Nasser Abdallah, “Corporate Governance Practices, Ownership Structure, and Corporate Performance in the GCC Countries” (2017): 18.

⁶Duc Huu Luu, “The Impact of Capital Structure on Firm Value: A Case Study in Vietnam,” *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8, no. 5 (May 30, 2021): 287–292, accessed January 6, 2022, <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO5.0287>. Lihat juga Raras Puspa Dewi, Suhadak, and Siti Ragil Handayani, “The Effects of Capital Structure and Good Corporate Governance on Dividend Policy and Firm Value an Empirical Research at Banks Listed In Indonesia Stock Exchange for The Period Of 2008-2012,” *Profit* 09, no. 02 (September 1, 2015): 51–69, accessed January 15, 2022, <https://profit.ub.ac.id/index.php/profit/article/view/630>.

kelola perusahaan⁹, manajemen laba¹⁰, risiko pasar¹¹, keputusan investasi¹² dan kebijakan dividen.¹³

Faktor yang memberikan pengaruh terhadap *corporate value* dalam penelitian ini diantaranya adalah struktur kepemilikan, karena kepentingan pemegang saham dan manajemen perusahaan umumnya tidak berjalan seirama. Hal ini perlu adanya penyatuan visi dan misi kepentingan untuk

⁷Sutardjo Tui et al., “Determinants of Profitability and Firm Value: Evidence from Indonesian Banks,” *IRA-International Journal of Management & Social Sciences (ISSN 2455-2267)* 7 (May 10, 2017): 84.

⁸Craig Shimasaki, “Company Growth Stages and the Value of Corporate Culture,” in *Biotechnology Entrepreneurship* (Elsevier, 2020), 527–540, accessed January 19, 2021, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780128155851000358>. Lihat juga Muhammad Syahrial, Yuliansyah, and Sudrajat, “The Effect of Company Growth on Firm Value with Debt Policy as Moderation in Service Sector Industries,” *International Journal for Innovation Education and Research* 8, no. 8 (August 1, 2020): 445–453, accessed March 26, 2022, <https://ijer.net/ijer/article/view/2538>.

⁹Taher Alhabsji, Sri Mangesti Rahayu, and Nila Firdausi Nuzula, “The Effect of Corporate Governance on Profitability, Capital Structure and Corporate Value,” *Research Journal of Finance and Accounting* (2019): 13. Lihat juga Rolens E.H. Riwu Manu et al., “The Effect of Corporate Governance on Profitability, Capital Structure and Corporate Value,” *Research Journal of Finance and Accounting* (2019): 13.

¹⁰Asad Abbas and Usman Ayub, “Role of Earnings Management in Determining Firm Value: An Emerging Economy Perspective,” *International Journal of Advanced And Applied Sciences* 6, no. 6 (June 2019): 103–116, accessed January 15, 2022, <http://www.sciencegate.com/IJAAS/2019/V6I6/1021833ijaas201906015.html>. Lihat juga Retno Indah Hernawati et al., “The Effect of Income and Earnings Management on Firm Value: Empirical Evidence from Indonesia,” *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8, no. 4 (April 30, 2021): 105–112, accessed January 18, 2022, <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO4.0105>.

¹¹Frederica Widayarsi, “Analisis Dampak Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dan Risiko pada Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia” (Disertasi, UGM, 2019).

¹²Hais Dama, Meriyana Franssica Dunga, and Firdza Salma Hasiru, “Investment Decision, Market Capitalization, and Company Value,” *International Journal of Advanced Research* 8, no. 12 (December 31, 2020): 696–704, accessed April 2, 2022, <https://www.journalijar.com/article/35399/investment-decision,-market-capitalization,-and-company-value/>. Lihat juga Chalimatuz Sa’diyah, “Relationship Between Profitability, Investment Decisions On Firm Value: A Study Of Listed Banks In Indonesia,” *JBMP (Jurnal Bisnis, Manajemen dan Perbankan)* 7, no. 2 (September 20, 2021): 69–88, accessed April 2, 2022, <https://jbmp.umsida.ac.id/index.php/jbmp/article/view/1469>.

¹³Alfi Syahri and Robiyanto, “The Effect Investment, Funding, and Dividend Policy Toward the Company Value,” *International Journal of Social Science and Business* 4, no. 3 (2020): 372–382, accessed January 16, 2022, <https://ejournal.undiksha.ac.id/index.php/IJSSB/index>. Lihat juga Muhammad Tamrin, H Rahman Mus, and Aryati Arfah, “Effect of Profitability and Dividend Policy on Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Indonesian Manufacturing Sectors,” *IOSR Journal of Business and Management* 19, no. 10, VIII (October 2017): 66–74, accessed January 15, 2022, www.iosrjournals.org.

mencapai tujuan bersama dalam memaksimalkan *corporate value*.¹⁴ Kendala yang dihadapi biasanya terkait dengan masalah *keagenan*, karena kedua belah pihak berupaya untuk mengurangi masalah *keagenan* dalam meningkatkan jumlah hutang jangka panjang.¹⁵ Peningkatan volume hutang jangka panjang dari perspektif teori keagenan adalah untuk mengurangi masalah *keagenan*, yang pada akhirnya untuk memaksimalkan *corporate value*.¹⁶ Jiraporn et al. menyatakan bahwa pengurangan konflik keagenan antar keduanya bisa menjadi salah satu solusi untuk memaksimalkan *corporate value*.¹⁷

Fenomena *corporate value* terkait dengan struktur kepemilikan seperti yang diungkap oleh mantan direktur utama PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) Friderica Widyasari Dewi yang kini menjabat sebagai Direktur Utama PT Danareksa Sekuritas. Dalam temuan penelitiannya menjelaskan bahwa bahwa *corporate value* yang semakin rendah disebabkan karena struktur kepemilikan pada suatu perusahaan yang semakin

¹⁴Seringkali pihak manajemen dan pemegang saham memiliki tujuan yang berseberangan dengan tujuan utama perusahaan, sehingga timbul konflik kepentingan antara agen (manajer) dan principal (pemegang saham) yang disebut dengan agency problems (masalah keagenan) lihat: Eugene F. Brigham and Joel F. Houston, *Fundamentals of Financial Management*, Fifteenth edition. (Australia ; Boston, MA, USA: Cengage, 2019), 73.

¹⁵Sylwia Kruk, "Impact of Capital Structure on Corporate Value—Review of Literature," *Journal of Risk and Financial Management* 14, no. 4 (April 1, 2021): 155, accessed January 6, 2022, <https://www.mdpi.com/1911-8074/14/4/155>.

¹⁶Brigham and Houston, *Fundamentals of Financial Management*, 71. Lihat juga Samuel Antwi, "Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana," *International Journal of Business and Social Science* 3, no. 22 (November 2012): 103–111, accessed July 1, 2022, www.ijbssnet.com.

¹⁷Pornsit Jiraporn et al., "Capital Structure and Corporate Governance Quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS)," *International Review of Economics & Finance* 22, no. 1 (April 2012): 210, accessed November 1, 2020, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1059056011001274>.

terkonsentrasi.¹⁸ Potensi ekspropriasi yang semakin besar oleh pemilik ultimat, yang diukur dengan rasio hak suara pada hak arus kas, terbukti menurunkan *corporate value*. Temuan ini menjadi catatan spesifik untuk kasus pasar modal Indonesia, bahwa sebuah kebijakan yang mengatur soal kepemilikan ini memang diperlukan untuk meningkatkan pertumbuhan Bursa Efek Indonesia.

Penelitian Iswara dan Setyabudi¹⁹ menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berhasil memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap *corporate value*. Sedangkan hasil penelitian Alamsyah dan Muchlas²⁰ menunjukkan bahwa kebijakan dividen berhasil memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap *corporate value*.

Hasil penelitian Rini²¹ menunjukkan bahwa keputusan investasi tidak dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. sedangkan *corporate value* dipengaruhi oleh keputusan investasi, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *corporate value*, dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *corporate value*.

¹⁸Primus Dorimulu, "Disertasi Minimnya Pemodal Lokal Antar Kiki Raih Doktor Dengan Cum Laude," Situs Web Berita, January 26, 2019, accessed February 20, 2022, <https://www.beritasatu.com/ekonomi/534772>.

¹⁹Ulfah Setia Iswara and Teguh Gunawan Setyabudi, "The Influence of Profitability and Structure of Ownership on Company Value With Dividend Policy As An Intervening Variable," *Jurnal Akuntansi Kajian Ilmiah Akuntansi (JAK)* 7, no. 1 (January 29, 2020): 1–8, accessed January 15, 2022, <http://e-jurnal.lppmunsera.org/index.php/Akuntansi/article/view/1400>.

²⁰Agus Rahman Alamsyah and Zainul Muchlas, "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, dan IOS terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur terdaftar di BEI," *Jurnal Ilmiah Bisnis dan Ekonomi Asia* 12, no. 1 (February 1, 2018): 9–16, accessed January 15, 2022, <https://jibeka.stie.asia.ac.id/index.php/jibeka/article/view/5>.

²¹Indah Sulisty Rini, "The Effect of Ownership Structure on Firm Value with Investment Decision as Intervening Variable (Empirical Study of The Listed Companies In Indonesia Stock Exchange Period 2008-2014)," *International Journal of Social and Local Economic Governance* 3, no. 2 (October 2017): 99–110.

Hubungan antara struktur kepemilikan terhadap *corporate value* tidak berhasil dimediasi oleh keputusan investasi.

Faktor berikutnya yang berpengaruh terhadap *corporate value* adalah struktur modal (*capital structure*). Salah satu indikator untuk struktur modal perusahaan adalah rasio hutang, dihitung sebagai total hutang atas total aset.²² Struktur modal dapat menjadi cukup kompleks dan terdiri dari berbagai hutang, ekuitas, atau bahkan keduanya. Struktur modal biasanya dikonfigurasi untuk memaksimalkan laba pemilik ekuitas. Struktur modal yang mencapai pengembalian modal maksimum, dikenal sebagai *optimally capital structure*. Hal ini dapat dicapai dengan menggabungkan modal dari investor dengan profil risiko yang berbeda dan persyaratan pengembalian.²³

Fenomena yang berhubungan dengan struktur modal ini, seperti pada PT Bank Muamalat Indonesia telah menerima injeksi dana dari Badan Pengelola Keuangan Haji sebesar Rp1 triliun. Direktur Utama Bank Muamalat Achmad K. Permana mengatakan bahwa masuknya dana tersebut setelah BPKH melaksanakan haknya sebagai pemegang saham mayoritas dalam proses *rights issue* perseroan yang distribusinya telah dimulai sejak tanggal 29 Desember 2021.²⁴ Keberadaan dana tersebut, selain digunakan untuk memperkuat struktur permodalan, juga dipakai untuk ekspansi bisnis

²²Edward A. Glickman, "Capital Structure," in *An Introduction to Real Estate Finance* (Elsevier, 2014), 281–306, accessed February 20, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780123786265000103>.

²³Hans-Arthur Vogel, "Capital Structure, Capital Cost, and Capital Productivity," in *Foundations of Airport Economics and Finance* (Elsevier, 2019), 105–113, accessed February 20, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B978012810528300007X>.

²⁴Kompas Cyber Media, "BPKH Suntik Modal Rp 1 Triliun ke Bank Muamalat," *KOMPAS.com*, last modified January 1, 2022, accessed July 7, 2022, <https://money.kompas.com/read/2022/01/01/110300026/bpkh-suntik-modal-rp-1-triliun-ke-bank-muamalat>.

perseroan dan diharapkan mampu mendongkrak kinerja perusahaan dan berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value*.

Hasil penelitian terkait dengan struktur modal seperti yang dikemukakan Alamsyah dan Muchlas²⁵ menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen. Selanjutnya Hairudin dan Desmon,²⁶ hasil penelitiannya menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap *corporate value* dan kebijakan dividen. Sedangkan kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap *corporate value*. Dari hasil analisis jalur disimpulkan bahwa kebijakan dividen dapat memediasi hubungan antara struktur modal dan *corporate value*.

Penelitian Puspa Dewi et al.²⁷ juga menunjukkan hal serupa bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Kebijakan dividen berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *corporate value*, dan struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap *corporate value*. Sedangkan hasil penelitian Monica dan Akhmadi²⁸ menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh langsung negatif signifikan terhadap *corporate value* melalui keputusan investasi.

²⁵Alamsyah and Muchlas, "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, dan IOS terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur terdaftar di BEI."

²⁶Hairudin and Desmon, "The Effect of Capital Structure on Firm Value by Using Dividend Policy as an Intervening Variable (Study on Pharmaceutical Sub Sector Companies)," *Diskursus Ilmu Manajemen STIESA* 17, no. 01 (2020): 70–87, accessed January 15, 2022, <https://ojs.stiesa.ac.id/index.php/dimensia>.

²⁷Raras Puspa Dewi, Suhadak Suhadak, and Siti Ragil Handayani, "The Effects of Capital Structure and Good Corporate Governance on Dividend Policy and Firm Value an Empirical Research at Banks Listed in Indonesia Stock Exchange for The Period Of 2008-2012," *Profit* 09, no. 02 (September 1, 2015): 51–69, accessed January 16, 2022, <https://profit.ub.ac.id/index.php/profit/article/view/630>.

²⁸Lara Monica and Uzair Achmadi, "Struktur Modal dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan," *Agregat: Jurnal Ekonomi dan Bisnis* 1, no. 2 (September 2017): 221–230, accessed January 16, 2022, <http://journal.uhamka.ac.id/index.php/agregat>.

Corporate value juga dipengaruhi oleh profitabilitas jika perusahaan mampu meningkatkan labanya yang berakibat terhadap meningkatnya harga saham suatu perusahaan. Dengan kata lain, profitabilitas dapat mencerminkan sejauhmana tingkat *return* yang dihasilkan dari investasi keuangan.²⁹

Fenomena *corporate value* terkait dengan profitabilitas ini bisa dilihat pada PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk, mampu mencatat kinerja yang baik dengan membukukan pertumbuhan yang positif dari sisi pendapatan, EBITDA (Laba sebelum Bunga, Pajak, Depresiasi, dan Amortisasi) serta laba bersih selama tahun 2020. Laba bersih Telkom naik 11,5% menjadi Rp 20,80 triliun di tahun lalu, dibandingkan dengan periode yang sama tahun 2019, Rp 18,66 triliun, sementara pendapatan juga naik 0,7% menjadi Rp 136,46 triliun dari sebelumnya Rp 135,57 triliun. Adapun EBITDA Perseroan tahun 2020 tercatat Rp 72,08 triliun sebesar 11,2% Dengan demikian, pada akhir 2020 jumlah pelanggan IndiHome mencapai 8,02 juta pelanggan atau tumbuh 14,5% jika dibanding akhir 2019.³⁰ Kondisi ini berdampak positif bagi perusahaan di mana IndiHome mencatat kenaikan pendapatan signifikan sebesar 21,2% menjadi Rp22,2 triliun dibanding tahun lalu dan memosisikan diri sebagai internetnya Indonesia dengan pangsa pasar terbesar di Indonesia.

²⁹Suad Husnan, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, 5th ed. (Yogyakarta: Percetakan AMP YKPN, 2015), 57.

³⁰“Tahun 2020, Laba Telkom Naik 11,5% Jadi Rp 20,8 T,” accessed July 7, 2022, <https://www.cnbcindonesia.com/market/20210429193855-17-242007/tahun-2020-laba-telkom-naik-115-jadi-rp-208-t>.

Penelitian Tamrin et al.³¹ menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *corporate value* dengan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*. Selanjutnya hasil penelitian Sutrisno dan Panuntun³² serta Iswara dan Setyabudi³³ menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan dividen, dan berpengaruh signifikan dan positif terhadap *corporate value*.

Hasil penelitian Wijaya dan Sedana³⁴ menunjukkan bahwa keputusan investasi lebih memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap *corporate value*. Profitabilitas secara tidak langsung berpengaruh positif dan signifikan dengan *corporate value*.³⁵ Temuan ini berbeda dari penelitian yang dilakukan oleh Kusuma dan Arifin bahwa profitabilitas secara signifikan tidak berpengaruh terhadap *corporate value*.³⁶

Faktor lain yang turut berpengaruh pada *corporate value* adalah *corporate growth*, dimana pertumbuhan perusahaan ini dapat mengukur suatu perusahaan dilihat dari kemampuan memosisikan dirinya dalam sistem

³¹Muhammad Tamrin, H Rahman Mus, and Aryati Arfah, "Effect of Profitability and Dividend Policy on Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Indonesian Manufacturing Sectors," *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)* 19, no. 10, VIII (October 2017): 9, accessed January 15, 2022, www.iosrjournals.org.

³²Sutrisno and Bagus Panuntun, "Profitability and Liquidity on Corporate Value through Dividend Policy as Intervening Variabel: Empirical Study on Islamic Capital Market," *Buletin Studi Ekonomi* 25, no. 2 (August 31, 2020): 249–264, accessed January 15, 2022, <https://ojs.unud.ac.id/index.php/bse/article/view/61908>.

³³Iswara and Setyabudi, "The Influence of Profitability and Structure of Ownership on Company Value with Dividend Policy As an Intervening Variable," 3.

³⁴Bayu Irfandi Wijaya and I.B. Panji Sedana, "Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen dan Kesempatan Investasi sebagai Variabel Mediasi)," *E-Jurnal Manajemen Unud* 4, no. 12 (2015): 4477–4500.

³⁵Odongo Kodongo, Thabang Mokoaleli-Mokoteli, and Leonard K. Maina, "Capital Structure, Profitability and Firm Value: Panel Evidence of Listed Firms in Kenya," *SSRN Electronic Journal* (2014), accessed November 2, 2020, <http://www.ssrn.com/abstract=2465422>.

³⁶Imtizal Jauhara Kusuma and Dian Anita Nuswantara, "The Effect of Good Corporate Governance on Firm Value," *Journal of Economics, Business, and Government Challenges* 4, no. 1 (2021): 1–8.

ekonomi global atau pada industri yang sama. Dari sisi investor, *corporate growth* merupakan sinyal yang memberikan keuntungan dan peluang berinvestasi, jika sinyalnya positif maka akan berdampak pada peningkatan *corporate value* di masa depan.³⁷

Fenomena yang berhubungan dengan *corporate growth* dapat ditelaah pada Bank Central Asia (BCA). Kapitalisasi pasar (*market cap*) saham BBCA pada perdagangan Rabu, 13 Oktober 2021 tembus Rp 918 triliun, setara US\$ 66 miliar. Dengan angka itu, BBCA makin mengukuhkan diri sebagai emiten penyandang *Market cap* terbesar di Bursa Efek Indonesia (BEI), jauh meninggalkan emiten-emiten lainnya. Di bursa domestik, saham BBCA juga menjadi jawara di Asia Tenggara. *market cap* BBCA menyalip bank terbesar Singapura, DBS, yang mencapai US\$ 57 miliar, setara Rp 815 triliun. *Market cap* BBCA menggapai level tertinggi (*all time high*) atau sejak bank tersebut melantai di BEI pada 31 Mei 2000. *Market cap* BBCA bahkan sempat menyentuh Rp 1.017 triliun. Dengan menyalip *Market cap* DBS Singapura, BCA membuktikan bahwa bank-bank di Indonesia, khususnya bank lokal, tidak perlu minder (*inferior*) menghadapi bank-bank dari negara lain, termasuk bank asal Singapura, salah satu negara yang menjadi episentrum keuangan global.³⁸

Filosofi menanam pohon akan menjadikan BCA terus tumbuh, berakar, berkembang, dan berbuah. Berkat pencapaian-pencapaiannya yang

³⁷Jacelly Céspedes, Maximiliano González, and Carlos A. Molina, "Ownership and Capital Structure in Latin America," *Journal of Business Research* 63, no. 3 (March 2010): 248–254, accessed November 28, 2020, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S014829630900068X>.

³⁸"Fenomena BCA," *investor.id*, last modified October 14, 2021, accessed July 7, 2022, <https://investor.id/editorial/266980/fenomena-bca>.

fenomenal, BCA bahkan telah mengubur masa lalunya sebagai bank yang pernah terpuruk dan terselamatkan oleh Bantuan Likuiditas Bank Indonesia (BLBI) pada era krisis moneter 1997-1998.

Hasil penelitian Cyril dan Odinaka terkait *corporate growth*, menyatakan bahwa *corporate growth* berpengaruh terhadap *corporate value*.³⁹ Temuan ini berlawanan dengan Abor yang menyatakan bahwa *corporate growth* tidak berpengaruh pada *corporate value*.⁴⁰ Sedangkan hasil penelitian Oktaviani menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap *corporate value*.

Khan et al.⁴¹ dan Subramaniam et al.⁴² dalam temuan penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan perusahaan, namun berkorelasi sebaliknya untuk CEO dengan dual kepemilikan perusahaan. Selanjutnya hasil penelitian Kusumawati dan Yulia⁴³ menunjukkan bahwa secara parsial likuiditas dan *growth opportunity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan investasi.

³⁹Ubesie Madubuko Cyril and Okeke Hyginus Odinaka, "Effect of Corporate Growth Indicators on Company's Value in the Nigerian Manufacturing Sector," *Journal of Theoretical & Applied Statistics* 3, no. 2 (2013): 34.

⁴⁰Yuanita Missy, "Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)" (Disertasi, STIESIA, 2016).

⁴¹Zeeshan Khan et al., "Impact of Growth Opportunities on Dividend Policy: Evidence on the Role of CEO Duality in the Emerging Economy of Pakistan," *International Journal of Innovation* 11, no. 12 (2020): 783–794, www.ijcc.net.

⁴²Ravichandran K. Subramaniam, Mohammed Shaiban, and Susela Devi Suppiah, "Growth Opportunities and Dividend Policy: Some Evidence on the Role of Ethnicity in an Emerging Economy," *Corporate Ownership and Control* 12, no. 1 (2014): 126–138, accessed January 15, 2022, <http://www.virtusinterpress.org>.

⁴³Yulia Tri Kusumawati, "The Effect of Financial Performance and Growth Opportunity on Investment Decisions in Food and Beverage Companies in Indonesia Stock Exchange," *Jurnal Ekonomi dan Manajemen* 14, no. 1 (January 29, 2020): 144–157, accessed January 15, 2022, <https://journals.umkt.ac.id/index.php/JEM/article/view/253>.

Hasil penelitian Dang et al.⁴⁴ dan Hung et al.⁴⁵ menemukan bahwa kebijakan dividen memiliki dampak yang signifikan terhadap *corporate value* dari perusahaan yang mengimplementasikan kebijakan pembayaran dividen yang lebih tinggi dan sebaliknya.

Faktor lain yang diduga memengaruhi *corporate value* adalah tata kelola perusahaan (*corporate governance*). *Corporate governance* adalah mekanisme pemantauan yang bertujuan untuk meningkatkan *corporate value* perusahaan.⁴⁶ Menurut Crowther dan Seifi,⁴⁷ penerapan *good corporate governance* merupakan salah satu pertimbangan bagi investor dalam membuat keputusan investasinya. Sebagian besar investor bersedia membayar tarif yang lebih tinggi untuk perusahaan yang mengimplementasikan *good corporate governance*. Karena itu, perusahaan tidak dapat mengabaikan tekanan dari pemegang saham, calon investor dan pelaku pasar lainnya sehubungan dengan penerapan tata kelola perusahaan. Kondisi sebenarnya bisa mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas akan memengaruhi nilai saham di Bursa Efek.

Fenomena tata kelola perusahaan bisa dicermati pada PT AXA Mandiri Financial Services (AXA Mandiri) berupaya mempertahankan tata kelola perusahaan yang baik atau *good corporate governance (GCG)* untuk

⁴⁴Hung Ngoc Dang et al., "Impact of Dividend Policy on Corporate Value: Experiment in Vietnam," *International Journal of Finance & Economics* 26, no. 4 (October 2021): 5815–5825, accessed January 15, 2022, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/ijfe.2095>.

⁴⁵Dang Hung et al., "Impact of Dividend Policy on Corporate Value: Experiment in Vietnam," *International Journal of Finance & Economics* 26, no. 4 (August 21, 2020): 4857–4861.

⁴⁶Lawrence J. Gitman and Chad J. Zutter, *Principles of Managerial Finance*, 13th ed., global ed. (Boston: Pearson, 2012), 319–340.

⁴⁷David Crowther and Shahla Seifi, *Corporate Governance and International Business* (Ventus Publishing ApS, 2011), accessed November 29, 2020, <https://bookboon.com/en/corporate-governance-and-international-business-ebook>.

menjaga kepercayaan nasabah dan fokus jangka panjang. GCG tidak hanya akan membantu membentuk citra perusahaan yang bersih dan sehat, tetapi juga akan membangun dan memperkuat kinerja perusahaan lebih optimal, bahkan ketika menghadapi situasi yang penuh ketidakpastian di tengah pandemi Covid-19, sehingga dapat bertahan dalam jangka waktu panjang.

Rudy Kamdani, Direktur Kepatuhan AXA Mandiri menjelaskan bahwa kinerja perusahaan yang maksimal akan tercapai melalui tata kelola perusahaan yang baik. Hal ini yang mendorong AXA Mandiri untuk mengembangkan dan melaksanakan prinsip-prinsip GCG pada seluruh tingkat operasional. Penerapan GCG yang dilakukan oleh AXA Mandiri mengacu pada lima prinsip umum, yang diatur dalam Peraturan OJK tentang tata kelola perusahaan yang baik bagi perusahaan perasuransian antara lain keterbukaan, akuntabilitas, tanggung jawab, kemandirian, kesetaraan dan kewajaran.⁴⁸

Penelitian Brown dan Caylor,⁴⁹ mendapatkan hubungan positif antara tata kelola perusahaan dengan *corporate value*. Sebaliknya, temuan Vintila

⁴⁸“Jaga Kepercayaan Nasabah, INI yang Dilakukan AXA Mandiri - Finansial Bisnis.Com,” accessed July 7, 2022, <https://finansial.bisnis.com/read/20210906/215/1438713/jaga-kepercayaan-nasabah-ini-yang-dilakukan-axa-mandiri>.

⁴⁹Lawrence D. Brown and Marcus L. Caylor, “Corporate Governance and Firm Valuation,” *Journal of Accounting and Public Policy* 25, no. 4 (July 2006): 25, accessed November 29, 2020, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0278425406000482>. Lihat juga Balasubramanian, Bernard S. Black, and Vikramaditya Khanna, “The Relation between Firm-Level Corporate Governance and Market Value: A Case Study of India,” *Emerging Markets Review* 11, no. 4 (December 2010): 319–340, accessed November 30, 2020, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1566014110000270>. Lihat juga Manuel Ammann, David Oesch, and Markus M. Schmid, “Corporate Governance and Firm Value: International Evidence,” *Journal of Empirical Finance* 18, no. 1 (January 2011): 36–55, accessed November 17, 2020, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0927539810000757>. Lihat juga Ferdinand Siagian, Sylvia V. Siregar, and Yan Rahadian, “Corporate Governance, Reporting Quality, and Firm Value: Evidence from Indonesia,” *Journal of Accounting in Emerging Economies* 3, no. 1

dan Gherghina,⁵⁰ mengungkapkan hubungan negatif antara tata kelola perusahaan dengan *corporate value*. Hasil penelitian Ratnawardhani⁵¹ menunjukkan bahwa kebijakan dividen memediasi dampak *corporate governance* terhadap *corporate value*. Hal ini terbukti bahwa *corporate governance* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *corporate value*. *Corporate governance* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, dan kebijakan dividen berdampak positif terhadap *corporate value*. Sedangkan penelitian Rosida dan Sundari⁵² menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh *good corporate governance* terhadap *corporate value*.

Penelitian Kartika⁵³ dan Sutrisno⁵⁴ dalam temuannya menunjukkan bahwa *good corporate governance* berpengaruh positif terhadap *corporate value*. Selanjutnya hasil penelitian Bimo et al.⁵⁵ serta Marughu dan Nwaobia⁵⁶

(February 22, 2013): 4–20, accessed November 30, 2020, <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/20440831311287673/full/html>.

⁵⁰Georgeta Vintila and Stefan Cristian Gherghina, “An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Governance Ratings and Listed Companies’ Performance,” *International Journal of Business and Management* 7, no. 22 (October 22, 2012): p46, accessed December 1, 2020, <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/view/19653>.

⁵¹Eki Andhika Ratnawardhani, “Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening atas Pengaruh Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan,” *Jurnal Akuntansi Aktual* 4, no. 2 (2017): 134–141, accessed January 15, 2022, <http://journal.um.ac.id/index.php/jaa>.

⁵²Fatimah Nur Rosida and Siti Sundari, “Pengaruh Good Corporate Governance dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen” 1, no. 1 (2021): 10.

⁵³Indri Kartika, “Corporate Governance, Corporate Social Responsibility and Firm Value: Evidence from Indonesia,” *International Journal of Business Economics (IJBE)* 3, no. 1 (February 25, 2021): 64–80, accessed January 15, 2022, <http://jurnal.umsu.ac.id/index.php/ijbe/article/view/7912>.

⁵⁴Sutrisno Sutrisno, “Corporate Governance, Profitability, And Firm Value Study On The Indonesian Sharia Stock Index,” *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam (Journal of Islamic Economics and Business)* 6, no. 2 (December 11, 2020): 292–303, accessed January 15, 2022, <https://e-journal.unair.ac.id/JEBIS/article/view/23231>.

⁵⁵Irenius Dwinanto Bimo, Engelbertha Evrantine Silalahi, and Ni Luh Gde Lydia Kusumadewi, “Corporate Governance and Investment Efficiency in Indonesia: The Moderating Role of Industry Competition,” *Journal of Financial Reporting and Accounting* ahead-of-print, no. ahead-of-print (January 1, 2021), accessed January 7, 2022, <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2020-0351>.

mengungkapkan bahwa tata kelola perusahaan dapat meningkatkan keputusan investasi yang efisien. Sedangkan keputusan investasi menurut Hasanuddin⁵⁷ tidak berpengaruh terhadap *corporate value*.

Faktor yang turut andil dalam memengaruhi *corporate value* adalah manajemen laba (*earning management*). Maksimasi *corporate value* bisa dilakukan dengan meminimalisir adanya *asymmetric information*. Manajer lebih banyak mengetahui informasi terkait operasi dan prospek perusahaan dari pada investor di masa mendatang. Sehingga sudah menjadi tugas seorang manajer untuk mengoptimalkan struktur modal dan melakukan pengelolaan laba perusahaan agar lebih bisa memperbaiki kinerja perusahaannya.⁵⁸

Praktik manajemen laba dalam laporan informasi keuangan yang mencerminkan keadaan yang tidak sebenarnya, menyebabkan pihak pengguna seperti investor, bias dalam pengambilan keputusan terkait penilaian dalam ekspektasi keuntungan.⁵⁹

Fenomena manajemen laba bisa dicermati pada PT Aneka Tambang Tbk (ANTM) sepanjang semester pertama tahun 2021 mencatatkan laba bersih senilai Rp1,16 triliun. Kinerja ini meroket dibanding dengan capaian perusahaan di periode yang sama tahun sebelumnya yang merugi Rp159,40 miliar. Berdasarkan laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan, laba

⁵⁶Ha Viet Nguyen, Hung Ngoc Dang, and Hung Hoang DAU, "Influence of Corporate Governance on Dividend Policy in Vietnam," *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8, no. 2 (February 28, 2021): 893–902, accessed January 15, 2022, <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO2.0893>.

⁵⁷Rusdiah Hasanuddin, "The Influence of Investment Decisions, Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value," *Jurnal Economic Resources* 4, no. 1 (Agustus 2021): 39–48.

⁵⁸Brigham and Houston, *Fundamentals of Financial Management*, 585.

⁵⁹Husnan, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, 105.

bersih per saham juga meningkat menjadi Rp48,29 dibanding sebelumnya yang rugi per saham senilai Rp6,63. Pada periode tersebut, tercatat nilai aset ANTAM menjadi sebesar Rp32,29 triliun, naik tipis dari posisi akhir Desember 2020 yang senilai Rp31,72 triliun. Aset lancar tercatat mencapai Rp9,90 triliun dan aset tak lancar sebesar Rp22,38 triliun.⁶⁰

Hasil penelitian Ginting⁶¹ terkait manajemen laba menunjukkan bahwa manajemen laba berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value* dan variabel kebijakan dividen mampu memediasi keduanya. Temuan Julio et al.⁶² menunjukkan bahwa manajemen laba menunjukkan hubungan cekung dengan sensitivitas investasi terhadap peluang investasi yang diukur dengan Tobin's Q. Hubungan cekung menunjukkan bahwa dampak marjinal manajemen laba pada efisiensi investasi yang menurun dengan adanya manajemen laba. Sedangkan Rahmawati et al.⁶³ mengemukakan dalam hasil penelitiannya bahwa manajemen laba tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi. Selanjutnya temuan penelitian Hasanuddin⁶⁴ menunjukkan bahwa

⁶⁰“Luar Biasa! Dari Rugi, Aneka Tambang Bisa Cetak Laba Rp 1,2 T,” accessed July 7, 2022, <https://www.cnbcindonesia.com/market/20210928090504-17-279649/luar-biasa-dari-rugi-aneka-tambang-bisa-cetak-laba-rp-12-t>.

⁶¹Remila Aprilia Ginting, “The Effect of Capital Structure, Earning Management, Profitability, Free Cash Flow And Environment Cost On Firm Value With Dividend Policy As Moderating Variables in Pharmaceutical Sub Sector Companies Listed on The 2007-2019 Indonesia Stock Exchange Period,” *Jurnal Sains Sosio Humaniora* 5, no. 2 (2021): 15.

⁶²Brandon Julio and Youngsuk Yook, “Earnings Management and Corporate Investment Decisions,” *Finance and Economics Discussion Series* 2016, no. 086, 2016-086 (November 2016): 1–34, accessed January 15, 2022, <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/earnings-management-and-corporate-investment-decisions.htm>.

⁶³S. Rahmawati, Sri Wahyu Agustiningsih, and Erna Setiany, “The Effect of Earnings Management with Special Item to Investment Decision: Empirical Study at Manufacture Firm Listed in Indonesia Stock Exchange 2008-2010,” *International Journal of Monetary Economics and Finance* 8, no. 2 (2015): 111–125, accessed January 15, 2022, <http://www.inderscience.com/link.php?id=70777>.

⁶⁴Hasanuddin, “The Influence of Investment Decisions, Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value.” 45.

keputusan investasi yang diproksi dengan *capital expenditure to book value assets* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *corporate value*.

Faktor lain yang juga memengaruhi *corporate value* dalam penelitian ini adalah risiko pasar (*market risk/systematic risk*). Pertimbangan dari ekspektasi keuntungan oleh beberapa pihak yang berkepentingan tidak lepas dari *return actual* yang diperoleh. Dari sinilah timbulnya *market risk* akibat dari penyimpangan *expected return* dengan *actual returnnya*, sehingga *market risk* diduga berdampak pada *corporate value*.⁶⁵

Fenomena risiko pasar (*market risk*) dalam hal ini diproksi sebagai risiko sistematis, bisa ditelisik pada LippoBank. Krisis moneter 1998 menyebabkan runtuhnya beberapa raksasa perbankan di Indonesia seperti BCA, BII, Bank Danamon, BDNI, dan Bank Bali. Diantara delapan besar bank swasta Indonesia, lima bank sudah diambil alih Bank Indonesia yang masih bertahan adalah LippoBank, PaninBank, dan Bank Bali. LippoBank adalah satu-satunya bank yang tidak mengambil bantuan BLBI berkat pengalaman pahit serangan *rush* di tahun 1995 dan kebijakan "Perampangan LippoBank" untuk meningkatkan daya tahan dan mengantisipasi serangan yang tak terduga. Akibat devaluasi dan bunga kredit yang tinggi, banyak perusahaan berjatuh dan menimbulkan kredit macet. Ini merupakan pukulan telak bagi setiap bank termasuk LippoBank. Terdapat dua opsi penyelesaian masalah yang dilontarkan Mochtar Riadi selaku bos Lippo

⁶⁵Mouna Aloui, Bassem Salhi, and Anis Jarboui, "Market Risk, Corporate Governance, and the Regulation during the Recent Financial Crisis: The French Context," *International Journal of Managerial Finance* 15, no. 5 (April 17, 2019): 700–718, accessed January 15, 2022, <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJMF-06-2018-0177/full/html>.

Group. Melepas semua saham dan menyerahkan LippoBank kepada Bank Indonesia atau berusaha menginjeksi modal kerja. akhirnya diputuskan untuk menambah modal kerja dengan menjual 70 persen saham Lippo Life kepada Perusahaan Asuransi Jiwa AIG, Amerika Serikat, untuk menyelamatkan 70 persen saham Lippo Life, menebus barang jaminan berupa harta tidak bergerak. Secara tidak langsung, ini merupakan titik awal perusahaan Lippo Group dari bisnis keuangan ke bisnis properti. Sehingga dari upaya tersebut dapat menggerakkan kinerja perusahaan kembali yang sekaligus berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value* LippoBank dan Lippo Group secara umum.⁶⁶

Market risk (Systematic Risk/beta) sesuai temuan Nugroho dan Halik tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas dan *corporate value*.⁶⁷ Hasil penelitian Wibowo⁶⁸ menunjukkan bahwa risiko sistematis merupakan faktor utama yang secara langsung memengaruhi *corporate value* atau secara tidak langsung melalui kinerja perusahaan dan struktur modal. Sedangkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Sudiyatno⁶⁹ menunjukkan bahwa

⁶⁶Rani Hardjanti, "Flash Back Krismon 1998, Kesaksian Mochtar Riady Rush hingga Pinjaman IMF," Situs Web Berita, September 27, 2020, accessed February 21, 2022, <https://economy.okezone.com/read/2020/09/27/320/2284499>.

⁶⁷Mulyanto Nugroho and Abdul Halik, "The Effect of Growth and Systematic Risk on the Firm's Value: Profitability as a Mediating Variable," *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura* 23, no. 3 (March 31, 2021): 466–476, accessed January 15, 2022, <https://journal.perbanas.ac.id/index.php/jebav/article/view/2468>.

⁶⁸Agung Wibowo, "How Does Company Performance, Systematic Risk and Capital Structure Affect The Corporate Value: Empirical Study on the Indonesian Capital Market," *International Journal of Economics and Management Studies* 8, no. 10 (October 2021): 45–50.

⁶⁹Bambang Sudiyatno, "Peran Kinerja Perusahaan dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, dan Kebijakan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan" (Disertasi, UNDIP, 2010).

systematic risk berdampak pada kinerja perusahaan, dan kurang berpengaruh pada *corporate value*.

Faktor-faktor lain yang juga memengaruhi *corporate value* adalah kebijakan perusahaan. Kebijakan perusahaan ini menurut Mansoor, Suci dan Khalifa diklasifikasikan menjadi tiga kebijakan perusahaan yaitu: kebijakan dividen, keputusan investasi dan kebijakan pendanaan.⁷⁰ Dalam penelitian ini peneliti akan memasukkan variabel kebijakan dividen dan keputusan investasi sebagai variabel intervening terhadap *corporate value*. Peneliti tidak memasukkan kebijakan pendanaan karena pada variabel penjelas dalam penelitian ini sudah terdapat struktur modal yang indikator-indikatornya sudah mewakili indikator kebijakan pendanaan pada penelitian ini.

Secara parsial keputusan investasi perusahaan berpengaruh terhadap *corporate value*, sebagaimana penelitian yang dilakukan oleh Monica dan Achmadi⁷¹ dan Nurlela et al.⁷² Kebijakan dividen juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap *corporate value* seperti temuan penelitian yang dilakukan oleh Anwer et al.⁷³, Hairudin dan Desmon⁷⁴ serta Naveed.⁷⁵

⁷⁰Walid Mansour, Karima Suci, and Saida Khalifa, "How Do Financing Conditions Impact Firm Behavior? Evidence from the Gulf Zone," *Emerging Markets Finance and Trade* 53, no. 4 (April 3, 2017): 952–967, accessed July 1, 2021, <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/1540496X.2016.1248555>.

⁷¹Monica and Achmadi, "Struktur Modal dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan."

⁷²Nurlela et al., "The Influence Of Investment Decisions And Financing Decisions On Firm Value With Profitability As Intervening Variables(Empirical Study On Companies Listed In Indonesian Sharia Stock Index)," *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding* 6, no. 2 (May 16, 2019): 447, accessed January 15, 2022, <https://ijmmu.com/index.php/ijmmu/article/view/758>.

⁷³Zaheer Anwer et al., "Dividend Payout Policy of Shariah Compliant Firms: Evidence from United States," *Pacific-Basin Finance Journal* 69 (October 2021): 11, accessed January 4, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0927538X20300639>.

⁷⁴Hairudin and Desmon, "The Effect of Capital Structure on Firm Value by Using Dividend Policy as an Intervening Variable (Study on Pharmaceutical Sub Sector Companies)."

Salah satu yang membedakan penelitian ini dengan sebelumnya yang didominasi dengan pengujian sampel emiten konvensional pada skala topik penelitian serupa adalah dengan fokus pada saham-saham sesuai prinsip-prinsip syariah. Prinsip-prinsip syariah tersebut tidak lepas dari landasan dasar diperbolehkannya berinvestasi seperti dalam media saham sebagai berikut:

1. Landasan berinvestasi dalam perspektif Islam terdapat pada beberapa surat dan ayat antara lain:

- a. QS. Al-Baqarah (2) ayat 261,

مَثَلُ الَّذِينَ يُنْفِقُونَ أَمْوَالَهُمْ فِي سَبِيلِ اللَّهِ كَمَثَلِ حَبَّةٍ أَنْبَتَتْ سَبْعَ سَنَابِلٍ فِي كُلِّ سُنْبُلَةٍ مِائَةُ حَبَّةٍ ۗ وَاللَّهُ يُضَاعِفُ لِمَنْ يَشَاءُ ۗ وَاللَّهُ وَاسِعٌ عَلِيمٌ ۚ ٢٦١

“Perumpamaan orang-orang yang menginfakkan hartanya di jalan Allah adalah seperti (orang-orang yang menabur) sebutir biji (benih) yang menumbuhkan tujuh tangkai, pada setiap tangkai ada seratus biji. Allah melipatgandakan (pahala) bagi siapa yang Dia kehendaki. Allah Mahaluas lagi Maha Mengetahui”.⁷⁶

2. Investasi Syariah dalam Hadits Rasulullah

- a. Hadits Riwayat Al-Khamsah, dan disahkan oleh Al-Tirmidzi, Ibn Khuzaymah dan Al-Hakim.

وَعَنْ عَمْرِو بْنِ شُعَيْبٍ، عَنْ أَبِيهِ، عَنْ جَدِّهِ قَالَ: قَالَ رَسُولُ اللَّهِ - صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ: «لَا يَجِلُّ سَلَفٌ وَيَبِغُ وَلَا شَرْطَانٌ فِي بَيْعٍ، وَلَا رِبْحٌ مَا لَمْ يُضْمَنْ، وَلَا بَيْعٌ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ». رَوَاهُ الْحَمْسَةُ، وَصَحَّحَهُ التِّرْمِذِيُّ، وَابْنُ حُرَيْمَةَ، وَالْحَاكِمُ.⁷⁷

⁷⁵Farrukh Naveed, “Institutional Shareholding and the Dividend Payout Policy of Islamic Mutual Funds: Evidence from International Islamic Funds Industry,” *Borsa Istanbul Review* 21, no. 2 (June 2021): 125–132, accessed December 30, 2021, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S221484502030051X>.

⁷⁶al-Qur‘an, 2:61.

⁷⁷Al-Hafidz Ibnu Hajar al-Asqalani, *Bulughu Al-Maram Min Adillati al-Ahkam* (Bayrut: Dar Ahya al-Ulum, 1991).

“Amr bin Syuaib, dari ayahnya, dari kakeknya berkata: Rasulullah – SAW bersabda: "Tidaklah halal transaksi utang-piutang yang dicampur dengan transaksi jual beli, tidak boleh ada dua syarat dalam satu transaksi jual beli, tidaklah halal keuntungan yang didapatkan tanpa adanya tanggung jawab untuk menanggung kerugian, dan engkau tidak boleh menjual barang yang bukan milikmu."

Perbedaan yang mendasar dari investasi saham konvensional dengan saham syariah terletak pada beberapa kriteria. Pertama, kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Kedua, rasio hutang berbasis bunga berbanding total ekuitas tidak lebih dari 45%. Ketiga, rasio total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya berbanding dengan total pendapatan usaha dan lainnya tidak lebih dari 10%.⁷⁸

Dari latar belakang di atas, ketidakkonsistenan temuan penelitian dan jarangya penelitian yang fokus dalam menganalisis beberapa variabel yang diduga berpengaruh terhadap variabel *corporate value* melalui kebijakan dividen dan investasi, merupakan salah satu dorongan untuk melakukan riset lebih mendalam di Pasar Modal Syariah Indonesia, menggunakan metode kuantitatif PLS-SEM dengan analisis data menggunakan aplikasi *SmartPLS* versi 3.3.9.

B. Kesenjangan Penelitian (*Research Gap*)

Research gap dalam penelitian ini berusaha memaparkan hasil dari penelitian terdahulu terkait pengaruh *ownership structure*, *capital*

⁷⁸Otoritas Jasa Keuangan, “Pengantar Daftar Efek Syariah,” *Efek yang dapat dimuat dalam Daftar Efek Syariah yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan*, accessed January 2, 2022, <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/daftar-efek-syariah/Default.aspx>.

structure, profitability, corporate growth, corporate governance, earning management, market risk terhadap kebijakan perusahaan dan *corporate value*.

1. Penelitian Iswara dan Setyabudi⁷⁹ menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berhasil memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap *corporate value*.
2. Hasil penelitian Rini⁸⁰ menunjukkan bahwa keputusan investasi tidak dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. sedangkan *corporate value* dipengaruhi oleh keputusan investasi, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *corporate value*, dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *corporate value*. Hubungan antara struktur kepemilikan terhadap *corporate value* tidak berhasil dimediasi oleh keputusan investasi.
3. Temuan dari Hairudin dan Desmon,⁸¹ hasil penelitiannya menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap *corporate value* dan kebijakan dividen. Sedangkan kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap *corporate value*. Dari hasil analisis jalur disimpulkan bahwa kebijakan dividen dapat memediasi hubungan antara struktur modal dan *corporate value*.

⁷⁹Iswara and Setyabudi, "The Influence of Profitability and Structure of Ownership on Company Value With Dividend Policy As An Intervening Variable."

⁸⁰Rini, "The Effect of Ownership Structure on Firm Value with Investment Decision as Intervening Variable (Empirical Study of The Listed Companies In Indonesia Stock Exchange Period 2008-2014)."

⁸¹Hairudin and Desmon, "The Effect of Capital Structure on Firm Value by Using Dividend Policy as an Intervening Variable (Study on Pharmaceutical Sub Sector Companies)."

4. Monica dan Akhmadi,⁸² hasil penelitiannya menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh langsung negatif signifikan terhadap *corporate value* melalui keputusan investasi.
5. Tamrin et al.⁸³ dalam penelitiannya menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *corporate value* dengan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*.
6. Hasil penelitian Kusuma dan Arifin⁸⁴ menemukan bahwa profitabilitas secara signifikan tidak berpengaruh terhadap *corporate value*.
7. Temuan Missy⁸⁵ membuktikan bahwa *corporate growth* tidak berpengaruh pada *corporate value*. Sedangkan hasil penelitian Oktaviani menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap *corporate value*.
8. Hasil penelitian Kusumawati dan Yulia⁸⁶ menunjukkan bahwa secara parsial likuiditas dan *growth opportunity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan investasi.
9. Penelitian Vintila dan Gherghina,⁸⁷ mengungkapkan hubungan negatif antara tata kelola perusahaan dengan *corporate value*.

⁸²Monica and Achmadi, "Struktur Modal dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan."

⁸³Tamrin, Mus, and Arfah, "Effect of Profitability and Dividend Policy on Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Indonesian Manufacturing Sectors."

⁸⁴Imtizar Jauhara Kusuma and Dian Anita Nuswantara, "The Effect of Good Corporate Governance on Firm Value," *Journal of Economics, Business, and Government Challenges* 4, no. 1 (2021): 1–8.

⁸⁵Missy, "Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)."

⁸⁶Yulia Tri Kusumawati, "The Effect of Financial Performance and Growth Opportunity on Investment Decisions in Food and Beverage Companies in Indonesia Stock Exchange," *Jurnal Ekonomi dan Manajemen* 14, no. 1 (January 29, 2020): 144–157, accessed January 15, 2022, <https://journals.umkt.ac.id/index.php/JEM/article/view/253>.

10. Hasil penelitian Rosida dan Sundari⁸⁸ menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh *good corporate governance* terhadap *corporate value*.
11. Temuan Rahmawati et al.⁸⁹ mengemukakan dalam hasil penelitiannya bahwa manajemen laba tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi.
12. Temuan penelitian Hasanuddin⁹⁰ menunjukkan bahwa keputusan investasi yang diproksi dengan *capital expenditure to book value assets* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *corporate value*.
13. Penelitian yang dilakukan oleh Sudiyatno⁹¹ menunjukkan bahwa *Systematic Risk* berdampak pada kinerja perusahaan, dan kurang berpengaruh pada *corporate value*.

C. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang dan *gap* penelitian di atas, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut.

1. Bagaimana pengaruh *ownership structure* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi?
2. Bagaimana pengaruh *capital structure* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi?

⁸⁷Georgeta Vintila and Stefan Cristian Gherghina, "An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Governance Ratings and Listed Companies' Performance," *International Journal of Business and Management* 7, no. 22 (October 22, 2012): p46, accessed December 1, 2020, <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/view/19653>.

⁸⁸Rosida and Sundari, "Pengaruh Good Corporate Governance dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen."

⁸⁹Rahmawati, Agustiningasih, and Setiany, "The Effect of Earnings Management with Special Item to Investment Decision."

⁹⁰Hasanuddin, "The Influence of Investment Decisions, Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value."

⁹¹Sudiyatno, "Peran Kinerja Perusahaan dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, dan Kebijakan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan."

3. Bagaimana pengaruh *profitability* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi?
4. Bagaimana pengaruh *corporate growth* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi?
5. Bagaimana pengaruh *corporate governance* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi?
6. Bagaimana pengaruh *earning management* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi?
7. Bagaimana pengaruh *market risk* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi?
8. Bagaimana pengaruh kebijakan dividen terhadap *corporate value*?
9. Bagaimana pengaruh keputusan investasi terhadap *corporate value*?

D. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *ownership structure* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi.
2. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *capital structure* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi.
3. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *profitability* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi.
4. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *corporate growth* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi.

5. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *corporate governance* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi.
6. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *earning management* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi.
7. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *market risk* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi.
8. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh kebijakan dividen terhadap *corporate value*.
9. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh keputusan investasi terhadap *corporate value*.

E. Kegunaan Penelitian

Kegunaan penelitian dalam disertasi ini adalah.

1. Kegunaan Teoretis (Keilmuan)
 - a. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan bukti empiris *agency theory* oleh Jensen dan Meckling yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan merupakan instrumen atau alat untuk mengurangi konflik kepentingan antar manajemen dan pihak berkepentingan lainnya dalam meningkatkan nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi.
 - b. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan bukti empiris *trade-off theory* oleh Myers dan Majluf yang menunjukkan peningkatan

jumlah hutang sampai batas tertentu untuk meningkatkan penghematan pajak untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi

- c. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan bukti empiris *cash flow signalling hypothesis*, menyatakan profitabilitas yang tinggi menunjukkan kinerja keuangan yang tinggi, dan merupakan signal bahwa perusahaan memiliki kualitas kontrol dan kinerja yang baik serta prospek masa depan yang lebih baik
- d. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan bukti empiris *permanent income hypothesis* menyatakan bahwa ekspektasi penghasilan di masa mendatang dapat dicapai dengan melakukan investasi saat ini untuk membiayai pertumbuhan perusahaan demi memperoleh laba bagi peningkatan kesejahteraan pemilik perusahaan di masa depan.
- e. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan bukti empiris *signalling theory* menunjukkan informasi terkait semua hal yang berhubungan dengan prospek dan kinerja perusahaan merupakan sinyal bagi investor untuk membuat suatu keputusan
- f. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan bukti empiris *agency theory* oleh Jensen dan Meckling, bahwa banyak krisis yang terjadi bukan semata dipicu oleh masalah ekonomi ataupun keuangan namun juga masalah manajemen. Dalam rangka meminimalisasi hal

tersebut, perusahaan harus mengimplementasikan suatu praktik corporate governance yang baik.

- g. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan bukti empiris dari Teori Portfolio yang memformulasikan keberadaan unsur return dan risiko dalam suatu investasi, dimana unsur risiko dapat diminimalisir melalui diversifikasi dan mengombinasikan berbagai instrumen investasi kedalam portofolio
- h. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan bukti empiris dari *dividend signalling theory* oleh Bhattacharya,⁹² pada kondisi asimetri informasi, terjadi kesenjangan informasi antara perusahaan dan investor. Berdasar teori tersebut, upaya untuk mengurangi kesenjangan informasi dilakukan melalui kebijakan dividen..

2. Kegunaan Praktis

- a. Hasil pengujian dan analisis dalam penelitian ini nantinya sangat berguna para pengambil kebijakan terkait kebijakan dividen dan keputusan investasi pada emiten Pasar Modal Syariah Indonesia, sehingga variabel-variabel yang diuji mampu sebagai parameter dalam pengambilan keputusan di masa mendatang.
- b. Kontribusi hasil kajian model berguna dalam penanganan dalam implementasi kebijakan perusahaan terkait kebijakan dividen dan keputusan investasi emiten Pasar Modal Syariah Indonesia

⁹²Sudipto Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy," *The Bell Journal of Economics* 10, no. 1 (1979): 259–270, accessed July 9, 2022, <https://www.jstor.org/stable/3003330?origin=crossref>.

- c. Dapat berguna sebagai *trial of error* pada kasus-kasus emiten Pasar Modal Syariah Indonesia.



UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Tinjauan Teoretis

1. Nilai Perusahaan (*Corporate value*)

Teori pembiayaan perusahaan pada dasarnya memiliki fokus tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham yang diwujudkan dengan memaksimalkan *corporate value*.¹ Memaksimalkan *corporate value* berarti memaksimalkan kekayaan atau kesejahteraan pemilik.² Nilai perusahaan merupakan pengejawantahan dari minat investor untuk berkeinginan menanamkan modalnya dengan membayar sebuah harga saham yang merupakan barometer dari *corporate value*, sehingga memaksimalkan nilai pemegang saham berarti memaksimalkan harga saham. Tindakan yang dilakukan oleh pihak manajer, manajemen dan kontrol perusahaan, dapat memengaruhi *Corporate value* yang secara otomatis juga memengaruhi harga sahamnya.

Corporate value dalam penelitian ini dijelaskan dengan pendekatan *shareholder theory* yang dikemukakan Smerdon.³ Teori pemegang saham menyatakan bahwa pemegang saham adalah pemilik akhir dari aset perusahaan dan dengan demikian, prioritas bagi manajer dan dewan adalah untuk melindungi dan menumbuhkan aset ini untuk kepentingan pemegang

¹Lawrence J. Gitman and Chad J. Zutter, *Principles of Managerial Finance*, 14th ed., The Pearson series in finance (England: Pearson, 2015), 319 – 340., www.pearsonglobaleditions.com.

²Eugene F. Brigham and Joel F. Houston, *Fundamentals of Financial Management*, Fourteenth edition. (Boston, MA, USA: Cengage Learning, 2016), 125.

³Maeve O'Connell and Anne Marie Ward, "Shareholder Theory/Shareholder Value," in *Encyclopedia of Sustainable Management* (Cham: Springer International Publishing, 2020), 1–7, accessed August 3, 2022, http://link.springer.com/10.1007/978-3-030-02006-4_49-1.

saham. Teori pemegang saham mengasumsikan bahwa pemegang saham menilai aset perusahaan dengan dua metrik yang dapat diukur, dividen dan harga saham.⁴ Oleh karena itu, manajemen harus membuat keputusan yang memaksimalkan nilai gabungan dividen dan kenaikan harga saham.

Indikator kinerja perusahaan yang dapat digunakan untuk melihat kinerja pasar melalui Tobin's Q. Tobin's Q merupakan indikator untuk mengukur nilai perusahaan yang menunjukkan suatu kinerja pasar yang akan direspon oleh investor. Nilai Tobin's Q menggambarkan suatu kondisi peluang investasi yang dimiliki perusahaan atau potensi pertumbuhan perusahaan.⁵ Tobin's Q dalam pengaplikasiannya mengalami modifikasi, seperti yang digunakan dalam penelitian ini mengacu pada Chung dan Pruitt⁶ serta Wolfe dan Sauaia⁷ yang telah digunakan secara konsisten. Nilai Tobin's Q modifikasi tersebut dihasilkan dari penjumlahan nilai pasar saham (*market value of all outstanding shares*) ditambah dengan besarnya nilai pasar hutang dibandingkan dengan nilai *Firm's asset's*,⁸ maka Tobin's Q dapat digunakan untuk mengukur nilai perusahaan, yaitu dari sisi potensi nilai pasar suatu perusahaan.

⁴Ibid., 4.

⁵Karim Chalak and Daniel Kim, "Measurement Error in Multiple Equations: Tobin's q and Corporate Investment, Saving, and Debt," *Journal of Econometrics* 214, no. 2 (February 2020): 413–432, accessed March 8, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0304407619301575>.

⁶Kee H. Chung and Stephen W. Pruitt, "A Simple Approximation of Tobin's q," *Financial Management* 23, no. 3 (1994): 70, accessed March 8, 2022, <http://doi.wiley.com/10.2307/3665623>.

⁷Joseph Wolfe and Antonio Sauaia, "The Tobin Q as a Business Game Performance Indicator," *Simulation & Gaming* 36 (June 1, 2005): 238–249.

⁸Chung and Pruitt, "A Simple Approximation of Tobin's Q." 62.

Tobin's Q lebih kecil dari 1 menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *undervalued*. Manajemen telah gagal dalam mengelola aset perusahaan, hal ini menunjukkan potensi pertumbuhan investasi rendah. Tobin's Q sama dengan 1 menggambarkan bahwa saham dalam kondisi rata-rata (*average*), berarti manajemen stagnan dalam mengelola aset, yang menunjukkan potensi pertumbuhan investasi tidak berkembang. Tobin's Q lebih besar dari 1 menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *overvalued* berarti manajemen berhasil dalam mengelola aset, hal ini menunjukkan potensi pertumbuhan investasi tinggi.

2. Struktur Kepemilikan (*Ownership Structure*)

Struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme dalam tata kelola perusahaan yang memengaruhi biaya agensi di suatu perusahaan.⁹ Struktur kepemilikan merupakan bentuk komitmen dari pemegang saham untuk mendelegasikan pengendalian dengan tingkat tertentu kepada para manajer. Struktur kepemilikan dapat dipahami dan dijelaskan oleh dua pendekatan teoritis, yaitu: teori agensi (pendekatan agensi) dan teori asimetri informasi (*asymmetric information approach*).¹⁰

Pendekatan teori agensi menyatakan bahwa struktur kepemilikan merupakan instrumen atau alat untuk mengurangi konflik kepentingan

⁹Jensen and Meckling, "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," 307.

¹⁰Félix J. López-Iturriaga and Juan Antonio Rodríguez-Sanz, "Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equations Analysis of Spanish Companies," *Journal of Management and Governance* 5, no. 2 (2001): 179–204, accessed November 28, 2020, <http://link.springer.com/10.1023/A:1013078225905>.

antar manajemen dan pihak berkepentingan lainnya.¹¹ Sedangkan pendekatan teori *asymmetric information* menyatakan bahwa ketidakseimbangan informasi dapat dieliminasi melalui struktur kepemilikan antara pihak/investor di dalamnya dan investor luar melalui pengungkapan di pasar modal.¹²

Pola struktur kepemilikan menurut Jansen dan Meckling dalam Hasan dan Butt¹³ dapat dibedakan menjadi struktur kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) dan struktur kepemilikan publik (*public ownership*).

a. Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership*)

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi kepemilikan saham oleh manajemen. Kepemilikan manajerial adalah kondisi yang menunjukkan bahwa manajer memiliki saham dalam perusahaan atau manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan.¹⁴

Pengukuran kepemilikan manajerial dapat dilakukan menggunakan

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

¹¹Arshad Hasan and Safdar Ali Butt, "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies," *International Journal of Business and Management* 4, no. 2 (February 18, 2009): 50–57, accessed March 23, 2022, <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/view/491>.

¹²López-Iturriaga and Rodríguez-Sanz, "Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equations Analysis of Spanish Companies," 182.

¹³Hasan and Butt, "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies," 52.

¹⁴Yuan George Shan, Qingliang Tang, and Junru Zhang, "The Impact of Managerial Ownership on Carbon Transparency: Australian Evidence," *Journal of Cleaner Production* 317 (October 2021): 128480, accessed March 9, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0959652621026913>.

indikator jumlah presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dari total jumlah saham yang beredar.¹⁵

b. Kepemilikan Publik

Unsur pendanaan merupakan salah satu faktor untuk mencapai tujuan utama suatu perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Unsur pendanaan diperlukan untuk menunjang kelangsungan hidup perusahaan yang dapat diperoleh baik melalui pendanaan internal maupun pendanaan eksternal. Masalah pendanaan berpengaruh pada tingkat kapitalisasi modal. Tingkat kapitalisasi modal yang rendah merupakan salah satu alasan kegagalan perusahaan.¹⁶

Kepemilikan publik dapat diukur dengan menggunakan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh investor publik dengan total jumlah saham yang beredar.¹⁷ Karakteristik dalam pola struktur kepemilikan tersebut akan memengaruhi kontrol perusahaan, sehingga memengaruhi kualitas keputusan manajemen.¹⁸ Dalam *public ownership* yang kepemilikannya tersebar, keterlibatan investor sangat lemah dalam memantau dan mengendalikan keputusan strategis

¹⁵Mazlina Mustapha and Ayoib Che Ahmad, "Agency Theory and Managerial Ownership: Evidence from Malaysia," *Managerial Auditing Journal* 26, no. 5 (May 24, 2011): 419–436, accessed March 10, 2022, <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/0268690111129571/full/html>.

¹⁶Muhammad Madyan et al., "The Impact of Public Ownership and Share Warrants on Market Performance of IPOs: Evidence from the Indonesian Stock Exchange (IDX)," *Asia Pacific Management Review* 25, no. 4 (December 2020): 228, accessed March 9, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1029313219302556>.

¹⁷Tri Wulandari, "Analisis Pengaruh Political Connection dan Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan," *Diponegoro Journal of Accounting* 2, no. 1 (2013): 1–12, <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>.

¹⁸Andrei Schleifer and Robert Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *The Journal of Finance* 52, 2 (June 2007): 737–783.

perusahaan, karena tidak terlibat langsung dalam kegiatan bisnis keseharian perusahaan. Keputusan struktur modal yang dijalankan oleh manajemen sangat dipengaruhi oleh karakteristik struktur kepemilikan, disebabkan hak kontrol pemegang saham.¹⁹

Dari paparan struktur kepemilikan di atas, yang menjadi Indikator struktur kepemilikan dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dan struktur kepemilikan publik (*outsider ownership*).

3. Struktur Modal (*Capital Structure*)

Struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan modal sendiri dengan penggunaan pinjaman jangka panjang, maksudnya adalah berapa besar modal sendiri dan berapa besar hutang jangka panjang yang akan digunakan sehingga bisa optimal.²⁰ Salah satu yang penting yang harus dihadapi oleh para manajer keuangan adalah hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

Struktur modal adalah perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Oleh karena itu, struktur modal diproksi dengan *debt to equity ratio* (DER) dan *long-term debt to equity Ratio* (LDER).²¹

¹⁹Jacelly Céspedes, Maximiliano González, and Carlos A. Molina, "Ownership and Capital Structure in Latin America," *Journal of Business Research* 63, no. 3 (March 2010): 248–254, accessed November 28, 2020, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S014829630900068X>.

²⁰Glickman, "Capital Structure," 263.

²¹Odongo Kodongo, Thabang Mokoaleli-Mokoteli, and Leonard K. Maina, "Capital Structure, Profitability and Firm Value: Panel Evidence of Listed Firms in Kenya," *SSRN Electronic Journal* (2014), accessed November 2, 2020, <http://www.ssrn.com/abstract=2465422>.

- a. *Debt to equity ratio* (DER), merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan hutang) terhadap total *shareholder's equity*. *Total debt* merupakan total liabilities (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang) sedangkan total *Shareholder's equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan.

Rasio ini menunjukkan komposisi atau struktur modal dari total pinjaman (hutang) terhadap total modal yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang (jangka pendek dan jangka panjang) semakin besar dibandingkan dengan total modal sendiri, maka akan berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur).²²

- b. *Long-term debt to equity Ratio* (LDER), merupakan rasio utang terhadap total ekuitas jangka panjang yang menunjukkan berapa banyak perusahaan dibiayai oleh kewajiban keuangan jangka panjang, seperti pembiayaan yang berdurasi satu tahun atau lebih. Untuk menghitung LDER dapat dilakukan dengan membandingkan utang jangka panjang dengan ekuitas total pemegang saham.²³

²²Samuel Antwi, Ebenezer Fifi Emire Atta Mills, and Xicang Zhao, "Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana," *International Journal of Business and Social Science* 3, no. 22 (November 2012): 105, accessed January 7, 2022, www.ijbssnet.com.

²³M. Noor Salim and Rina Susilowati, "The Effect of Internal Factors on Capital Structure and Its Impact on Firm Value: Empirical Evidence From The Food and Beverages Industry Listed on Indonesian Stock Exchange 2013-2017," *International Journal of Engineering Technologies and Management Research* 6, no. 7 (March 31, 2020): 173–191, accessed November 2, 2020, https://www.granthaalayahpublication.org/ijetmr-ojms/index.php/ijetmr/article/view/18_IJETMR19_A07_1194.

Penentuan struktur modal untuk keputusan perusahaan dapat menemukan sumber pendanaan yang memiliki peran penting untuk kelangsungan hidup perusahaan dan merupakan faktor penentu dalam meningkatkan *corporate value*. Namun, teori *trade-off* juga menunjukkan peningkatan jumlah hutang sampai batas tertentu untuk meningkatkan penghematan pajak untuk meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham.²⁴ Keputusan melalui sumber pendanaan hutang juga merupakan sinyal bagi perusahaan. Manajemen akan memberikan sinyal kepada pemegang saham dengan meningkatkan jumlah hutang pada laporan keuangan yang dipublikasikan.²⁵ Dari paparan di atas, indikator dari *capital structure* dalam penelitian ini adalah rasio *debt to equity (DER)* dan rasio *long term debt to equity (LDER)*.

4. Profitabilitas (*Profitability*)

Keberhasilan operasional perusahaan bisa diketahui dengan tingkat kemampulabaan perusahaan yang dicapai pada setiap akhir periode akuntansinya. Kemampulabaan perusahaan ini dalam istilah manajemen keuangan biasa disebut dengan profitabilitas.²⁶

Brigham dan Houston mendefinisikan profitabilitas sebagai hasil akhir dari serangkaian kebijakan dan keputusan manajemen, dimana kebijakan ini menyangkut pada sumber dan penggunaan dana dalam

²⁴Stewart C Myers, "Capital Structure," *Journal of Economic Perspectives* 15, no. 2 (May 1, 2001): 83, accessed November 28, 2020, <https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/jep.15.2.81>.

²⁵Stephen A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach," *The Bell Journal of Economics* 8, no. 1 (1977): 23–40, accessed December 12, 2020, <https://www.jstor.org/stable/3003485?origin=crossref>.

²⁶Robert Ang, *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta: Media Soft Indonesia, 2012).

menjalankan operasional perusahaan yang terangkum dalam laporan neraca dan unsur dalam neraca.²⁷ Profitabilitas juga merupakan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri.²⁸

Berdasarkan penjelasan tersebut dapat dipahami bahwa profitabilitas merupakan ukuran yang digunakan untuk menilai sejauh mana perusahaan mampu menghasilkan laba berdasarkan kebijakan manajemen yang diambil dalam proses operasional perusahaan. Rasio profitabilitas adalah rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan.

Dari sudut pandang investor, profitabilitas penting untuk menilai prospek perusahaan dimasa datang dan juga dapat melihat pertumbuhan profitabilitas pada perusahaan bersangkutan.²⁹ *Cash flow signalling hypothesis* menyatakan profitabilitas yang tinggi menunjukkan kinerja keuangan yang tinggi, dan merupakan *signal* bahwa perusahaan memiliki kualitas kontrol dan kinerja yang baik serta prospek masa depan yang lebih baik.³⁰

Jenis-jenis rasio profitabilitas yang dapat digunakan sebagai indikator dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

²⁷Brigham and Houston, *Fundamentals of Financial Management*. 173

²⁸Bambang Riyanto, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, 4th ed., vol. 7 (Yogyakarta: BPFE, 2014), 163.

²⁹Kasmir, *Pengantar Manajemen Keuangan*, 2nd ed., vol. 5 (Jakarta: Kencana, 2016), 203.

³⁰ John Lintner, "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes.," *The American Economic Review* 46, no. 2 (1956): 98.

a. Margin Laba atas Penjualan (*Profit Margin on Sales*)

Profit margin on sales merupakan keuntungan penjualan setelah menghitung seluruh biaya dan pajak penghasilan. Margin ini menunjukkan perbandingan laba bersih setelah pajak dengan penjualan.³¹

b. Tingkat Pengembalian Total Aktiva (*Return on Total Assets - ROA*)

Hanafi dan Halim mendefinisikan ROA sebagai kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan total aset (kekayaan) yang dimiliki perusahaan setelah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk mendanai aset tersebut. ROA juga sering disebut sebagai ROI (*return on investment*).³²

c. Tingkat Pengembalian Ekuitas Saham Biasa (*Return on Equity – ROE*)

Return on equity atau rentabilitas modal sendiri merupakan rasio untuk mengukur laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri.

Rasio ini menunjukkan efisiensi penggunaan modal sendiri. Semakin tinggi rasio ini, semakin baik. Artinya posisi pemilik perusahaan semakin kuat, demikian pula sebaliknya.³³

d. Laba per Lembar Saham (*Earnings per Share - EPS*)

Earnings per share menunjukkan perbandingan antara besarnya laba bersih perusahaan yang siap dibagikan kepada para

³¹Eugene F. Brigham and Joel F. Houston, *Fundamentals of Financial Management*, Fifteenth edition. (Australia ; Boston, MA, USA: Cengage, 2019), 253.

³²Mamduh M. Hanafi and Abdul Halim, *Analisis Laporan Keuangan*, 5th ed., vol. 2 (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2018), 171.

³³Agus Harjito Martono, *Manajemen Keuangan*, 2nd ed. (Yogyakarta: Ekonisia, 2018), 85.

pemegang saham perusahaan dengan jumlah saham yang beredar.³⁴ *earnings per share* (EPS) adalah informasi mendasar yang dianggap paling berperan dalam keputusan investasi para investor, karena EPS dapat menggambarkan prospek penerimaan yang akan diterima oleh investor di masa mendatang.

Besarnya nilai EPS dapat dihitung dari laba bersih dan jumlah saham beredar dalam laporan keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan. Semakin tinggi nilai EPS maka dividen dan *capital gain* yang diperoleh investor juga akan semakin besar. Dengan demikian akan menarik minat para investor sehingga menyebabkan harga saham naik dan nilai perusahaan meningkat.³⁵

5. Pertumbuhan Perusahaan (*Corporate Growth*)

Pertumbuhan perusahaan merupakan proses yang terjadi secara bertahap untuk perluasan bisnis, pengembangan produk, diversifikasi produk, peningkatan jumlah tenaga kerja, peningkatan penjualan, peningkatan laba, dan peningkatan jumlah aset.³⁶ Pertumbuhan perusahaan secara umum mencerminkan kemampuan perusahaan mengokohkan posisinya dalam sistem perekonomian dan industri suatu negara serta menempatkan perusahaan dalam persaingan bisnis nasional dan internasional. Teori terkait pertumbuhan perusahaan adalah *permanent*

³⁴Eduardus Tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi*, (Yogyakarta: Kanisius, 2017).

³⁵Suad Husnan, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, 4th ed. (Yogyakarta: Percetakan AMP YKPN, 2005), 251.

³⁶Craig Shimasaki, "Company Growth Stages and the Value of Corporate Culture," in *Biotechnology Entrepreneurship* (Elsevier, 2020), 527–540, accessed January 19, 2021, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780128155851000358>.

*income hypothesis*³⁷ menyatakan bahwa ekspektasi penghasilan di masa mendatang dapat dicapai dengan melakukan investasi saat ini untuk membiayai pertumbuhan perusahaan demi memperoleh laba bagi peningkatan kesejahteraan pemilik perusahaan di masa depan.

Indikator pertumbuhan perusahaan meliputi: pertumbuhan penjualan, pertumbuhan laba dan pertumbuhan aset.³⁸

- a. Pertumbuhan penjualan (*sales growth*) adalah perubahan jumlah hasil penjualan dalam satuan waktu tertentu. Pertumbuhan penjualan (*sales growth*) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan meningkatkan volume penjualan produk sehingga menambah pendapatan.
- b. Pertumbuhan laba (*profit growth*) adalah peningkatan jumlah laba yang diperoleh dalam satuan waktu tertentu. Pertumbuhan laba (*profit growth*) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan tambahan keuntungan dari operasi perusahaan pada satuan waktu tertentu.
- c. Pertumbuhan aset (*assets growth*) adalah perubahan jumlah aset perusahaan dalam satuan waktu tertentu. Pertumbuhan aset (*assets*

³⁷ Milton Friedman, *The Permanent Income Hypothesis: A Theory of the Consumption Function*, National bureau of economic research 63 (Princeton, New Jersey: Princeton university press, 1971), 36, <http://www.nber.org/chapters/c4405>.

³⁸Samson Ige Abolarinwa et al., "Corporate Growth Strategies and Financial Performance of Quoted Manufacturing Firms in Nigeria: The Mediating Role of Global Economic Crises," ed. Tor Eriksson, *Cogent Economics & Finance* 8, no. 1 (January 1, 2020): 1750259, accessed March 11, 2022, <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2020.1750259>. Lihat juga Shimasaki, "Company Growth Stages and the Value of Corporate Culture." Lihat juga Jie Yang, "Innovation Capability and Corporate Growth: An Empirical Investigation in China," *Journal of Engineering and Technology Management* 29, no. 1 (January 2012): 34–46, accessed March 11, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0923474811000427>.

growth) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk menambah jumlah aset yang dimiliki.

Perusahaan yang mempunyai peluang pertumbuhan tinggi memberikan sinyal positif mengenai prospek perusahaan di masa depan. Investor lebih berminat menginvestasikan dananya pada perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi.³⁹ Tingkat pertumbuhan perusahaan akan menentukan struktur pendanaan. Struktur pendanaan mencerminkan struktur modal perusahaan.

6. Tata Kelola Perusahaan (*Corporate governance*)

Kajian dalam bidang *corporate governance* (CG) pada awalnya dipicu oleh publikasi *cadbury's reports* pada tahun 1992 dengan istilah “*good behaviour*” yang berisi berbagai indikator untuk menilai kualitas CG perusahaan. Publikasi tersebut kemudian lebih dari 400 publikasi sejenis yang menilai CG perusahaan di seluruh dunia. Zitouni menyatakan bahwa CG merupakan upaya membangun standar untuk mengarahkan dewan direksi dan komite terkait untuk melindungi kepentingan investor dan menyediakan informasi yang dibutuhkan oleh seluruh *stakeholder*. Definisi tersebut fokus pada proses penyusunan standar yang akan dijadikan dasar implementasi CG yang baik.⁴⁰

³⁹Céspedes, González, and Molina, “Ownership and Capital Structure in Latin America,” 251.

⁴⁰Teber Zitouni, “Index Approach of Corporate Governance,” *Global Journal of Management and Business* 16, no. 2 (2016), accessed March 31, 2022, <https://journalofbusiness.org/index.php/GJMBR/article/view/1949>.

Definisi lain juga fokus pada proses CG namun secara khusus menuliskan luaran CG seperti yang disampaikan Paniagua et al.⁴¹ bahwa CG adalah seperangkat mekanisme yang dimaksudkan untuk mengurangi risiko pembaca laporan yang timbul karena *information asymmetry*, sehingga dapat dikatakan tujuan pelaksanaan CG yang baik adalah mengurangi *information asymmetry*.

Berdasarkan penjelasan di atas, CG dapat dipandang sebagai suatu aktivitas atau suatu kondisi yang diperlukan untuk memastikan terlindunginya kepentingan pemegang saham dan juga pihak berkepentingan lainnya dimana aktifitas tersebut dilaksanakan berdasarkan seperangkat aturan tertulis maupun hal lain yang perlu diperhatikan manajemen perusahaan dalam menjalankan perusahaan.

Berbagai penelitian telah menyimpulkan bahwa banyak krisis yang terjadi bukan semata dipicu oleh masalah ekonomi ataupun keuangan namun juga masalah manajemen.⁴² Sebagaimana yang dijelaskan dalam *agency theory*, masalah tersebut dipicu karena manajer seringkali membuat keputusan yang tidak sepenuhnya mengarah kepada peningkatan kekayaan pemilik. Dalam rangka meminimalisasi hal tersebut, perusahaan harus mengimplementasikan suatu praktik CG yang baik.

⁴¹Jordi Paniagua, Rafael Rivelles, and Juan Sapena, "Corporate Governance and Financial Performance: The Role of Ownership and Board Structure," *Journal of Business Research* 89 (August 2018): 230, accessed January 21, 2021, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0148296318300663>.

⁴²Maurizio Zollo and Edward Freeman, "Re-Thinking the Firm in a Post-Crisis World," *European Management Review* 7, no. 4 (December 2010): 191–194, accessed March 11, 2022, <http://doi.wiley.com/10.1057/emr.2010.20>. Lihat juga Blanche Segrestin and Armand Hatchuel, "Beyond Agency Theory, a Post-Crisis View of Corporate Law: A Post-Crisis View of Corporate Law," *British Journal of Management* 22, no. 3 (September 2011): 484–499, accessed March 11, 2022, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-8551.2011.00763.x>.

Bebchuk dan Weisbach menyatakan bahwa terdapat tujuh fokus CG sekaligus menjadi wilayah kajian penelitian yaitu: *Shareholders, boards of directors, executive compensation, controlling shareholders, international comparisons, cross-border investing*, dan *politics*. Berbagai penelitian menghasilkan kesimpulan yang mendukung peran CG perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan.⁴³

Secara umum pengukuran CG dapat dibagi menjadi dua jenis yaitu: pengukuran dengan menggunakan angka tunggal atau kombinasi beberapa aspek CG seperti yang telah diungkapkan di atas atau menggunakan *checklist* atas serangkaian indikator yang diturunkan dari aspek aspek tersebut. Pengukuran dengan menggunakan variabel tunggal misalnya pernah dilakukan oleh Farooq dan Derrabi.⁴⁴ Beberapa penelitian lainnya juga dilakukan oleh Al-Masawa et al.⁴⁵ dengan menggunakan item checklist

⁴³Lucian A. Bebchuk and Michael S. Weisbach, "The State of Corporate Governance Research," *Review of Financial Studies* 23, no. 3 (March 2010): 939–961, accessed March 11, 2022, <https://academic.oup.com/rfs/article-lookup/doi/10.1093/rfs/hhp121>.

⁴⁴Omar Farooq and Mohamed Derrabi, "Effect of Corporate Governance Mechanisms on the Relationship between Legal Origins and Cost of Debt: Evidence from the Middle East and North Africa (MENA) Region," *African Journal of Business Management* 6, no. 7 (February 22, 2012): 2706–2715, accessed March 12, 2022, <http://www.academicjournals.org/AJBM> menggunakan variabel ownership concentration dan choice of auditors. Lihat juga Hafiza Aishah Hashim and Muneer Amrah, "Corporate Governance Mechanisms and Cost of Debt: Evidence of Family and Non-Family Firms in Oman," *Managerial Auditing Journal* 31, no. 3 (March 7, 2016): 314–336, accessed March 12, 2022, <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MAJ-12-2014-1139/full/html> menggunakan board's director dan audit committee effectiveness. Lihat juga Romilda Mazzotta and Stefania Veltri, "The Relationship between Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. Evidence from the Italian Stock Exchange," *Journal of Management & Governance* 18, no. 2 (May 2014): 419–448, accessed March 12, 2022, <http://link.springer.com/10.1007/s10997-012-9230-9> menggunakan board independence, board size, existence of internal committees, dan independence of board committees.

⁴⁵Amal Mohammed Al-Masawa et al., "Audit Committee Characteristics and the Moderating Effect of Malaysian Code of Corporate Governance on IPO Liquidity," *Management Research Review* ahead-of-print, no. ahead-of-print (January 1, 2021), accessed March 12, 2022, <https://doi.org/10.1108/MRR-06-2021-0428>. Lihat juga Majdi Karmani, Aymen Ajina, and Rym Boussaada, "An Investigation Of The Relation Between Corporate Governance And Liquidity: Empirical Evidence From France," *Journal of Applied Business Research (JABR)* 31, no. 2 (March

yang terdiri dari serangkaian indikator yang direview eksistensinya dalam praktik perusahaan.

Pengukuran dengan menggunakan ukuran tunggal seperti komposisi dewan direksi memiliki beberapa kelebihan. Pertama, ukuran tersebut walaupun sederhana namun dapat memberikan gambaran yang baik tentang praktik CG. Misalnya komposisi dewan direksi yang independen secara rasional akan mendorong CG yang baik karena faktor independensi yang melekat pada direksi independen tersebut. Kelebihan pengukuran tersebut dapat diperoleh dengan data yang sangat mudah yaitu hanya menghitung proporsi dari direksi independen tersebut.

Hal yang sama juga terjadi pada ukuran lainnya seperti komite audit independen, jumlah pertemuan/rapat direksi dan komite audit serta ukuran-ukuran lainnya. Namun demikian karena banyak hal dalam hal CG sudah diatur secara mandatori, variasi dari ukuran tersebut secara matematis menjadi sangat seragam sehingga sulit dipakai proksi variabel yang bersifat pembeda antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya.

Selain dengan menggunakan pendekatan di atas, terdapat juga pendekatan dengan menggunakan beberapa ukuran tunggal yang diintegrasikan menjadi suatu indeks pengukur praktik tata kelola di dalam

3, 2015): 631, accessed March 12, 2022, <https://clutejournals.com/index.php/JABR/article/view/9118>. Lihat juga Zulkufly Ramly, "Impact of Corporate Governance Quality on the Cost of Equity Capital in an Emerging Market: Evidence from Malaysian Listed Firms," *African Journal of Business Management* 6, no. 4 (February 1, 2012), accessed March 12, 2022, <http://www.academicjournals.org/AJBM/abstracts/abstracts/abstracts2012/1Feb/Ramly.htm>. Lihat juga Feifei Zhu, "Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study: Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study," *International Review of Finance* 14, no. 3 (September 2014): 393–429, accessed March 12, 2022, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/irfi.12034>.

perusahaan. Mazzotta dan Veltri menggunakan jumlah dewan direksi, jumlah komite dibawah dewan komisaris, jumlah direksi independen, dan jumlah anggota komite independen untuk membentuk variabel pengukur kualitas CG perusahaan.⁴⁶

7. Manajemen Laba (*Earning Management*)

Pengertian *earning management* (EM) cukup bervariasi tergantung pada perspektif yang mendasari ahli yang berusaha untuk mendefinisikan pengertian tersebut. Beberapa diantara pengertian tersebut bersifat negatif sementara yang lain bersifat positif. Pengertian tersebut saling melengkapi sehingga cukup sulit untuk membuat suatu definisi yang lengkap dan mencakup seluruh aspek EM. Secara umum definisi terhadap EM dapat dibagi menjadi tiga kelompok yaitu definisi EM sebagai tindakan yang tidak baik (cara pandang negatif), definisi yang memandang EM sebagai suatu tindakan yang bertujuan meningkatkan nilai perusahaan (positif), dan definisi yang netral.

Pendefinisian EM sebagai tindakan yang tidak baik disampaikan oleh banyak ahli. Schipper menyatakan bahwa *Earning Management* terkait pada tindakan intervensi serta tujuan untuk memperoleh keuntungan pribadi.⁴⁷ Definisi yang lebih komprehensif disampaikan oleh Healy dan Palepu menyatakan terkait beberapa aspek penting dalam manajemen laba seperti keputusan tertentu dari manajemen, mengubah

⁴⁶Mazzotta and Veltri, "The Relationship between Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. Evidence from the Italian Stock Exchange," 431.

⁴⁷Katherine Schipper, "Commentary on Earnings Management," *Accounting Horizons* 3, no. 4 (1989): 91-102.

transaksi, mengubah laporan keuangan, dan menyesatkan *stakeholders*.⁴⁸ Sedangkan Miller menekankan pada praktik pelaporan keuangan yang menguntungkan sepihak diluar pediksi beberapa analis keuangan.⁴⁹

Berdasarkan pemaparan pendapat para ahli di atas dalam cara pandang yang negatif atas EM, dapat dikatakan bahwa EM adalah tindakan yang menggunakan berbagai mekanisme yang bertujuan agar pembaca laporan keuangan salah dalam menginterpretasi laporan keuangan tersebut untuk kepentingan manajemen. Hal ini akan mengurangi transparansi dan keinformatifan laporan keuangan. Dalam pengertian ini EM adalah suatu tindakan yang tidak boleh dilakukan dan akan menjadi kerugian atau biaya bagi investor.

Pada sisi lain beberapa ahli memandang EM sebagai suatu tindakan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Beneish menyatakan EM merupakan suatu kesempatan manajer menyampaikan harapan manajemen melalui informasi yang dimiliki terkait arus kas di masa depan.⁵⁰ Asumsi bahwa manajemen melakukan EM untuk membagikan informasi private kepada publik juga disampaikan oleh Ronen et al. dengan mendefinisikan EM dalam perspektif positif bahwa manajemen laba memanfaatkan

⁴⁸Paul M Healy and Krishna G Palepu, "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature," *Journal of Accounting and Economics* 31 (2001): 405–440.

⁴⁹Gregory S. Miller, "Earnings Performance and Discretionary Disclosure," *Journal of Accounting Research* 40, no. 1 (March 2002): 173–204, accessed March 12, 2022, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1475-679X.00043>.

⁵⁰Messod D Beneish, "Earnings Management: A Perspective," *Managerial Finance* 27, no. 12 (2001): 3–17, accessed March 12, 2022, <https://doi.org/10.1108/03074350110767411>.

fleksibilitas dalam pilihan perlakuan akuntansi untuk memberi sinyal informasi pribadi manajer tentang arus kas masa depan.⁵¹

Berdasarkan hal di atas dapat dikatakan EM sebagai suatu tindakan yang dilakukan manajemen memanfaatkan fleksibilitas dalam Standar akuntansi untuk meningkatkan komunikasi dengan pihak eksternal untuk menyampaikan informasi yang lebih baik atas kinerja perusahaan di masa depan.

Dalam pengertian yang netral, beberapa ahli menyampaikan pendapat terkait EM, Weil et al. menyatakan bahwa EM merujuk pada tindakan sengaja oleh manajemen untuk mencapai laba tertentu.⁵² Pengertian ini mengarahkan pada adanya intervensi manajer namun tetap dalam batasan standar akuntansi yang berlaku umum. Kabir menyatakan bahwa EM dapat berdampak atas dua hal yaitu meningkatkan nilai perusahaan atau menguntungkan kepentingan tertentu.⁵³

Berdasarkan penjelasan di atas dapat dilihat bahwa EM adalah suatu tindakan yang diyakini mengubah penyampaian suatu fakta sehingga pembaca menangkap informasi yang berbeda, dimana informasi yang diperoleh oleh pembaca tersebut telah diatur oleh manajemen perusahaan.

Namun demikian karena tindakan tersebut dilakukan dalam batasan

⁵¹Joshua Ronen, Varda Lewinstein Yaari, and Varda Yaari, *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*, Springer series in accounting scholarship (New York: Springer Science + Business Media, 2008), accessed March 12, 2022, <http://doi:10.1007/978-0-387-25771-6>.

⁵²Roman L Weil et al., *Accounting: The Language of Business*, 11th ed. (Glen Ridge, NJ.: Thomas Horton and Daughters, 2005).

⁵³M. Humayun Kabir, "Positive Accounting Theory and Science," *Journal of CENTRUM Cathedra: The Business and Economics Research Journal* 3, no. 2 (September 10, 2010): 136–149, accessed March 13, 2022, <http://centrumwebs.pucp.edu.pe/jcc/vol/3/issue/2/article/3>.

standar akuntansi yang berlaku umum maka hal tersebut tidak dapat dipandang sebagai pelanggaran.

Pendekatan pengukuran terhadap tindakan manajemen laba tersebut pada dasarnya menemukan *discretionary accrual* yang dapat digunakan manajemen sebagai sarana untuk tindakan manajemen laba.

a. Healy Model

Model yang dikembangkan Healy⁵⁴ adalah model empiris pertama yang digunakan untuk mendeteksi laba. Model ini dilakukan dengan menghitung nilai *discretionary accrual (DA)*.⁵⁵ Model ini relatif sederhana namun memiliki beberapa kelemahan. Dalam menghitung NDA, model ini tetap menggunakan TAC sebagai dasar perhitungan. Padahal seharusnya TAC adalah penjumlahan dari DA dan NDA. Hal ini melanggar asumsi bahwa DA adalah bagian dari akrual yang dapat dikendalikan oleh manajemen sesuai kebijakan (*discreation*) manajemen sementara pada NDA manajemen tidak dapat memberikan kreasi atau kebijakan tertentu untuk mengubahnya.

⁵⁴Paul M. Healy, "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics* 7, no. 1–3 (April 1985): 85–107, accessed March 13, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0165410185900291>.

⁵⁵Tahapan *total accrual (TA)* dengan pendekatan berikut: $TAt = NIt - CFOt$. Nilai *non discretionary accrual* dihitung dengan rumusan berikut: $NDA_t = \frac{1}{n} \sum_{i=t-n}^n \frac{TA_i}{A_{i-1}}$. Selanjutnya nilai *discretionary accrual (DA)* dihitung dengan rumus: $DA_t = TAC_t - NDA_t$, dimana: $NDA_t = \text{non discretionary Accrual}$ pada periode t, $TA_i = \text{Total Accrual}$ perusahaan i, $Nit = \text{Net Income}$ pada periode t, $CFOt = \text{Cash Flow from Operation}$ pada periode t, $A_{i-1} = \text{Nilai Aktiva}$ perusahaan I pada periode t-1

b. *Jones Model*

Model ini dikembangkan oleh Jones⁵⁶ dengan memisahkan secara tegas DA dan NDA.⁵⁷ Pendekatan Jones memberikan sumbangan yang sangat signifikan di dalam pengukuran manajemen laba. Namun demikian pendekatan ini memiliki kelemahan karena secara implisit menyatakan bahwa diskresi manajemen tidak dilakukan melalui pendapatan. Padahal secara kenyataan manajemen laba dapat dilakukan melalui pendapatan sehingga hasil perhitungan model Jones menjadi bias.

c. *Modified Jones Model*

Memperhatikan kelemahan model Jones, Dechow et al.⁵⁸ melakukan modifikasi atas model tersebut dengan membangun model penyempurnaan atas dasar asumsi bahwa perubahan penjualan kredit pada periode berjalan merupakan objek manajemen laba. Secara teknis hal ini dilakukan dengan mengurangi perubahan piutang dari perubahan penjualan dalam mengestimasi nilai NDA.⁵⁹

⁵⁶Jennifer J. Jones, "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research* 29, no. 2 (1991): 193–228, accessed March 13, 2022, <https://www.jstor.org/stable/2491047?origin=crossref>.

⁵⁷Langkah-langkah yang dilakukan dalam model ini dengan menentukan nilai *total accrual (TA)* dengan formulasi yang sama dengan *Healy Model*, $TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$. Membentuk persamaan regresi $\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE}{A_{it-1}} \right) + \epsilon_{it}$. Memperoleh nilai koefisien dari persamaan tersebut. Selanjutnya nilai koefisien tersebut digunakan di dalam persamaan di bawah ini untuk memperoleh *NDA* masing-masing perusahaan dengan rumus $\frac{NDA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE}{A_{it-1}} \right) + \epsilon_{it}$. Nilai *DA* sebagai proxy manajemen laba diperoleh dengan rumusan $DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it}$.

⁵⁸Patricia M Dechow, "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review* 70, no. 2 (1995): 193–225.

⁵⁹Langkah teknis model ini hampir sama dengan model Jones kecuali pada perhitungan *NDA* menggunakan rumusan $\frac{NDA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} - \frac{\Delta Rec_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE}{A_{it-1}} \right) + \epsilon_{it}$, dimana

8. Risiko Pasar (*Market Risk*)

Investor dihadapkan pada sebuah jargon investasi “tinggi-rendahnya tingkat risiko akan berbanding lurus dengan tinggi-rendahnya tingkat keuntungan”. Risiko merupakan sesuatu yang tidak dikehendaki tetapi harus tetap dihadapi, tergantung bagaimana cara mengeliminasinya melalui manajemen risiko.

Menurut Tandelilin risiko memiliki dua tipe. Pertama, risiko sistematis ialah risiko yang memengaruhi sejumlah besar aset, disebut juga risiko pasar. Kedua, risiko tidak sistematis yaitu risiko yang memengaruhi perusahaan tunggal atau sekelompok kecil perusahaan, disebut juga risiko unik.⁶⁰ Kedua tipe risiko ini biasa dihadapi investor dalam bisnisnya.⁶¹ Risiko tidak sistematis biasanya terjadi pada even-even khusus seperti kasus korupsi, pemogokan karyawan secara besar-besaran, merger/akuisisi dan sebagainya. Risiko jenis ini pada suatu perusahaan tidak ada korelasinya dengan perusahaan yang lain.⁶² Sedang risiko sistematis kecenderungannya tidak dapat didegradasi, tetapi lebih menekankan pada cara mengelola risiko tersebut, seperti krisis moneter, inflasi, tingkat suku bunga dan lain-lain.

Ait-1 = Total aset perusahaan pada satu periode sebelumnya, ΔRevit = Perubahan penjualan bersih perusahaan i pada tahun t, ΔRecit = Perubahan piutang perusahaan i pada tahun t, PPE = *Property, Plant, dan Equipment* perusahaan I pada periode t, $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = Parameter yang diperoleh pada persamaan regresi dan ε_t = *Error* perusahaan i pada tahun t.

⁶⁰Tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio & Investasi*, 425.

⁶¹Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 10th ed., vol. 1 (Yogyakarta: BPFE, 2015), 394.

⁶²Suad Husnan, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, 5th ed. (Yogyakarta: Percetakan AMP YKPN, 2015), 138.

Dalam penelitian ini memfokuskan pada tipe risiko yang pertama yaitu risiko sistematis. Risiko sistematis ini disebut juga sebagai beta pasar (*market risk*), karena fluktuasinya disebabkan oleh faktor-faktor yang memengaruhi semua perusahaan yang beroperasi. Menurut Elton et al.,⁶³ risiko sistematis merupakan risiko berkaitan dengan perubahan yang terjadi di luar pasar secara keseluruhan. Risiko yang selalu ada dan tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi ini yang disebut risiko sistematis.⁶⁴

Berdasarkan hal tersebut, dapat diketahui arti pentingnya bagi investor dengan mengetahui dan meneliti risiko sistematis yaitu akan bisa mendapatkan pengembalian (*return*) yang lebih besar dengan memperhitungkan risiko-risiko yang sudah diketahui atau dihitung sebelumnya.

Teori yang menjelaskan tentang risiko sistematis ini adalah teori portofolio oleh Harry M. Markowitz tahun 1952. Teori ini memformulasikan keberadaan unsur return dan risiko dalam suatu investasi, dimana unsur risiko dapat diminimalisir melalui diversifikasi dan mengkombinasikan berbagai instrumen investasi kedalam portofolio.⁶⁵ Teori portofolio Markowitz ini disebut juga sebagai *mean-varian* model, yang menekankan pada usaha memaksimalkan ekspektasi *return (mean)*

⁶³Edwin J. Elton et al., *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Ninth edition. (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc., 2014), 145.

⁶⁴Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, 1:572.

⁶⁵Husnan, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, 175.

dan meminimumkan ketidakpastian atau resiko (varian) untuk memilih dan menyusun portofolio optimal.⁶⁶

Salah satu ukuran dari risiko sistematis adalah beta. Beta merupakan suatu pengukur volatilitas (*volatility*) *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar. Pada dasarnya Beta (β) adalah gradien dari persamaan antara *return stock* dengan *return market*.

Beta Sekuritas ke-i mengukur volatilitas *return* sekuritas ke-i dengan *return* pasar. Beta portofolio mengukur volatilitas *return* portofolio saham dengan *return* pasar.⁶⁷ Dengan demikian beta merupakan pengukur risiko sistematis (*systematic risk*) dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar.⁶⁸

9. Kebijakan Perusahaan

Mansour et al.⁶⁹ menjelaskan bahwa manajer keuangan sebagai salah satu unsur manajer pembuat keputusan mempunyai fungsi pembuat keputusan dalam tiga area utama, yaitu; keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen. Keputusan pendanaan, merupakan keputusan penting yang dibuat manajer sebagai kebijakan untuk menentukan sumber-sumber pembiayaan perusahaan. Keputusan investasi, merupakan keputusan penting yang dibuat manajer sebagai kebijakan

⁶⁶Ibid., 178.

⁶⁷Stewart C. Myers, *Risk and Return for Regulated Industries*, 1st edition. (Boston, MA: Elsevier, 2017).

⁶⁸Husnan, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, 195.

⁶⁹Walid Mansour, Karima Saci, and Saida Khalifa, "How Do Financing Conditions Impact Firm Behavior? Evidence from the Gulf Zone," *Emerging Markets Finance and Trade* 53, no. 4 (April 3, 2017): 952–967, accessed July 1, 2021, <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/1540496X.2016.1248555>.

untuk menentukan jumlah keseluruhan aktiva yang dibutuhkan perusahaan. Sedangkan kebijakan dividen, merupakan keputusan penting yang dibuat manajer sebagai kebijakan untuk pendistribusian laba secara tepat dan efektif.

a. Kebijakan Dividen

Menurut Sartono,⁷⁰ kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

Menurut Copeland dan Weston,⁷¹ kebijakan deviden menentukan pembagian laba antara pembayaran kepada pembagian saham dan investasi kembali perusahaan. Laba ditahan (*retained earnings*) merupakan salah satu sumber dana paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, tetapi deviden merupakan arus kas yang disisihkan untuk pemegang saham. Kebijakan dividen merupakan keputusan pembayaran dividen yang mempertimbangkan maksimalisasi harga saham saat ini dan periode mendatang.⁷²

⁷⁰Agus Sartono, *Manajemen Keuangan International*, 5th ed. (Yogyakarta: BPFE, 2016), 285.

⁷¹Thomas E. Copeland and J. Fred Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd ed. (Reading, Mass: Addison-Wesley, 1988), 145.

⁷²Brigham and Houston, *Fundamentals of Financial Management*, 210.

Kebijakan dividen dijelaskan oleh *dividend signalling theory* Bhattacharya,⁷³ bahwa pada kondisi informasi yang tidak sempurna, fungsi dividen adalah sebagai sinyal dari arus kas yang diharapkan. Dasar pemahamannya adalah pajak atas dividen kas lebih tinggi dibandingkan dengan *capital gain* yang mengarahkan dividen untuk berfungsi sebagai pemberi sinyal karena dividen dikenakan pajak sesuai dengan tarif pajak pendapatan biasa.

Terdapat dua indikator yang biasa digunakan untuk mengukur kebijakan dividen suatu perusahaan yaitu:⁷⁴

- 1) *Dividend Yield* merupakan rasio yang menghubungkan dividen yang dibayar dengan harga saham biasa perusahaan.

Para pemegang saham akan berusaha untuk menginvestasikan dananya dalam saham yang menghasilkan nilai *dividend yield* yang tinggi.

- 2) Rasio Pembayaran Dividen (*Dividend Payout Ratio*)

Dividend payout ratio (DPR) merupakan indikator kedua yang digunakan untuk mengukur kebijakan dividen. *Dividend payout ratio* merupakan rasio hasil perbandingan antara dividen per

⁷³ Sudipto Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy," *The Bell Journal of Economics* 10, no. 1 (1979): 259–270, accessed July 9, 2022, <https://www.jstor.org/stable/3003330?origin=crossref>.

⁷⁴ Jamie Pratt, *Financial Accounting in an Economic Context*, 8. ed., internat. stud. version. (Hoboken, NJ: Wiley, 2011), 502.

lembar saham dengan laba per lembar saham yang tersedia bagi pemegang saham biasa.⁷⁵

a) Dividen per Lembar Saham (*Dividend per Share*)

Dividen per lembar saham (DPS) adalah besarnya pembagian dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham setelah dibandingkan dengan rata-rata tertimbang saham biasa yang beredar.⁷⁶

b) Laba per Lembar Saham (*Earning per Share*)

Laba per lembar saham adalah jumlah pendapatan yang diperoleh dalam suatu periode tertentu untuk setiap jumlah saham yang beredar.⁷⁷

Dividend Payout Ratio sering digunakan untuk mengestimasi dividen yang akan dibagikan perusahaan pada tahun berikutnya. Alasan penggunaan *dividend payout ratio* (DPR) ini seperti yang dikemukakan oleh Ejem dan Ogbonna⁷⁸ bahwa *dividend payout ratio* lebih dapat menggambarkan perilaku oportunistik manajerial yaitu dengan melihat berapa

⁷⁵James C. Van Horne and John Martin Wachowicz, *Fundamentals of Financial Management*, 13th ed. (Harlow, England ; New York: Financial Times/Prentice Hall, 2009), 475.

⁷⁶K.M. Husni Thamrin et al., "Financing Decision and Dividend Policy to Corporate Value," in *Proceedings of the 5th Sriwijaya Economics, Accounting, and Business Conference (SEABC 2019)* (Presented at the 5th Sriwijaya Economics, Accounting, and Business Conference (SEABC 2019), Palembang, Indonesia: Atlantis Press, 2020), accessed March 16, 2022, <https://www.atlantispress.com/article/125940801>.

⁷⁷Brigham and Houston, *Fundamentals of Financial Management*, 371.

⁷⁸Chukwu Agwu Ejem and Udochukwu Godfrey Ogbonna, "Modelling Dividend Policy And Firms' Value Relations In Nigeria," *International Journal of Economics and Financial Issues* 9, no. 6 (November 1, 2019): 171–176, accessed March 16, 2022, <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/8849>.

besar keuntungan yang dibagikan kepada *Shareholders* sebagai dividen dan berapa yang disimpan di perusahaan.

b. Keputusan Investasi

Tandelilin⁷⁹ menyatakan bahwa investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumberdaya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang. Sedangkan menurut Horne dan Wachowicz,⁸⁰ keputusan investasi berkaitan dengan proses pemilihan satu atau lebih alternatif investasi yang dinilai menguntungkan dari sejumlah alternatif investasi yang tersedia bagi perusahaan.

Brennan⁸¹ mendefinisikan keputusan investasi sebagai keputusan tentang alokasi dan realokasi dana dan sumber daya ke dalam proyek, aset dan divisi di perusahaan. Keputusan investasi atau disebut juga sebagai *capital budgeting decision* adalah proses perencanaan dan mengelola investasi jangka panjang perusahaan.

Chen dan Reniers⁸² menyatakan bahwa manajer yang berhasil menciptakan keputusan investasi yang tepat, maka aset yang diinvestasikan akan menghasilkan kinerja yang optimal sehingga

⁷⁹Tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio & Investasi*, 435.

⁸⁰Van Horne and Wachowicz, *Fundamentals of Financial Management*, 358.

⁸¹David Brennan, "Capital Investment Decisions," in *Process Industry Economics* (London-United Kingdom: Elsevier, 2020), 213, accessed March 16, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780128194669000080>.

⁸²Chao Chen and Genserik Reniers, "Economic Approaches for Making Prevention and Safety Investment Decisions in the Process Industry," in *Methods in Chemical Process Safety*, vol. 4 (Belgium: Elsevier, 2020), 355–378, accessed March 16, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S246865142030009X>.

memberikan suatu sinyal positif kepada investor yang nantinya akan meningkatkan harga saham dan nilai perusahaan.

Keputusan investasi dari sudut pandang investor adalah keputusan pembelian, keputusan penjualan dan keputusan untuk tidak melakukan terhadap pembelian dalam jangka waktu yang sudah ditentukan (*hold*).⁸³ Keputusan investasi dalam penelitian ini adalah keputusan pembelian yang dilakukan oleh investor terhadap sejumlah saham perusahaan yang ditawarkan perusahaan di pasar sekunder.

Signalling theory menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi.⁸⁴

Beberapa indikator untuk mengukur keputusan investasi sebagai berikut:

1) *Price Earning Ratio* (PER)

Brigham dan Houston mendefinisikan *price earning ratio* (PER) sebagai rasio harga per saham terhadap laba per saham

⁸³Robert Ang, *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. 1st ed. Jakarta: Media Soft Indonesia, 2012, 65

⁸⁴Gupta, "Innovation Dimensions and Firm Performance Synergy in the Emerging Market."

untuk menunjukkan jumlah yang rela dibayarkan oleh investor untuk setiap dolar laba yang dilaporkan.⁸⁵

PER juga bisa diartikan sebagai variabel yang menggambarkan psikologis pasar, yaitu berupa ekspektasi serta persepsi pasar terhadap suatu saham. Hal ini dapat kita lihat saat suatu saham harganya justru turun saat laba perusahaan cenderung naik, atau sebaliknya.

Price earning ratio yang tinggi mengindikasikan investor mengharapkan pertumbuhan laba bersih yang tinggi dari perusahaan. *Price earning ratio* yang tinggi pada saham dapat diinterpretasikan sebagai saham yang mahal jika pada periode waktu mendatang perusahaan tidak mampu meraih laba bersih yang lebih tinggi.

Tinggi-rendahnya *price earning ratio* ditentukan dengan membandingkannya dengan *price earning ratio* saham lain atau *price earning* sektor/pasar yang sesuai untuk dijadikan perbandingan. Perusahaan yang merugi tidak memiliki *price earning ratio*.

2) *Price to Book Value* (PBV)

Price to book value adalah rasio penilaian yang digunakan oleh penasihat investasi, manajer investasi dan investor untuk membandingkan nilai pasar perusahaan (kapitalisasi pasar) dengan

⁸⁵Brigham and Houston, *Fundamentals of Financial Management*, 152.

nilai bukunya (ekuitas pemegang saham).⁸⁶ Sedangkan Gitman menilai *price to book value ratio* dengan membandingkan harga saham per lembar dibandingkan dengan nilai buku per lembar saham.⁸⁷ *Price to book value* yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan ke depan. Hal itu juga yang menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab nilai perusahaan yang tinggi mengindikasikan kemakmuran pemegang saham juga tinggi.⁸⁸

10. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

a. Saham Syariah

Saham syariah merupakan efek berbentuk saham yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah di Pasar Modal.⁸⁹ Definisi saham dalam konteks saham syariah merujuk kepada definisi saham pada umumnya yang diatur dalam undang-undang maupun peraturan OJK lainnya. Ada dua jenis saham syariah yang diakui di pasar modal Indonesia. Pertama, saham yang dinyatakan memenuhi kriteria seleksi saham syariah berdasarkan peraturan OJK Nomor 35/POJK.04/2017 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek

⁸⁶Kenneth Marangu and Ambrose Jagongo, "Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables," *Global Journal of Commerce & Management Perspective* 3, no. 6 (2014): 50–56, accessed March 8, 2022, www.gifre.org.

⁸⁷Lawrence J Gitman and Chad J Zutter, *Principles of Managerial Finance*, 2015, 126, accessed November 18, 2021, <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&scope=site&db=nlebk&db=nlabk&AN=1419056>.

⁸⁸Eric B. Lindenberg and Stephen A. Ross, "Tobin's q Ratio and Industrial Organization," *The Journal of Business* 54, no. 1 (1981): 1–32, accessed March 8, 2022, <http://www.jstor.org/stable/2352631>.

⁸⁹"Saham Syariah," *Produk Syariah*, accessed March 17, 2022, <https://www.idx.co.id/idx-syariah/produk-syariah/>.

Syariah, kedua adalah saham yang dicatatkan sebagai saham syariah oleh emiten atau perusahaan publik syariah berdasarkan peraturan OJK no. 17/POJK.04/2015.

Saat ini, kriteria seleksi saham syariah oleh OJK adalah sebagai berikut.⁹⁰

- 1) Emiten tidak melakukan kegiatan: a) perjudian dan permainan yang tergolong judi; b) perdagangan yang dilarang menurut syariah, antara lain: perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa dan perdagangan dengan penawaran/permintaan palsu; c) jasa keuangan ribawi, antara lain: bank berbasis bunga dan perusahaan pembiayaan berbasis bunga; d) jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (gharar) dan/atau judi (maisir), antara lain asuransi konvensional; e) memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan/atau menyediakan antara lain: barang atau jasa haram zatnya (haram li-dzatihi); barang atau jasa haram bukan karena zatnya (haram lighairihi) yang ditetapkan oleh DSN MUI; barang atau jasa yang merusak moral dan/atau bersifat mudarat; melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (risywah).
- 2) Emiten memenuhi rasio-rasio keuangan: a) total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari

⁹⁰“Data Produk Daftar Efek Syariah,” *Pengantar Daftar Efek Syariah*, accessed March 17, 2022, <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/daftar-efek-syariah/Default.aspx>.

45%; atau b) total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10%.

b. Indeks Saham Syariah (ISSI)

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)⁹¹ yang diluncurkan pada tanggal 12 Mei 2011 adalah indeks komposit saham syariah yang tercatat di BEI. ISSI merupakan indikator dari kinerja pasar saham syariah Indonesia. Konstituen ISSI adalah seluruh saham syariah yang tercatat di BEI dan masuk ke dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan oleh OJK. Artinya, BEI tidak melakukan seleksi saham syariah yang masuk ke dalam ISSI.

Prinsip dalam penyusunan DES oleh OJK antara lain: 1) *Comprehensive*. Informasi ditelaah secara mendalam dan menyeluruh 2) *Prudence & Conservatism*. Penelaahan dilakukan secara hati-hati dan konservatif 3) *Accuracy*. Penelaahan dilakukan secara teliti dengan memastikan keakuratan data yang digunakan 4) *Cross-Check*. Setiap laporan keuangan ditelaah oleh 2 orang dan dilakukan *peer review* dan ditelaah ulang oleh 2 orang lain jika diperlukan.⁹²

Konstituen ISSI diseleksi ulang sebanyak dua kali dalam setahun, setiap bulan Mei dan November, mengikuti jadwal *review* DES. Oleh sebab itu, setiap periode seleksi, selalu ada saham syariah

⁹¹“Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI),” *Indeks Saham Syariah*, accessed March 17, 2022, <https://www.idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/>.

⁹²“Indeks Saham Syariah,” October 3, 2020, accessed March 17, 2022, <https://syariahsaham.id/indeks-saham-syariah/>.

yang keluar atau masuk menjadi konstituen ISSI. Metode perhitungan ISSI mengikuti metode perhitungan indeks saham BEI lainnya, yaitu rata-rata tertimbang dari kapitalisasi pasar dengan menggunakan Desember 2007 sebagai tahun dasar perhitungan ISSI.

B. Tinjauan Empiris

Kajian penelitian terdahulu bertujuan, menjelaskan berbagai penelitian yang pernah dilakukan untuk mengkaji variabel yang sama dengan penelitian ini, khususnya penelitian yang memperkuat, maupun yang memperlemah prediksi pengaruh antar variabel.

Penelitian serupa dengan spesifikasi emiten yang fokus pada saham-saham syariah (*islamic stocks*), khususnya saham-saham yang tergabung pada ISSI dan tidak tereliminasi dari DES selama periode amatan, tidak banyak dilakukan dalam beberapa penelitian.

Beberapa riset terdahulu yang dijadikan rujukan dalam penelitian ini sebagai berikut..

1. Penelitian Hossain et al.⁹³ pada tahun 2021 dengan judul: “*Ownership Structure and Firm Performance: Evidence Manufacturing Companies Listed in Dhaka Stock Exchange*”. Tujuan dari penelitiannya adalah untuk menguji hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Dhaka Stock Exchange (DSE). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kinerja

⁹³S M Khaled Hossain, Imtiaz Sultan, and Mekail Ahmed, “Ownership Structure and Firm Performance: Evidence Manufacturing Companies Listed in Dhaka Stock Exchange,” *International Journal of Financial, Accounting, and Management* 3, no. 3 (2021): 227–243, accessed March 24, 2022, <https://doi.org/10.35912/ijfam.v3i3.621>.

keuangan perusahaan sampel yang diwakili oleh ROA dan ROE dipengaruhi secara signifikan oleh kepemilikan institusional, konsentrasi kepemilikan, dan kepemilikan asing sedangkan, secara negatif dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dan kepemilikan orang dalam. Studi ini tidak menemukan hubungan penting antara kepemilikan pemegang blok dengan kinerja perusahaan.

2. Penelitian Din et al.⁹⁴ pada tahun 2021 dengan judul: “*Ownership Structure and Corporate Financial Performance in an Emerging Market: A Dynamic Panel Data Analysis*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja keuangan perusahaan, untuk 146 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Pakistan (PSX) untuk periode 2003–2012. Hasilnya adalah menemukan bahwa kepemilikan institusional memberikan dampak positif signifikan pada ROE dan MBR, yang menunjukkan bahwa investor institusional memainkan peran penting dalam meningkatkan kinerja keuangan sampel Pakistan. Selanjutnya, hasil penelitian mengungkapkan hubungan positif yang signifikan antara kepemilikan orang dalam dengan ROA, ROE, MBR dan TQ, yang sesuai dengan prediksi teori keagenan bahwa konsentrasi kepemilikan orang dalam menyelaraskan kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajer dan karenanya meningkatkan kinerja.

⁹⁴Shahab Ud Din et al., “Ownership Structure and Corporate Financial Performance in an Emerging Market: A Dynamic Panel Data Analysis,” *International Journal of Emerging Markets* ahead-of-print, no. ahead-of-print (January 1, 2021), accessed March 24, 2022, <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2019-0220>.

3. Penelitian Kao et al.⁹⁵ pada tahun 2021 dengan judul: “*Ownership Structure, Board of Directors and Firm Performance: Evidence from Taiwan*”. Tujuan dari penelitiannya untuk menilai secara empiris pengaruh struktur kepemilikan dan dewan direksi terhadap nilai perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi direktur independen, semakin kecil ukuran dewan, bersama dengan sistem dewan dua tingkat dan tanpa dualitas *chief executive officer*, semakin kuat kinerja perusahaan. Sehubungan dengan struktur kepemilikan, kepemilikan *block-holders*, kepemilikan institusional, kepemilikan asing dan kepemilikan keluarga semuanya berhubungan positif dengan nilai perusahaan.
4. Penelitian Bataineh⁹⁶ pada tahun 2021 dengan judul: “*The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy of Listed Firms in Jordan*”. Tujuan dari penelitiannya untuk menyelidiki dampak struktur kepemilikan pada kebijakan dividen di Yordania. Hasil penelitiannya menunjukkan hubungan positif yang signifikan antara kepemilikan institusional dan hasil dividen, sedangkan kepemilikan asing dikaitkan dengan kemungkinan pembayaran dividen yang lebih kecil. Tidak ada

⁹⁵Mao-Feng Kao, Lynn Hodgkinson, and Aziz Jaafar, “Ownership Structure, Board of Directors and Firm Performance: Evidence from Taiwan,” *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 19, no. 1 (February 4, 2019): 189–216, accessed March 26, 2022, <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/CG-04-2018-0144/full/html>.

⁹⁶Hanady Bataineh, “The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy of Listed Firms in Jordan,” ed. Collins G. Ntim, *Cogent Business & Management* 8, no. 1 (January 1, 2021): 1863175, accessed March 27, 2022, <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23311975.2020.1863175>.

bukti yang ditemukan untuk mendukung bahwa kepemilikan keluarga dan kepemilikan negara berdampak pada hasil dividen.

5. Penelitian Reyna⁹⁷ pada tahun 2017 dengan judul: *“Ownership Structure and Its Effect on Dividend Policy in the Mexican Context”*. Tujuan dari penelitiannya untuk menganalisis apakah struktur kepemilikan berpengaruh pada kebijakan dividen perusahaan di pasar Meksiko. Hasilnya menunjukkan bahwa konsentrasi properti dalam keluarga secara negatif memengaruhi pembayaran dividen, sedangkan kehadiran pemegang saham institusional memiliki efek terbalik pada pembayaran dividen yang sama. Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran pemegang saham besar asing terhadap keluarga memiliki pengaruh yang berbeda terhadap kebijakan pembayaran dividen dalam konteks Meksiko.
6. Penelitian Missy et al.⁹⁸ dengan judul *“Influence of Capital Structure, Size and Growth on Profitability and Corporate Value”*. Tujuan dari penelitiannya untuk menguji dan menganalisis apakah struktur modal, ukuran perusahaan dan pertumbuhan berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Tujuan berikutnya untuk menguji dan menganalisis apakah struktur modal, ukuran perusahaan, pertumbuhan dan profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa

⁹⁷Juan Manuel San Martín Reyna, “Ownership Structure and Its Effect on Dividend Policy in the Mexican Context,” *Contaduría y Administración* 62, no. 4 (October 2017): 1199–1213, accessed March 27, 2022, <http://www.cya.unam.mx/index.php/cya/article/view/1687>.

⁹⁸Yuanita Missy, Budiyo, and Slamet Riyadi, “Influence of Capital Structure, Size and Growth on Profitability and Corporate Value,” *International Journal of Business and Finance Management Research* 4 (2016): 80–101, accessed March 19, 2022, <http://bluepenjournals.org/ijbfmr>.

struktur modal berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas. Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas. Selain itu, struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan; ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, tetapi profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

7. Penelitian Rini⁹⁹ pada tahun 2017 dengan judul: *"The Effect of Ownership Structure on Firm Value with Investment Decision as Intervening Variable (Empirical Study Of The Listed Companies In Indonesia Stock Exchange Period 2008-2014)*. Tujuan dari penelitiannya adalah untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan investasi sebagai variabel *intervening*. Hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi, sedangkan keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi bukanlah variabel yang memediasi hubungan antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan

⁹⁹Indah Sulistyio Rini, "The Effect of Ownership Structure on Firm Value with Investment Decision as Intervening Variable (Empirical Study Of The Listed Companies In Indonesia Stock Exchange Period 2008-2014)," *International Journal of Social and Local Economic Governance* 3, no. 2 (October 2017): 99–110.

8. Penelitian Mirchandani dan Gupta¹⁰⁰ pada tahun 2018 dengan judul: *“Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on the Performance: A Case of Selected Banks in UAE”*. Tujuan dari penelitiannya adalah untuk menganalisa peran campur tangan tata kelola perusahaan dalam menentukan dampak struktur kepemilikan pada kinerja bank di Uni Emirat Arab. Hasil penelitiannya adalah terdapat pengaruh yang tidak signifikan antara struktur kepemilikan dan variabel tata kelola perusahaan. Temuan ini juga mengungkapkan bahwa struktur kepemilikan memiliki korelasi statistik yang tidak signifikan dengan ROA dan ROE dengan koefisien masing-masing 0,062 dan 0,157, yang menunjukkan struktur kepemilikan tidak berdampak pada kinerja bank dalam hal ROA atau ROE.
9. Rasyid¹⁰¹ melakukan penelitian dengan judul: *“Effects of Profitability and Ownership Structure, Capital Structure, Company’s Growth towards Firm Value”*. Tujuan penelitiannya adalah untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan, struktur modal keuangan, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam Industri barang konsumsi dan aneka industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak

¹⁰⁰Anita Mirchandani and Namrata Gupta, “Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on the Performance: A Case of Selected Banks in UAE,” *International Journal of Economics and Financial* 8, no. 3 (2018): 10.

¹⁰¹Abdul Rasyid, “Effects of Ownership Structure, Capital Structure, Profitability and Company’s Growth towards Firm Value,” *International Journal of Business and Management Invention* 4, no. 4 (2015): 25–31.

berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan nilai uji-t sebesar 0,922 dan nilai signifikan sebesar 0,362, kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan nilai uji-t yang sebesar 2,097 dan nilai signifikan sebesar 0,043, *debt to equity ratio* berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dengan uji t sebesar -1,583 dan 0,122 sebagai nilai signifikan. *Return on equity* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan ditunjukkan sebesar 7,061 untuk nilai uji-t dan 0,000 untuk nilai signifikan, selain itu pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan juga disebabkan oleh pertumbuhan laba dengan nilai uji t sebesar -2.257 dan nilai signifikan sebesar 0,030. Hasil analisis uji F menyatakan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *debt to equity ratio*, *return on equity* dan pertumbuhan laba secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dengan nilai uji F hitung sebesar 12.207 dan nilai signifikan hitung sebesar 0,000.

10. Penelitian Mandacı dan Gumus¹⁰² dengan judul: “*Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menguji pengaruh konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan manajerial terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Istanbul (ISE). Temuannya menunjukkan bahwa melalui variabel

¹⁰²Pınar Mandacı and Guluzar Gumus, “Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey,” *South East European Journal of Economics and Business* 5, no. 1 (April 1, 2010): 57–66, accessed March 10, 2022, <https://content.sciendo.com/doi/10.2478/v10033-010-0005-4>.

kontrol, *Ownership Concentration* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas, sedangkan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

11. Penelitian Zhang et al.¹⁰³ pada tahun 2016 dengan judul: “*Ownership Structure, Diversification, and Corporate Performance Based on Structural Equation Modeling*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk secara bersamaan mengukur hubungan timbal balik yang rumit antara struktur kepemilikan, diversifikasi terhadap kinerja perusahaan. Temuannya menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan berhubungan positif dengan kinerja perusahaan, tingkat diversifikasi dan kinerja perusahaan berhubungan negatif, dan ketika menguji efek mediator dari diversifikasi antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan, perusahaan mengurangi diversifikasi untuk mempertahankan nilai perusahaan.

12. Penelitian yang dilakukan oleh Luu¹⁰⁴ pada tahun 2021 dengan judul: “*The Impact of Capital Structure on Firm Value: A Case Study in Vietnam*”. Penelitiannya bertujuan untuk menganalisis dampak struktur modal terhadap nilai perusahaan perusahaan kimia yang terdaftar di pasar saham Vietnam. Temuannya menunjukkan bahwa struktur modal

¹⁰³Hong Zhang et al., “Ownership Structure, Diversification, and Corporate Performance Based on Structural Equation Modeling,” *Journal of Real Estate Portfolio Management* 22, no. 1 (January 1, 2016): 63–73, accessed March 10, 2022, <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/10835547.2016.12089980>.

¹⁰⁴Duc Huu Luu, “The Impact of Capital Structure on Firm Value: A Case Study in Vietnam,” *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8, no. 5 (May 30, 2021): 287–292, accessed January 6, 2022, <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO5.0287>.

perusahaan di industri kimia yang terdaftar di pasar saham Vietnam memiliki kebalikan korelasi dengan nilai perusahaan. Selain itu, perusahaan dengan perputaran aset yang lebih besar, ukuran bisnis, dan jumlah tahun operasi memiliki nilai perusahaan yang lebih rendah.

13. Penelitian Antwi et al. dalam *International Journal of Business and Social Science* tahun 2018 dengan judul: “*Capital structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana.*” Hasil penelitian mengungkapkan bahwa di negara berkembang seperti Ghana, ekuitas sebagai komponen struktur modal relevan dengan nilai perusahaan, dan utang jangka panjang juga ditemukan sebagai penentu utama nilai perusahaan. Berdasarkan temuan penelitian ini, pengambil keputusan keuangan perusahaan disarankan untuk menggunakan lebih banyak hutang jangka panjang daripada ekuitas dalam membiayai operasi mereka karena lebih berpengaruh pada nilai perusahaan.

14. Penelitian Kodongo et al., tahun 2014 dengan judul: “*Capital Structure, Profitability and Firm Value: Panel Evidence of Listed Firms in Kenya,*” Tujuan penelitian adalah untuk menyelidiki hubungan antara *leverage* dan kinerja keuangan perusahaan yang terdaftar di Kenya periode 2002 – 2011. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* secara signifikan, dan negatif, memengaruhi profitabilitas perusahaan yang terdaftar di Kenya. Namun, *leverage* tidak berpengaruh pada Tobin's Q. Temuan lainnya menunjukkan bahwa aset berwujud, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan merupakan penentu dari profitabilitas. Anehnya, aset

berwujud secara konsisten memiliki hubungan negatif dengan profitabilitas. Untuk perusahaan skala kecil menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan merupakan faktor penting yang mendorong nilai perusahaan (Tobin's Q) dan tidak berlaku bagi perusahaan berskala besar

15. Riset oleh Nofrivul et al.¹⁰⁵ pada tahun 2017 dengan 86 sampel penilaian yang menerapkan prinsip tata kelola perusahaan dalam bentuk indeks perspektif tata kelola perusahaan, oleh *Indonesia Institute for Corporate Governance* periode 2007–2013 dengan judul: “*Corporate Governance, Ownership Structure, Capital Structure and Firm Value: Studies on the Indonesia Stock Exchange Issuer*”. Tujuan penelitiannya adalah Untuk menguji teori keagenan dan teori sinyal tentang hubungan antara *corporate governance* (yang diukur dengan *corporate governance perspektive index/ CGPI*) dan struktur kepemilikan terkonsentrasi pada struktur modal (*longterm debt to equity ratio/LDTER*) dan nilai perusahaan (Tobins Q) dan menetapkan struktur modal sebagai variabel *intervening* antara *corporate governance* dan struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan. Temuannya adalah bahwa tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan, terkonsentrasi pada *capital structure* dan *corporate value*. Kontrol manajemen dilakukan untuk meningkatkan *corporate value* melalui peningkatan kinerja manajemen dan kepentingan pemegang saham. *Capital structure* tidak berpengaruh

¹⁰⁵Nofrivul et al., “Corporate Governance, Ownership Structure, Capital Structure and Firm Value: Studies on The Indonesia Stock Exchange Issuer,” *International Journal of Business, Economics and Law* 12, no. 2 (April 2017).

terhadap *corporate value*. Hal ini memberikan informasi bahwa keputusan belanja perusahaan tidak menjadi pertimbangan dalam berinvestasi di pasar modal.

16. Penelitian Hirdinis¹⁰⁶ pada tahun 2019 dengan judul: “*Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability*”. Tujuannya adalah untuk mengetahui pengaruh struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan yang dimoderatori oleh profitabilitas. Hasil penelitiannya adalah struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas. Namun profitabilitas tidak mampu memediasi pengaruh struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.
17. Penelitian Salim dan Susilowati¹⁰⁷ pada tahun 2020 dengan judul: “*The Effect of Internal Factors on Capital Structure and Its Impact on Firm Value: Empirical Evidence From The Food and Beverages Industry Listed on Indonesian Stock Exchange 2013-2017*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menganalisis pengaruh profitabilitas likuiditas, pertumbuhan aset, dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal dan

¹⁰⁶Hirdinis, “Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability,” *International Journal of Economics and Business Administration* 7, no. 1 (February 1, 2019): 174–191, accessed January 4, 2022, <http://ijeba.com/journal/204>.

¹⁰⁷Salim and Susilowati, “The Effect of Internal Factors on Capital Structure and Its Impact on Firm Value: Empirical Evidence From The Food and Beverages Industry Listed on Indonesian Stock Exchange 2013-2017.”

pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa profitabilitas (ROA) dan ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal (DER). Likuiditas (CR) dan pertumbuhan aset secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal (DER). Kemudian struktur modal (DER) secara parsial berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Profitabilitas (ROA) secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Likuiditas (CR) dan pertumbuhan aset secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV), dan ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Secara simultan profitabilitas (ROA), likuiditas (CR), pertumbuhan aset dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal (DER). Di sisi lain, secara simultan profitabilitas (ROA), likuiditas (CR), pertumbuhan aset dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (PBV).

18. Penelitian Dewi et al.¹⁰⁸ pada tahun 2015 dengan judul: *“The Effects of Capital Structure and Good Corporate Governance on Dividend Policy and Firm Value”*. Tujuan penelitiannya adalah untuk menguji hubungan kausal antara struktur modal dan *good corporate governance* pada kebijakan dividen dan nilai Perusahaan di bank yang terdaftar di Bursa

¹⁰⁸Raras Puspa Dewi, Suhadak, and Siti Ragil Handayani, “The Effects of Capital Structure and Good Corporate Governance on Dividend Policy and Firm Value an Empirical Research at Banks Listed In Indonesia Stock Exchange For The Period Of 2008-2012,” *Profit* 09, no. 02 (September 1, 2015): 51–69, accessed January 15, 2022, <https://profit.ub.ac.id/index.php/profit/article/view/630>.

Efek Indonesia (BEI) untuk periode 2008-2012. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa struktur modal memiliki kebijakan berpengaruh signifikan dividen positif, *good corporate governance* berpengaruh tidak signifikan negatif pada kebijakan dividen, kebijakan dividen memiliki efek non-signifikan positif terhadap nilai perusahaan, struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, dan juga *good corporate governance* berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

19. Penelitian Lembong¹⁰⁹ pada tahun 2020 dengan judul: “*The Effect of Profitability on Dividend Policy in Indonesian State-Owned Banks*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk mengetahui pengaruh variabel profitabilitas terhadap kebijakan dividen pada bank-bank BUMN di Indonesia. Hasilnya menunjukkan bahwa profitabilitas yang diukur dengan *net profit margin* (NPM) berpengaruh negatif tetapi signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Artinya, nilai profitabilitas yang diukur dengan *net profit margin* (NPM) bukan merupakan dasar bagi jumlah dividen yang akan dibagikan oleh manajemen perusahaan kepada para pemegang saham.
20. Penelitian Tamrin et al.¹¹⁰ pada tahun 2017 dengan judul: “*Effect of Profitability and Dividend Policy on Corporate Governance and Firm*

¹⁰⁹Herningsih Sutri Lembong, “The Effect of Profitability on Dividend Policy in Indonesian State-Owned Banks,” *Journal of International Conference Proceedings* 3, no. 2 (October 19, 2020): 121–130, accessed January 6, 2022, <http://ejournal.aibpm.org/index.php/JICP/article/view/911>.

¹¹⁰Muhammad Tamrin, H Rahman Mus, and Aryati Arfah, “Effect of Profitability and Dividend Policy on Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Indonesian Manufacturing

Value: Evidence from the Indonesian Manufacturing Sectors". Tujuan penelitiannya adalah untuk menganalisis pengaruh Profitabilitas dan *corporate governance structure* terhadap kebijakan dividen dan dampaknya terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitiannya adalah profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan sebagai kebijakan dividen yang dimediasi. Struktur *corporate governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Struktur *corporate governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Struktur tata kelola perusahaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan sebagai kebijakan dividen yang dimediasi. Kebijakan dividen berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan

21. Penelitian oleh Atiningsih dan Izzaty¹¹¹ pada tahun 2021 dengan judul:

"The Effect Firm Size on Company Value with Profitability as Intervening Variable and Dividend Policy as Moderating Variable".

Penelitiannya bertujuan untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel *intervening* dan kebijakan dividen sebagai moderating variabel pada

Sectors," *IOSR Journal of Business and Management* 19, no. 10, VIII (October 2017): 66–74, accessed January 15, 2022, www.iosrjournals.org.

¹¹¹Suci Atiningsih and Khairina Nur Izzaty, "The Effect Firm Size on Company Value with Profitability as Intervening Variable and Dividend Policy as Moderating Variable," *International Journal of Economics, Business and Accounting Research* 5, no. 4 (2021): 378–388, accessed January 15, 2022, <https://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/IJEBAR>.

perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2019. Hasilnya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap ROA dan ROE. Ukuran perusahaan, ROA, dan ROE memiliki efek positif pada nilai perusahaan. Profitabilitas dapat memediasi efek perusahaan ukuran pada nilai perusahaan dan kebijakan dividen dapat memoderasi pengaruh ukuran perusahaan pada nilai perusahaan.

22. Penelitian Setiawanta et al.¹¹² pada tahun 2021 dengan judul: *“The Impact of Profitability on Firm Value: Does Environmental Performance Play a Mediation Role?”* Tujuan penelitiannya adalah untuk mengetahui apakah kinerja lingkungan yang diproksikan dengan emisi gas rumah kaca dapat memediasi pengaruh kinerja keuangan terhadap profitabilitas nilai perusahaan. Hasilnya adalah profitabilitas kinerja keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan tetapi berpengaruh negatif terhadap emisi gas rumah kaca sebagai proksi kinerja lingkungan. Emisi gas rumah kaca berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, namun terbukti secara signifikan memediasi pengaruh kinerja keuangan terhadap profitabilitas nilai perusahaan.

23. Penelitian Cyril dan Odinaka¹¹³ pada tahun 2013 dengan judul: *“Effect of Corporate Growth Indicators on Company’s Value in the Nigerian*

¹¹²Yulita Setiawanta et al., “The Impact of Profitability on Firm Value: Does Environmental Performance Play a Mediation Role?,” *Journal of Hunan University (Natural Sciences)* 48, no. 7 (July 2021): 9.

¹¹³Ubesie Madubuko Cyril and Okeke Hyginus Odinaka, “Effect of Corporate Growth Indicators on Company’s Value in the Nigerian Manufacturing Sector,” *Journal of Theoretical & Applied Statistics* 3, no. 2 (2013): 31–37.

Manufacturing Sector”. Tujuan penelitiannya adalah untuk memastikan pengaruh indikator pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan di industri manufaktur Nigeria. Hasilnya menunjukkan bahwa total penjualan berpengaruh negatif secara statistik terhadap nilai aset bersih per saham perusahaan sedangkan total aset, usia perusahaan dan jumlah karyawan secara statistik berpengaruh positif terhadap nilai aset bersih per saham perusahaan manufaktur Nigeria selama periode amatan.

24. Penelitian Nugroho dan Halik¹¹⁴ pada tahun 2021 dengan judul: “*The Effect of Growth and Systematic Risk on the Firm’s Value: Profitability as a Mediating Variable*”. Tujuan penelitiannya untuk menguji pengaruh pertumbuhan dan risiko sistematis terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh profitabilitas pada perusahaan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasilnya menunjukkan bahwa pertumbuhan berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas, dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya profitabilitas sepenuhnya memediasi pengaruh pertumbuhan terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, pertumbuhan tidak memiliki pengaruh langsung yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Risiko sistematis tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan. Temuan ini diharapkan dapat memberikan dampak yang baik bagi

¹¹⁴Mulyanto Nugroho and Abdul Halik, “The Effect of Growth and Systematic Risk on the Firm’s Value: Profitability as a Mediating Variable,” *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura* 23, no. 3 (March 31, 2021): 466–476, accessed January 15, 2022, <https://journal.perbanas.ac.id/index.php/jebav/article/view/2468>.

investor dan manajer perusahaan di Indonesia dengan melihat pertumbuhan dan dampaknya terhadap nilai-nilai perusahaan saat ini.

25. Penelitian Paniagua et al.¹¹⁵ pada tahun 2018 dengan judul: “*Corporate Governance and Financial Performance: The Role of Ownership and Board Structure*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk mengkaji bagaimana *corporate governance* dan struktur kepemilikan berhubungan dengan kinerja keuangan perusahaan. Hasilnya adalah menghasilkan dua kontribusi utama. Pertama, beberapa teknik empiris yang digunakan dalam penelitian ini menawarkan pendekatan yang lebih luas untuk analisis empiris kinerja keuangan. Kedua, penelitian ini membantu pemahaman kita tentang peran tata kelola perusahaan dan kepemilikan dalam kinerja keuangan perusahaan.

26. Penelitian Rashedi dan Dargahi¹¹⁶ pada tahun 2019 dengan judul: “*Examining the Effect of Corporate Governance on the Relationship Between Firm Value of Firms Listed on the Tehran Stock Exchange*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk mengekshibisi dampak *corporate governance* terhadap *corporate value* di Pasar Modal Teheran selama periode 2013-2018. Temuan dari penelitiannya menunjukkan bahwa *corporate value* dipengaruhi oleh dua variabel yaitu kepemilikan manajerial dan anggota dewan non-eksekutif. Hal ini mengindikasikan investor dalam menyusun *earning management* secara negatif dan

¹¹⁵Paniagua, Rivelles, and Sapena, “Corporate Governance and Financial Performance.” 63.

¹¹⁶Hadi Rashedi and Toraj Dargahi, “Examining the Effect of Corporate Governance on the Relationship between Firm Value of Firms Listed on the Tehran Stock Exchange,” *Journal of Modern Developments in Management and Accounting* 2, no. 5 (2019): 9.

memiliki efek negatif pada nilai perusahaan. Tetapi dalam perusahaan dengan tata kelola perusahaan berkualitas tinggi, efek ini kurang berlaku. Dengan kata lain, mekanisme tata kelola perusahaan memiliki efek positif hubungan antara nilai perusahaan dan manajemen laba dengan skor tata kelola perusahaan yang lebih tinggi terhadap dampak negatif dari *earning management*.

27. Penelitian Alharbi¹¹⁷ pada tahun 2018 dengan judul: *“An Assessment of the Impact of Corporate Governance Practices on the Values of Firms in the United Kingdom and Kingdom of Saudi Arabia: A Comparative Study Using the Ethical Process Thinking Model (EPTM)”*. Tujuan penelitiannya adalah untuk menyelidiki praktik tata kelola perusahaan dan dampaknya terhadap nilai perusahaan di Inggris dan Kerajaan Arab Saudi. Hasilnya adalah pertama, terdapat korelasi yang signifikan antara karakter dewan dan komite audit dengan kesehatan keuangan dan nilai perusahaan. Kedua, juga terdapat hubungan yang signifikan antara profitabilitas dan likuiditas pada kesehatan keuangan dan nilai perusahaan. Ketiga, terdapat dampak langsung dari karakter dewan dan komite audit terhadap nilai perusahaan.

28. Penelitian Sumatriani¹¹⁸ pada tahun 2017 dengan judul: *“Asean Corporate Governance Scorecard, Kinerja Keuangan, Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial terhadap Nilai Perusahaan”*. Tujuan

¹¹⁷Abdulrahman Al-Harbi, “An Assessment of the Impact of Corporate Governance Practices on the Values of Firms in the United Kingdom and Kingdom of Saudi Arabia: A Comparative Study Using the Ethical Process Thinking Model (EPTM)” (Dissertation, University of Hull, 2018).

¹¹⁸Sumatriani, “Asean Corporate Governance Scorecard, Kinerja Keuangan, Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Terhadap Nilai Perusahaan” (Disertasi, Universitas Hasanuddin, 2017).

penelitiannya adalah Untuk mengukur dan menganalisis *asean corporate governance scorecard*, kinerja keuangan, pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) terhadap nilai perusahaan. Hasilnya adalah Hak pemegang saham berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan, pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan (CSR), dan nilai perusahaan. Perlakuan wajar pemegang saham berpengaruh positif terhadap pengungkapan CSR dan nilai perusahaan, tetapi tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Peran *stakeholders* berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan, tetapi tidak berpengaruh terhadap pengungkapan CSR. Pengungkapan dan transparansi tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan, pengungkapan CSR dan nilai perusahaan. Tanggung jawab dewan tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan, pengungkapan CSR, dan nilai perusahaan.

29. Penelitian Feviana dan Supatmi¹¹⁹ pada tahun 2021 dengan judul: “*Good Corporate Governance Affects Company Value with Earnings Management as Intervening Variables in BUMN*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menganalisis pengaruh GCG terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh manajemen laba. Hasilnya menunjukkan bahwa GCG berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan manajemen laba. Manajemen laba tidak memengaruhi nilai perusahaan. Manajemen laba yang digunakan sebagai variabel *intervening* tidak dapat memediasi

¹¹⁹Dwi Lia Feviana and Supatmi, “Good Corporate Governance Affects Company Value with Earnings Management as Intervening Variables in BUMN,” *International Journal of Social Science and Business* 5, no. 1 (March 15, 2021), accessed March 21, 2022, <https://ejournal.undiksha.ac.id/index.php/IJSSB/article/view/31530>.

hubungan antara GCG dengan nilai perusahaan. Keterbatasan dalam penelitian ini adalah mengabaikan keragaman industri di BUMN, yang dapat berarti bahwa setiap industri memiliki kebijakan atau praktik GCG dan manajemen laba yang berbeda dan tekanan pasar (investor) yang berbeda.

30. Penelitian Kartika¹²⁰ pada tahun 2021 dengan judul: “*Corporate Governance, Corporate Social Responsibility and Firm Value: Evidence from Indonesia*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk mengetahui pengaruh *good corporate governance* terhadap nilai perusahaan dan tanggung jawab sosial perusahaan sebagai variabel moderasi. Hasilnya adalah *good corporate governance* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kemudian, tanggung jawab sosial perusahaan memperkuat hubungan antara tata kelola perusahaan dan nilai perusahaan. Kontribusi penelitian ini adalah mengembangkan model penelitian pengaruh *good corporate governance* dan *corporate social responsibility* terhadap peningkatan nilai perusahaan dengan mengukur variabel-variabel tersebut sesuai dengan kondisi perusahaan di negara berkembang.

31. Penelitian Nguyen et al.¹²¹ pada tahun 2021 dengan judul: “*Influence of Corporate Governance on Dividend Policy in Vietnam*”. Tujuan

¹²⁰Indri Kartika, “Corporate Governance, Corporate Social Responsibility and Firm Value: Evidence from Indonesia,” *International Journal of Business Economics (IJBE)* 3, no. 1 (February 25, 2021): 64–80, accessed January 15, 2022, <http://jurnal.umsu.ac.id/index.php/ijbe/article/view/7912>.

¹²¹ Ha Viet Nguyen, Hung Ngoc Dang, and Hung Hoang DAU, “Influence of Corporate Governance on Dividend Policy in Vietnam,” *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8, no. 2 (February 28, 2021): 893–902, accessed January 15, 2022, <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO2.0893>.

penelitiannya adalah untuk mengkaji dampak tata kelola perusahaan (CG), pada kebijakan dividen (DP) perusahaan di Vietnam. Penelitian ini mempelajari dampak CG pada DP bisnis yang terdaftar di bursa saham Vietnam pada periode 2008–2018 dengan 2.937 pengamatan. Hasilnya adalah ditemukan bahwa CG, ketua dewan direksi (BOD), dan direktur utama berpengaruh negatif terhadap DP. Secara khusus, perusahaan dengan BOD yang kuat cenderung membayar dividen yang rendah. Studi ini menemukan bukti kuat bahwa teori alternatif menjelaskan lebih baik hubungan antara tata kelola perusahaan dan kebijakan dividen. Dengan demikian, perusahaan dengan tata kelola perusahaan yang lemah akan membayar lebih banyak dividen.

32. Penelitian Rodrigues et al.¹²² pada tahun 2020 dengan judul: *“Corporate Governance and Dividend Policy in the Presence of Controlling Shareholders”*. Tujuan penelitiannya adalah untuk menguji pengaruh tata kelola perusahaan dalam kebijakan dividen perusahaan besar yang terdaftar dengan kantor pusat di negara-negara Eropa kontinental dan pengaruh seperangkat mekanisme tata kelola terhadap kebijakan dividen selama 12 tahun. Hasilnya adalah mendukung pentingnya mekanisme tata kelola terhadap perlindungan kepentingan pemegang saham, dan mengungkapkan bahwa keputusan tentang apakah akan membayar

¹²² Ricardo Rodrigues, J. Augusto Felício, and Pedro Verga Matos, “Corporate Governance and Dividend Policy in the Presence of Controlling Shareholders,” *Journal of Risk and Financial Management* 13, no. 8 (July 26, 2020): 162, accessed January 15, 2022, <https://www.mdpi.com/1911-8074/13/8/162>.

dividen dan berapa banyak yang harus dibayarkan didasarkan pada anteseden yang berbeda.

33. Penelitian Hernawati et al.¹²³ pada tahun 2021 dengan judul: *“The Effect of Income and Earnings Management on Firm Value: Empirical Evidence from Indonesia”*. Tujuan penelitiannya adalah untuk menemukan bukti empiris pengaruh peningkatan pendapatan terhadap potensi transfer kekayaan dari perusahaan manufaktur yang *go public* kepada *stakeholder*. Hasilnya menunjukkan bahwa sejalan dengan sudut pandang strategi manajemen, peningkatan pendapatan digunakan sebagai cara untuk mentransfer potensi kesejahteraan dari perusahaan kepada pemangku kepentingan. Kesejahteraan sosial (pajak) dan remunerasi manajerial terbukti menjadi mediator dalam meningkatkan pengaruh peningkatan pendapatan terhadap nilai perusahaan di masa depan. Penelitian lebih lanjut dapat menyelesaikan potensi transfer kesejahteraan terhadap pemegang saham terkait dengan strategi peningkatan pendapatan.

34. Penelitian Julio, dan Yook¹²⁴ pada tahun 2016 dengan judul: *“Earnings Management and Corporate Investment Decisions”*. Tujuan penelitiannya adalah untuk menyelidiki hubungan antara manajemen laba

¹²³Retno Indah Hernawati et al., “The Effect of Income and Earnings Management on Firm Value: Empirical Evidence from Indonesia,” *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8, no. 4 (April 30, 2021): 105–112, accessed January 18, 2022, <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.Vol 8. No 4. 0105>.

¹²⁴Brandon Julio and Youngsuk Yook, “Earnings Management and Corporate Investment Decisions,” *Finance and Economics Discussion Series* 2016, No. 086, 2016-086 (November 2016): 1–34, accessed January 15, 2022, <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/earnings-management-and-corporate-investment-decisions.htm>.

dan efisiensi keputusan investasi perusahaan. Menggunakan akrual diskresioner untuk mengukur transfer laba antar waktu. Hasilnya menunjukkan bahwa asosiasi terkonsentrasi diantara perusahaan Q tinggi. Efeknya hadir diantara perusahaan yang diatur dengan baik, menunjukkan bahwa perusahaan yang diatur dengan lebih baik mengelola akrual secara strategis. Hubungan cekung menunjukkan bahwa dampak marjinal manajemen laba terhadap efisiensi investasi menurun dengan jumlah manajemen laba. Menggunakan kasus *missreporting*, penelitian ini mendokumentasikan bahwa manajemen laba yang berlebihan tidak meningkatkan efisiensi investasi. Secara keseluruhan, hasil ini mendukung pandangan bahwa jumlah manajemen laba yang moderat membantu meningkatkan keputusan investasi perusahaan sementara jumlah yang berlebihan membatalkan manfaat manajemen laba.

35. Penelitian Abbadi et al.¹²⁵ pada tahun 2016 dengan judul: “*The Impact of Earnings Management on Dividend Policy: Evidence From Kuwait*”. Tujuan penelitiannya adalah pertama untuk menguji dampak manajemen laba (EM) pada kebijakan dividen untuk sektor industri dan jasa di negara Kuwait. Kedua adalah menyaring penjelasan yang mungkin untuk hasil yang bertentangan mengenai topik ini. Hasilnya adalah menunjukkan tidak adanya hubungan yang signifikan antara EM dan

¹²⁵Sinan S. Abbadi et al., “The Impact of Earnings Management on Dividend Policy: Evidence From Kuwait,” *International Journal of Financial Research* 11, no. 5 (October 5, 2020): 518–526, accessed January 15, 2022, <http://www.sciedu.ca/journal/index.php/ijfr/article/view/18332>.

kebijakan dividen. Selain itu, makalah ini mengemukakan kemungkinan hubungan antara EM, kebijakan dividen dan kematangan pasar.

36. Penelitian Advani dan Kanwal¹²⁶ pada tahun 2018 dengan judul: *“Earnings Management and Dividend Policy: Empirical Evidence from Major Sectors of Pakistan”*. Tujuan penelitiannya adalah untuk mengkaji hubungan antara rasio *price earning* (P/E) sebagai proksi manajemen laba dan proporsi pembayaran dividen. Hasilnya adalah memberikan konfirmasi baru yang menunjukkan bahwa ketika pengembalian ekuitas lebih menonjol daripada tingkat pengembalian yang disyaratkan, rasio P/E dan rasio pembayaran dividen menunjukkan hubungan negatif dan konveksitas positif atau sebaliknya.
37. Penelitian Santosa et al.¹²⁷ pada tahun 2020 dengan judul: *“The Intervening Effect of the Dividend Policy on Financial Performance and Firm Value in Large Indonesian Firms”*. Tujuan penelitiannya adalah untuk menguji hubungan antara kinerja keuangan dengan nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening* di pasar negara berkembang, Indonesia. Hasilnya adalah profitabilitas dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, likuiditas berpengaruh negatif, sedangkan aktivitas berpengaruh positif signifikan. Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

¹²⁶Farhan Ahmed, Neha Advani, and Sahabia Kanwal, “Earnings Management and Dividend Policy: Empirical Evidence from Major Sectors of Pakistan,” *International Journal of Economics and Financial Issues* 8, no. 3 (2018): 182–190, www.econjournals.com.

¹²⁷Perdana Wahyu Santosa, Ovinda Aprilia, and Martua Eliakim Tambunan, “The Intervening Effect of the Dividend Policy on Financial Performance and Firm Value in Large Indonesian Firms,” *International Journal of Financial Research* 11, no. 4 (July 8, 2020): 408, accessed January 15, 2022, <http://www.sciedupress.com/journal/index.php/ijfr/article/view/16892>.

Likuiditas dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi profitabilitas dan aktivitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui intervensi kebijakan dividen. Kesimpulannya adalah secara umum kinerja keuangan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan kurang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sebagai variabel *intervening*, kebijakan dividen memperlemah pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan.

38. Penelitian Dang et al.¹²⁸ pada tahun 2021 dengan judul: “*Impact of Dividend Policy on Corporate Value: Experiment in Vietnam*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk mengkaji dampak kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hasilnya adalah profitabilitas dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, likuiditas berpengaruh negatif, sedangkan aktivitas berpengaruh positif signifikan. Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Likuiditas dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi profitabilitas dan aktivitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui intervensi kebijakan dividen. Kesimpulan: secara umum kinerja keuangan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan kurang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sebagai variabel *intervening*, kebijakan dividen memperlemah pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan.

¹²⁸Nguyen, Dang, and DAU, “Influence of Corporate Governance on Dividend Policy in Vietnam.”

39. Penelitian Wang et al.¹²⁹ pada tahun 2013 dengan judul: “*Empirical Research on the Impact of Dividend Policy to Enterprise Value in Chinese Real Estate Listed Companies*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menguji pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hasilnya menunjukkan: Pertama, nilai perusahaan dari perusahaan yang terdaftar memiliki korelasi positif dengan apakah mereka membayar dividen atau tidak. Kedua, dividen tunai memiliki pengaruh yang lebih signifikan terhadap nilai perusahaan dibandingkan dengan dividen saham. Ketiga, kebijakan dividen campuran berdampak pada nilai perusahaan lebih dari satu. Sementara itu, makalah ini mengajukan beberapa saran kebijakan tentang pembagian dividen untuk meningkatkan nilai perusahaan.
40. Penelitian Syahri¹³⁰ pada tahun 2020 dengan judul: “*The Effect Investment, Funding, and Dividend Policy Toward the Company Value*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menganalisis pengaruh kebijakan keuangan yang terdiri dari kebijakan investasi, kebijakan pendanaan dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa menemukan bahwa kebijakan dividen memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan dari perusahaan yang menerapkan

¹²⁹Peixin Wang, Jiaming Yu, and Jiawen Cui, “Empirical Research on the Impact of Dividend Policy to Enterprise Value in Chinese Real Estate Listed Companies,” in *ICCREM 2013* (Presented at the International Conference on Construction and Real Estate Management 2013, Karlsruhe, Germany: American Society of Civil Engineers, 2013), 815–825, accessed March 16, 2022, <http://ascelibrary.org/doi/10.1061/9780784413135.076>.

¹³⁰Alfi Syahri and Robiyanto, “The Effect Investment, Funding, and Dividend Policy Toward the Company Value,” *International Journal of Social Science and Business* 4, no. 3 (2020): 372–382, accessed January 16, 2022, <https://ejournal.undiksha.ac.id/index.php/IJSSB/index>.

kebijakan pembayaran dividen yang lebih tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang tidak membayar dividen atau membayar dividen rendah tidak mengalami dampak yang signifikan dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

41. Penelitian Sulhan dan Purnamasari ¹³¹ pada tahun 2020 dengan judul:

“The Effect of Funding Policy, Investment Policy, and Dividend Policy on the Firm Value through Good Corporate Governance as an Intervening Variable”. Tujuan penelitiannya adalah untuk mengetahui pengaruh kebijakan pendanaan, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan GCG sebagai variabel mediasi. Hasilnya menunjukkan bahwa Kebijakan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan kebijakan investasi berpengaruh positif terhadap GCG. Selanjutnya, kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen tidak memengaruhi GCG. GCG berhasil memediasi hubungan kebijakan investasi dengan nilai perusahaan. Artinya, semakin tinggi profitabilitas akan memengaruhi GCG sehingga akan memengaruhi nilai perusahaan. Namun, GCG sebagai variabel *intervening* tidak berhasil memediasi hubungan kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

¹³¹Muhammad Sulhan and Puji Endah Purnamasari, “The Effect of Funding Policy, Investment Policy, and Dividend Policy on the Firm Value through Good Corporate Governance as an Intervening Variable,” *Global Review of Islamic Economics and Business* 8, no. 1 (November 23, 2020): 49–58, accessed January 15, 2022, <http://ejournal.uin-suka.ac.id/febi/grieb/article/view/1173>.

42. Penelitian Prasetya dan Yulianto¹³² pada tahun 2019 dengan judul:

“Determinants of Investment Decisions with Growth Opportunities as Moderating Variable”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menguji peluang pertumbuhan dalam memoderasi pengaruh arus kas, peluang investasi dan profitabilitas terhadap keputusan investasi. Hasilnya menunjukkan bahwa arus kas berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan investasi. Peluang investasi tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan investasi. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi. Peluang pertumbuhan terbukti memediasi pengaruh arus kas terhadap keputusan investasi dan pengaruh profitabilitas pada keputusan investasi.

43. Penelitian Manu et al.¹³³ pada tahun 2019 dengan judul: *“The Effect of Corporate Governance on Profitability, Capital Structure and Corporate Value.”* Tujuan penelitiannya adalah untuk mengkaji tata kelola perusahaan dalam kerangka teori keagenan yang mampu mengarahkan manajemen untuk mengambil keputusan manajerial yang meminimalkan masalah keagenan dan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Hasilnya menunjukkan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas, struktur modal dan nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal

¹³²Ra'uf Alvian Prasetya and Agung Yulianto, “Determinants of Investment Decisions with Growth Opportunities as Moderating Variable,” *Accounting Analysis Journal* 8, No. 1 (2019): 17–23, <https://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/aaaj>.

¹³³Rolens E. H. Riwu Manu et al., “The Effect of Corporate Governance on Profitability, Capital Structure and Corporate Value,” *Research Journal of Finance and Accounting* (2019): 13.

dan nilai perusahaan. Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

44. Penelitian Utama et al.¹³⁴ pada tahun 2017 dengan judul: “*Corporate Governance and Ownership Structure: Indonesia Evidence*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk mengetahui hubungan simultan antara praktik *corporate governance* (CG) dan hak arus kas, *leverage* arus kas (perbedaan antara hak kendali dan hak arus kas pemegang saham pengendali). Kedua ukuran kepemilikan mencerminkan penyelarasan dan insentif pengambilalihan pemegang saham pengendali. Penelitian ini juga menguji pengaruh *multiple large shareholders* (MLSs) pada praktik CG. Hasilnya menunjukkan bahwa praktik CG memiliki pengaruh positif pada arus kas yang benar dan memiliki dampak negatif sedikit pada *leverage* arus kas, sedangkan hak arus kas dan *leverage* arus kas memiliki dampak negatif yang sedikit pada praktik CG. Lebih lanjut, keberadaan MLS besar melengkapi praktik CG, tetapi karena hak kendali pemegang saham terbesar kedua menjadi lebih dekat dengan pemegang saham terbesar, hubungan pelengkap menjadi kurang penting. PLC yang dikontrol negara bagian atau asing mempraktikkan CG yang lebih baik daripada PLC lainnya.

¹³⁴Cynthia Afriani Utama, Sidharta Utama, and Fitriany Amarullah, “Corporate Governance and Ownership Structure: Indonesia Evidence,” *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 17, no. 2 (April 3, 2017): 165–191, accessed March 26, 2022, <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/CG-12-2015-0171/full/html>.

45. Penelitian Sudiyatno et al.¹³⁵ pada tahun 2020 dengan judul:

“Determinants of Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Indonesia”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menguji peran profitabilitas sebagai variabel mediasi dalam memengaruhi nilai perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap profitabilitas, sedangkan struktur modal tidak berpengaruh terhadap profitabilitas. Struktur modal dan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan ukuran perusahaan dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Temuan utama dari penelitian ini adalah bahwa profitabilitas bertindak sebagai variabel *intervening* dalam memediasi hubungan antara ukuran perusahaan dan nilai perusahaan.

46. Penelitian Syahrial et al.¹³⁶ pada tahun 2020 dengan judul: *“The Effect of*

Company Growth on Firm Value with Debt Policy as Moderation in Service Sector Industries”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menganalisis pengaruh pertumbuhan aset, pertumbuhan pendapatan terhadap nilai Perusahaan, dan dimoderasi oleh *leverage*. Hasilnya menunjukkan a) pertumbuhan aset berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, b) pertumbuhan pendapatan tidak

¹³⁵Bambang Sudiyatno et al., “Determinants of Firm Value and Profitability: Evidence from Indonesia,” *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 7, no. 11 (November 30, 2020): 769–778, accessed March 26, 2022, <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO11.769>.

¹³⁶Muhammad Syahrial, Yuliansyah, and Sudrajat, “The Effect of Company Growth on Firm Value with Debt Policy as Moderation in Service Sector Industries,” *International Journal for Innovation Education and Research* 8, no. 8 (August 1, 2020): 445–453, accessed March 26, 2022, <https://ijer.net/ijer/article/view/2538>.

memengaruhi nilai perusahaan, c) Sedangkan untuk moderasi, *leverage* memperkuat pengaruh hubungan antara pertumbuhan aset dan nilai perusahaan, d) Namun, *leverage* melemahkan hubungan antara pertumbuhan pendapatan dan nilai perusahaan.

47. Penelitian Iswara dan Setyabudi¹³⁷ pada tahun 2020 dengan judul: “*The Influence of Profitability and Structure of Ownership on Company Value with Dividend Policy as an Intervening Variable*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menganalisis apakah struktur kepemilikan berpengaruh pada kebijakan dividen perusahaan di pasar Meksiko. Hasilnya menunjukkan bahwa profitabilitas dan kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan struktur kepemilikan tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Variabel profitabilitas dan kebijakan dividen terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

48. Penelitian El-Halaby et al.¹³⁸ pada tahun 2018 dengan judul: “*The Determinants of Capital Structure and Dividend Policy: Empirical Evidence from the Kingdom of Saudi Arabia Market*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menyelidiki faktor utama yang menentukan

¹³⁷Ulfah Setia Iswara and Teguh Gunawan Setyabudi, “The Influence of Profitability and Structure of Ownership on Company Value with Dividend Policy as an Intervening Variable,” *Jurnal Akuntansi Kajian Ilmiah Akuntansi (JAK)* 7, no. 1 (January 29, 2020): 1–8, accessed January 15, 2022, <http://e-jurnal.lppmunsera.org/index.php/Akuntansi/article/view/1400>.

¹³⁸Sherif El-Halaby, Mohammed Alzunaydi, and Mahmoud El-Ghazaly, “The Determinants of Capital Structure and Dividend Policy: Empirical Evidence from the Kingdom of Saudi Arabia Market,” *International Journal of Business Ethics and Governance* 1, no. 2 (May 31, 2018): 45–71, accessed March 27, 2022, <https://ijbeg.com/index.php/1/article/view/16>.

kebijakan pembayaran dividen dan keputusan struktur modal di Kerajaan Arab Saudi (KSA). Hasilnya menunjukkan bahwa struktur modal dipengaruhi secara positif oleh ukuran perusahaan, tetapi dipengaruhi secara negatif oleh likuiditas, aset berwujud, dan lag dividen. Namun, variabel lain seperti profitabilitas, rasio pembayaran dividen saat ini, peluang pertumbuhan, dan siklus hidup ditemukan tidak berdampak pada keputusan struktur modal. Selanjutnya, hasil LR menunjukkan bahwa determinan yang signifikan dari keputusan pembayaran dividen adalah profitabilitas, peluang pertumbuhan, dan dividen yang tertinggal. Hasil ini menunjukkan bahwa struktur modal dan keputusan pembayaran dividen ditentukan secara berbeda.

49. Penelitian Abbas et al.¹³⁹ pada tahun 2016 dengan judul: “*Dividend Policy and Capital Structure: Testing Endogeneity*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk mengeksplorasi hubungan antara pembayaran dividen dan struktur modal, dan untuk mengeksplorasi determinan kebijakan dividen dan struktur modal sektor manufaktur Pakistan. Hasilnya menunjukkan bahwa ukuran, profitabilitas, likuiditas dan *leverage* ditemukan memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen sedangkan peluang pertumbuhan ditemukan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dan *tangibility* tidak berpengaruh. Di sisi lain *growth opportunity*, *tangibility* dan *income variability* ditemukan memiliki hubungan positif yang signifikan dengan *leverage* (struktur

¹³⁹Asad Abbas, E, “Dividend Policy and Capital Structure: Testing Endogeneity,” *SSRN Electronic Journal* (2016), accessed March 27, 2022, <https://www.ssrn.com/abstract=2745726>.

modal), sedangkan *Firm's Size*, profitabilitas, likuiditas dan penghematan pajak selain hutang ditemukan memiliki hubungan negatif yang signifikan dengan *leverage*.

50. Penelitian Putri dan Puryandani¹⁴⁰ pada tahun 2020 dengan judul: “*The Influence of Cash Flow, Leverage and Profitability on Investment Decisions in Financial Distress Companies (All Companies Listed on Indonesia Stock Exchange of 2017-2019)*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menganalisis pengaruh arus kas, *leverage*, dan profitabilitas terhadap keputusan investasi pada perusahaan yang mengalami financial distress. Hasilnya menunjukkan bahwa arus kas dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi perusahaan yang mengalami financial distress. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap keputusan investasi perusahaan yang mengalami financial distress.
51. Penelitian Sulhan dan Herliana¹⁴¹ pada tahun 2018 dengan judul: “*The Effect of Liquidity and Profitability to Dividend Policy with Asset Growth as Moderating Variable (Study on Property Sector, Real Estate and Building Construction Listed on Indonesia Stock Exchange)*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk mengetahui pengaruh likuiditas dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen dan untuk mengetahui apakah

¹⁴⁰Sonia Nanda Aprilia Putri and Siti Puryandani, “The Influence of Cash Flow, Leverage and Profitability on Investment Decisions in Financial Distress Companies (All Companies Listed on Indonesia Stock Exchange of 2017-2019):” (Semarang, Indonesia, 2020), accessed March 27, 2022, <https://www.atlantis-press.com/article/125953988>.

¹⁴¹Muhammad Sulhan and Tri Yeni Herliana, “The Effect of Liquidity and Profitability to Dividend Policy with Asset Growth as Moderating Variable (Study on Property Sector, Real Estate and Building Construction Listed on Indonesia Stock Exchange),” in *Proceedings of the 2018 International Conference on Islamic Economics and Business (ICONIES 2018)* (Kota Malang, Indonesia: Atlantis Press, 2019), accessed March 27, 2022, <https://www.atlantis-press.com/article/125920500>.

pertumbuhan aset dapat digunakan sebagai variabel moderasi dalam pengaruh likuiditas dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Hasilnya menunjukkan bahwa menunjukkan bahwa likuiditas yang diukur dengan CR dan QR tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, dan profitabilitas yang diukur dengan ROA dan ROE berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan dividen. Pertumbuhan aset yang diukur dengan total aset tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

52. Penelitian Nugraha dan Susanti¹⁴² pada tahun 2021 dengan judul: *“Dividend Policy: Effect of Insider Ownership, Company Growth, and Profitability”*. Tujuan penelitiannya adalah untuk mengetahui pengaruh kepemilikan orang dalam, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017 -2019. Hasilnya menunjukkan bahwa *insider ownership* dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Kemudian, kepemilikan orang dalam, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

53. Penelitian Ding et al.¹⁴³ pada tahun 2020 dengan judul: *“Debt Choice, Growth Opportunities and Corporate Investment: Evidence from China”*.

¹⁴²Nugi Mohammad Nugraha and Neneng Susanti, “Dividend Policy: Effect of Insider Ownership, Company Growth, and Profitability,” *Dividend Policy* (2021): 9.

¹⁴³Ning Ding, Kalimullah Bhat, and Khalil Jebran, “Debt Choice, Growth Opportunities and Corporate Investment: Evidence from China,” *Financial Innovation* 6, no. 1 (December 2020): 31,

Tujuan penelitiannya adalah untuk menyelidiki bagaimana mengandalkan utang jangka pendek dapat membantu perusahaan yang terdaftar di China untuk membuat keputusan investasi yang efisien dan mengurangi masalah investasi berlebih untuk perusahaan dengan pertumbuhan rendah. Hasilnya menunjukkan hubungan positif antara pertumbuhan dan investasi; asosiasi ini ditingkatkan oleh *leverage*, terutama untuk perusahaan dengan pertumbuhan tinggi. Hal ini mendukung pandangan bahwa utang jangka pendek membantu perusahaan China memanfaatkan *leverage* secara optimal dan oleh karena itu membuat keputusan investasi yang lebih baik. Selanjutnya, hasil mengungkapkan bahwa *leverage* memainkan peran pendisiplinan dan pemantauan untuk mengurangi insentif investasi berlebih untuk perusahaan dengan pertumbuhan rendah.

54. Penelitian Lashgari dan Moghadda¹⁴⁴ pada tahun 2015 dengan judul: *"Effects of Dividend Policy on Investment Decisions"*. Tujuan penelitiannya adalah untuk menyelidiki peran kualitas pelaporan keuangan dalam pengurangan efek negatif dari kebijakan dividen pada keputusan investasi di Bursa Efek Teheran. Hasilnya menunjukkan bahwa dividen berpengaruh negatif terhadap investasi. Dengan demikian, peningkatan dividen akan mengurangi investasi dalam unit ekonomi

accessed March 27, 2022, <https://jfin-swufe.springeropen.com/articles/10.1186/s40854-020-00194-1>.

¹⁴⁴Zahra Lashgari and Roghiyeh Rangzan Moghaddam, "Effects of Dividend Policy on Investment Decisions," *Journal of Applied Environmental and Biological Sciences* 5, no. 118 (2015): 415–420, accessed March 31, 2022, www.textroad.com.

55. Penelitian Sulistiono dan Yusna¹⁴⁵ pada tahun 2020 dengan judul:

“Analysis of the Effect of Funding Decision and Dividend Policy on the Firm Value and Investment Decision as Mediation (Study on Manufacturing Companies in Indonesia Stock Exchange)”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menguji dan menganalisis pengaruh langsung dan tidak langsung keputusan keuangan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, dan keputusan investasi sebagai variabel mediasi. Hasilnya menunjukkan bahwa pengaruh tidak langsung keputusan pendanaan dan kebijakan dividen dengan keputusan investasi sebagai mediasi terhadap nilai perusahaan adalah signifikan.

56. Penelitian Dama et al.¹⁴⁶ pada tahun 2020 dengan judul: *“Investment*

Decision, Market Capitalization, and Company Value”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menganalisis pengaruh keputusan investasi dan kapitalisasi pasar terhadap nilai perusahaan. Melibatkan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index (JII)*, dan bertujuan untuk merumuskan bahan pertimbangan bagi investor. Hasilnya menunjukkan bahwa: a) Keputusan investasi berpengaruh secara parsial terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien regresi sebesar 1,721 dan nilai signifikansi sebesar 0,000 b) Kapitalisasi pasar secara parsial

¹⁴⁵Sugeng Sulistiono and Yusna, “Analysis of the Effect of Funding Decision and Dividend Policy on the Firm Value and Investment Decision as Mediation (Study on Manufacturing Companies in Indonesia Stock Exchange),” in *Proceedings of the 1st Annual Management, Business and Economic Conference (AMBEC 2019)*, vol. 136 (Batu, Indonesia: Atlantis Press, 2020), 173–177, accessed March 31, 2022, <https://www.atlantis-press.com/article/125938776>.

¹⁴⁶Hais Dama, Meriyana Fransisca Dunga, and Firdza Salma Hasiru, “Investment Decision, Market Capitalization, and Company Value,” *International Journal of Advanced Research* 8, No. 12 (December 31, 2020): 696–704, accessed April 2, 2022, <https://www.journalijar.com/article/35399/investment-decision,-market-capitalization,-and-company-value/>.

memengaruhi nilai perusahaan dengan nilai koefisien regresi sebesar -0,163 dan nilai signifikansi sebesar 0,041 c) Keputusan investasi dan kapitalisasi pasar secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan perusahaan yang terdaftar di JII dengan nilai f-hitung sebesar 330.698 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Selain itu, pada uji Adjusted R² diperoleh nilai sebesar 0,924. Angka tersebut menunjukkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh keputusan investasi dan kapitalisasi pasar sebesar 92,4 persen, sedangkan sisanya 7,6 persen disebabkan oleh variabel lain.

57. Penelitian Muchtar et al.¹⁴⁷ pada tahun 2019 dengan judul: “Peningkatan Nilai Perusahaan melalui Tata Kelola Perusahaan dan Profitabilitas pada Konstituen Indeks Saham Syariah Indonesia”. Hasilnya menunjukkan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas, sedangkan *corporate governance* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas memengaruhi nilai perusahaan. *Corporate governance* berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh profitabilitas.

58. Penelitian Fachmi¹⁴⁸ pada tahun 2021 dengan judul: “Peran Kebijakan Dividen dalam Memediasi Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan pada Indeks Saham Syariah Indonesia”. Tujuan

¹⁴⁷Evan Hamzah Muchtar, Amiur Nuruddin, and Saparuddin Siregar, “Peningkatan Nilai Perusahaan melalui Tata Kelola Perusahaan dan Profitabilitas pada Konstituen Indeks Saham Syariah Indonesia,” *MALIA* 10, no. 2 (May 16, 2019): 181–200, accessed July 30, 2022, <https://jurnal.yudharta.ac.id/v2/index.php/malia/article/view/1428>.

¹⁴⁸Muhammad Fachmi, “Peran Kebijakan Dividen dalam Memediasi Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan pada Indeks Saham Syariah Indonesia,” *Journal of Management* 4, no. 2 (2021): 283–292.

penelitiannya adalah untuk menganalisis pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan, serta peran kebijakan dividen dalam memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia. Hasilnya menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia. Selain itu, kebijakan dividen juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kemudian, secara tidak langsung kebijakan dividen berperan penting dalam memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan secara positif dan signifikan.

59. Penelitian Muchtar et al.¹⁴⁹ pada tahun 2021 dengan judul: “*Good Corporate Governance, Profitabilitas, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan Pada Konstituen Jakarta Islamic Index 70*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk mengetahui pengaruh *good corporate governance*, profitabilitas, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada konstituen Jakarta Islamic Index 70. Hasilnya menunjukkan bahwa *good corporate governance* dan kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan profitabilitas berdasarkan hasil penelitian menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

¹⁴⁹Evan Hamzah Muchtar, Wahyu Hidayat, and Titis Astreani, “Good Corporate Governance, Profitabilitas, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan pada Konstituen Jakarta Islamic Index 70,” *J-EBIS (Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam)* 6, no. 1 (July 8, 2021): 67–88, accessed July 30, 2022, <https://journal.iainlangsa.ac.id/index.php/ebis/article/view/2684>.

60. Penelitian Mappadang¹⁵⁰ pada tahun 2021 dengan judul: “*Macroeconomic, Corporate Fundamentals, Systematic Risk on Firm Value: Evidence from Indonesian Manufacturing Sector*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk mempelajari hubungan antara pengaruh makroekonomi, fundamental perusahaan terhadap risiko sistematis, dan nilai perusahaan pada industri manufaktur Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2020. Hasilnya menunjukkan bahwa bahwa makroekonomi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan leverage berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Pada saat yang sama, belanja modal menunjukkan hasil yang berbeda dalam menanggapi nilai perusahaan, yaitu signifikan secara negatif. Secara khusus, risiko sistematis sebagai variabel mediasi menjadi pendorong makroekonomi dan leverage yang signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan.
61. Penelitian Ratnawardhani¹⁵¹ pada tahun 2017 dengan judul: “Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening atas Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan”. Tujuan penelitiannya adalah untuk menguji dan mencari bukti empiris mengenai: a) pengaruh *corporate governance* terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen. b) pengaruh kebijakan dividen dan *corporate governance* terhadap nilai

¹⁵⁰Agoestina Mappadang, “Macroeconomic, Corporate Fundamentals, Systematic Risk on Firm Value: Evidence from Indonesian Manufacturing Sector,” *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 25, no. 4 (2021): 836–854.

¹⁵¹Eki Andhika Ratnawardhani, “Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening atas Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan,” *Jurnal Akuntansi Aktual* 4, no. 2 (2017): 9, accessed July 30, 2022, <http://journal.um.ac.id/index.php/jaa>.

perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan dari *corporate governance* terhadap nilai perusahaan. *Corporate governance* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Kebijakan dividen berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen memediasi dampak *corporate governance* terhadap nilai perusahaan.

62. Penelitian Safitri et al.¹⁵² pada tahun 2022 dengan judul: “*Profitability, Good Corporate Governance, Dividend Policy, and Firm Value at ISSI*”. Tujuan penelitiannya adalah untuk mengetahui hubungan antara profitabilitas, *good corporate governance*, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan tahun 2016-2018 pada perusahaan manufaktur di ISSI. Hasilnya menunjukkan bahwa dewan komisaris berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas dan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Komite audit dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas memediasi dampak dewan komisaris dan kebijakan dividen tetapi tidak memediasi komite audit pada nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan adanya hubungan antar variabel yang memengaruhi nilai perusahaan.

¹⁵²Rani Safitri, Rika Lidyah, and Rachmania Rachmania, “Profitability, Good Corporate Governance, Dividend Policy, and Firm Value at ISSI,” *ETIKONOMI* 21, no. 1 (March 16, 2022): 139–152, accessed July 30, 2022, <http://journal.uinjkt.ac.id/index.php/etikonomi/article/view/16524>.

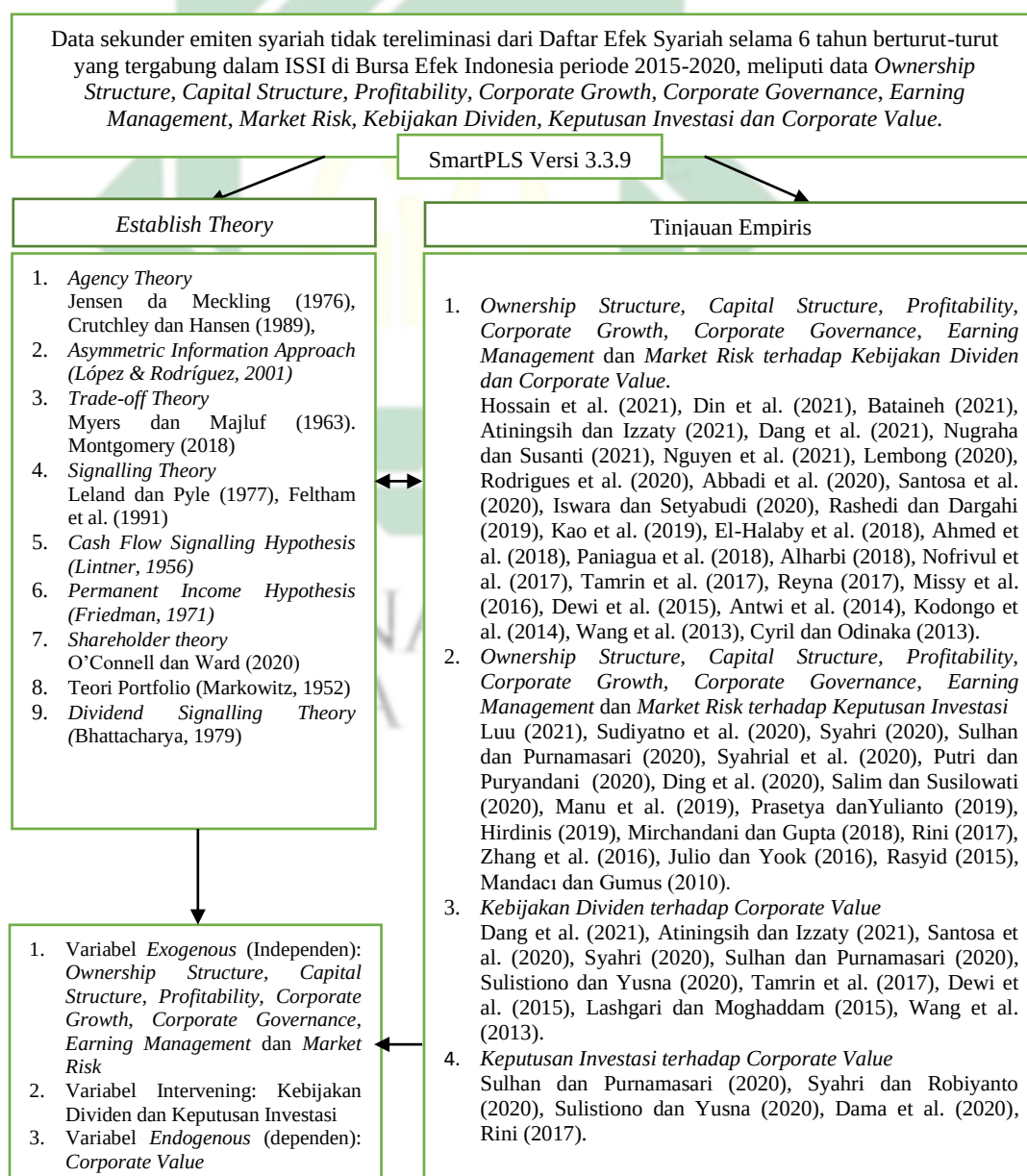
BAB III

KERANGKA PEMIKIRAN, KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

A. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan tinjauan teoretis dan empiris pada bab sebelumnya, maka kerangka berpikir dalam penelitian ini dijabarkan pada Gambar 3.1 berikut.

Gambar 3.1 Skema Kerangka Berpikir



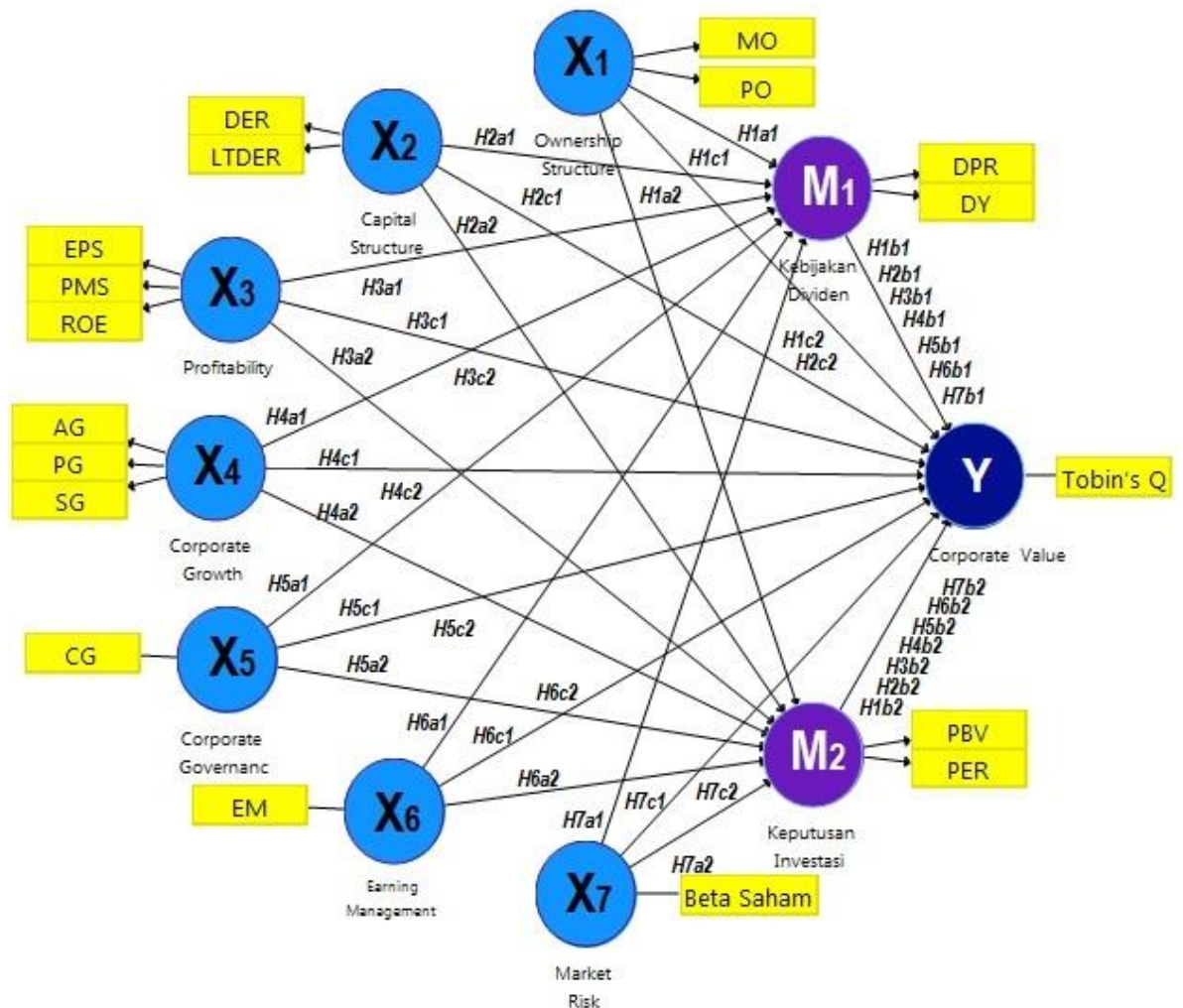
B. Kerangka Konseptual

Berdasarkan latar belakang, rumusan masalah dan kerangka pemikiran, maka dapat disusun konsep penelitian yang menjelaskan hubungan antar variabel laten dalam penelitian ini. Model kerangka konseptual sesuai dengan rumusan masalah seperti pada Gambar 3.3 terdiri dari dua tahap pengujian, 2 (dua) pengujian langsung dan 7 (tujuh) pengujian tidak langsung. Sebelum tahap pengujian tidak langsung dilakukan sesuai dengan rumusan masalah, tentunya tidak lepas dari pengujian langsung terhadap variabel-variabel tersebut (Gambar 3.2), karena merupakan satu rangkaian pengujian dalam efek mediasi.

1. Menguji pengaruh langsung variabel *ownership structure*, *capital structure*, *profitability*, *corporate growth*, *corporate governance*, *earning management* dan *market risk* terhadap kebijakan dividen, keputusan investasi dan *corporate value* (Gambar 3.2).
2. Menguji pengaruh variabel mediasi seperti pada rumusan masalah, yang terdiri dari dua pengujian, sebagai berikut (Gambar 3.3).
 - a. Pengaruh variabel *ownership structure*, *capital structure*, *profitability*, *corporate growth*, *corporate governance*, *earning management* dan *market risk* terhadap *corporate value* melalui variabel kebijakan dividen
 - b. Pengaruh variabel *ownership structure*, *capital structure*, *profitability*, *corporate growth*, *corporate governance*, *earning management* dan

market risk terhadap *corporate value* melalui variabel keputusan investasi.

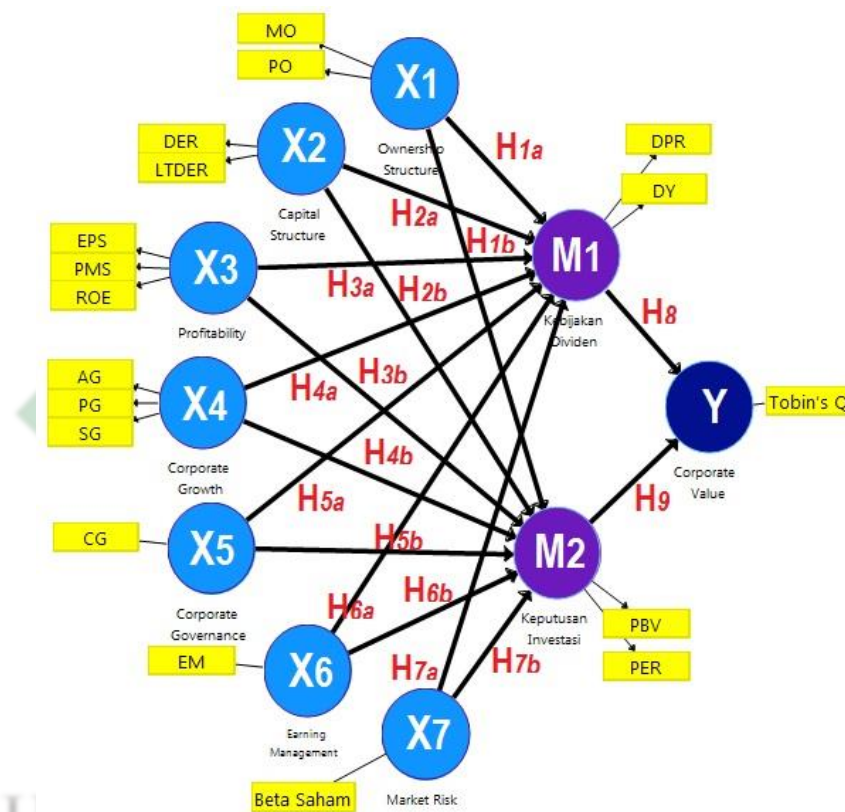
Gambar 3.2
Jalur Garis Pengaruh Langsung



Berdasarkan garis pengaruh langsung Gambar 3.2, dapat menjelaskan pengaruh antar variabel laten eksogen dan endogen dengan membandingkan hasil kajian penelitian sebelumnya pada Gambar 3.1 dan Tabel 3.1, terdapat dukungan empiris pengaruh *ownership structure*, *capital structure*, *profitability*, *corporate growth*, *corporate governance*,

earning management dan *market risk* terhadap *corporate value*. Kebijakan dividen dan keputusan investasi sebagai variabel *intervening* eksogen terhadap *corporate value*.

Gambar 3.3
Kerangka Konseptual (Garis Pengaruh Tidak Langsung)



Berdasarkan Gambar 3.3, terlihat jelas bahwa ada tujuh pengaruh tidak langsung dan dua pengaruh langsung. Pengaruh tidak langsung terdiri dari 1a) pengaruh $X_1 \rightarrow M_1 \rightarrow Y$, 1b) pengaruh $X_1 \rightarrow M_2 \rightarrow Y$, 2a) pengaruh $X_2 \rightarrow M_1 \rightarrow Y$, 2b) pengaruh $X_2 \rightarrow M_2 \rightarrow Y$, 3a) pengaruh $X_3 \rightarrow M_1 \rightarrow Y$, 3b) pengaruh $X_3 \rightarrow M_2 \rightarrow Y$, 4a) pengaruh $X_4 \rightarrow M_1 \rightarrow Y$, 4b) pengaruh $X_4 \rightarrow M_2 \rightarrow Y$, 5a) pengaruh $X_5 \rightarrow M_1 \rightarrow Y$, 5b) pengaruh $X_5 \rightarrow M_2 \rightarrow Y$, 6a) pengaruh $X_6 \rightarrow M_1 \rightarrow Y$, 6b) pengaruh $X_6 \rightarrow M_2 \rightarrow Y$, 7a) pengaruh $X_7 \rightarrow M_1 \rightarrow Y$, 7b) pengaruh $X_7 \rightarrow M_2 \rightarrow Y$. Pengaruh

langsung terdiri dari 1a) pengaruh $M_1 \rightarrow Y$ dan 1b) pengaruh $M_2 \rightarrow Y$. Gambar 3.3 tersebut sudah merepresentasi dari rumusan masalah dalam penelitian ini.



Tabel 3.1
Posisi Variabel Penelitian, Pengaruh antar Variabel dan Hasil Penelitian Terdahulu

No.	Variabel Memengaruhi	Variabel Dipengaruhi	Variabel Intervening	Pengaruh Antar Variabel	Hasil Penelitian Terdahulu
Pengaruh Langsung					
1	<i>Ownership Structure (X₁)</i>	Kebijakan Dividen (M ₁) dan <i>Corporate value</i> (Y)	—	Positif	Hossain et al. (2021), Din et al. (2021). Kao et al. (2019), Bataineh (2021), Reyna (2017), Mirchandani dan Gupta (2018), Rasyid (2015) Mandaci dan Gumus (2010), Zhang et al. (2016), Nofrivul et al. (2017) Paniagua et al. (2018), Nugraha dan Susanti (2021)
2	<i>Capital structure (X₂)</i>	Kebijakan Dividen (M ₁) dan <i>Corporate value</i> (Y)	—	Positif	Missy et al. (2016), Rasyid (2015), Luu (2021), Nofrivul et al. (2017), Hirdinis (2019), Salim dan Susilowati (2020), Dewi et al. (2015) Sudiyatno et al. (2020), El-Halaby et al. (2018), Abbas et al. (2016)
3	<i>Profitability (X₃)</i>	Kebijakan Dividen (M ₁) dan <i>Corporate value</i> (Y)	—	Positif	Rasyid (2015), Kodongo et al. (2014), Hirdinis (2019), Lembong (2020), Tamrin et al. (2017), Atiningsih dan Izzaty (2021), Setiawanta et al. (2021), Nugroho dan Halik (2021), Manu et al. (2019) Iswara dan Setyabudi (2020), Putri dan Puryandani (2020), Sulhan dan Herliana (2019), Nugraha dan Susanti (2021)
4	<i>Corporate Growth (X₄)</i>	Kebijakan Dividen (M ₁) dan <i>Corporate value</i> (Y)	—	Positif	Missy et al. (2016), Rasyid (2015) Cyril dan Odinaka (2013), Nugroho dan Halik (2021), Prasetya dan Yulianto (2019), Syahrial et al. (2020), Sulhan dan Herliana (2019) Nugraha dan Susanti (2021), Ding et al. (2020)
5	<i>Corporate Governance (X₅)</i>	Kebijakan Dividen (M ₁) dan <i>Corporate value</i> (Y)	—	Positif	Nguyen et al. (2021), Rodrigues et al. (2020), Sulhan dan Purnamasari (2020), Manu et al. (2019), Utama et al. (2017)
6	<i>Earning Management</i>	Kebijakan Dividen (M ₁) dan <i>Corporate value</i> (Y)	—	Positif	Feviana dan Supatmi (2021), Hernawati et al. (2021), Abbadi et al. (2020), Ahmed et al. (2018)

No.	Variabel Memengaruhi	Variabel Dipengaruhi	Variabel Intervening	Pengaruh Antar Variabel	Hasil Penelitian Terdahulu
	(X ₆)				
7	Market Risk (β) (X ₇)	Kebijakan Dividen (M ₁) dan Corporate value (Y)	—	Positif	Nugroho dan Halik (2021), Wibowo (2021)
8	Ownership Structure (X ₁)	Keputusan Investasi (M ₂)	—	Positif	Rini (2017), He dan Kyaw (2018), Choi et al. (2022)
9	Capital structure (X ₂)	Keputusan Investasi (M ₂)	—	Positif	Hutchinson (1995), Arafat et al. (2014),
10	Profitability (X ₃)	Keputusan Investasi (M ₂)	—	Positif	Putri dan Puryandani (2020), Prasetya dan Yulianto (2019)
11	Corporate Growth (X ₄)	Keputusan Investasi (M ₂)	—	Positif	Prasetya dan Yulianto (2019), Ding et al. (2020),
12	Corporate Governance (X ₅)	Keputusan Investasi (M ₂)	—	Positif	Amarjit Gill et al. (2012), Sulhan dan Purnamasari (2020), Marughu dan Nwaobia (2020), Shahid dan Abbas (2019)
13	Earning Management (X ₆)	Keputusan Investasi (M ₂)	—	Positif	Julio dan Yook (2016), Linhares et al. (2018), Rahmawati et al. (2015)
14	Market Risk (β) (X ₇)	Keputusan Investasi (M ₂)	—	Positif	Puspitaningtyas (2017)
15	Kebijakan Dividen (M ₁)	Corporate value (Y)	—	Positif	Lashgari dan Moghaddam (2015), Sulistiono dan Yusna (2020)
16	Keputusan Investasi (M ₂)	Corporate value (Y)	—	Positif	Dama et al (2020), Syahri dan Robiyanto (2020), Sulhan dan Purnamasari (2020), Sulistiono dan Yusna (2020)
Pengaruh Tidak Langsung (Sesuai dengan Rumusan Masalah)					
17	Ownership Structure (X ₁)	Corporate value (Y)	Kebijakan Dividen (M ₁) dan Keputusan Investasi (M ₂)	Positif	Iswara dan Setyabudi (2020), Rini (2017)
18	Capital structure (X ₂)	Corporate value (Y)	Kebijakan Dividen (M ₁) dan Keputusan Investasi (M ₂)	Positif	Hairudin dan Desmon (2020), Monica dan Akhmadi (2017), Fachmi (2021)

No.	Variabel Memengaruhi	Variabel Dipengaruhi	Variabel Intervening	Pengaruh Antar Variabel	Hasil Penelitian Terdahulu
19	<i>Profitability</i> (X ₃)	<i>Corporate value</i> (Y)	Kebijakan Dividen (M ₁) dan Keputusan Investasi (M ₂)	—	—
20	<i>Corporate Growth</i> (X ₄)	<i>Corporate value</i> (Y)	Kebijakan Dividen (M ₁) dan Keputusan Investasi (M ₂)	—	—
21	<i>Corporate Governance</i> (X ₅)	<i>Corporate value</i> (Y)	Kebijakan Dividen (M ₁) dan Keputusan Investasi (M ₂)	Positif	Rosida dan Sundari (2021), Ratnawardhani (2017)
22	<i>Earning Management</i> (X ₆)	<i>Corporate value</i> (Y)	Kebijakan Dividen (M ₁) dan Keputusan Investasi (M ₂)	—	—
23	<i>Market Risk</i> (β) (X ₇)	<i>Corporate value</i> (Y)	Kebijakan Dividen (M ₁) dan Keputusan Investasi (M ₂)	—	—

C. Pengajuan Hipotesis

Berdasar telaah teori, tinjauan empiris, kerangka pemikiran, serta kebutuhan dalam penelitian ini, maka hipotesis sesuai dengan kerangka konseptual yang penulis ajukan dengan fokus pada pengaruh tidak langsung (pengaruh hubungan melalui variabel *intervening*) seperti pada Gambar 3.3.

1. Pengaruh *ownership structure* terhadap kebijakan dividen, keputusan investasi dan nilai perusahaan.

Jatmiko and Kusumastuti¹ dalam penelitiannya memberikan bukti empiris yang terdiri dari; pertama, pemegang saham terbesar berkorelasi positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen; kedua, pemegang saham institusional berkorelasi positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen; ketiga, pemegang saham individu berkorelasi negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Selanjutnya Setiawan et al.² Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Pengujian hubungan antara struktur kepemilikan dan keputusan investasi oleh Wei He and NyoNyo A. Kyaw³ menunjukkan bahwa kepemilikan negara memiliki dampak negatif sedangkan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap keputusan *underinvestment*.

¹Indra Jatmiko and Retno Kusumastuti, "Ownership Structure and Dividend Policy in Non-Financial Company," *MIMBAR, Jurnal Sosial dan Pembangunan* 33, no. 1 (June 1, 2017): 21, accessed January 5, 2022, <http://ejournal.unisba.ac.id/index.php/mimbar/article/view/1965>.

²Doddy Setiawan et al., "Ownership Structure and Dividend Policy in Indonesia," *Journal of Asia Business Studies* 10, no. 3 (January 1, 2016): 230–252.

³Wei He and NyoNyo A. Kyaw, "Ownership Structure and Investment Decisions of Chinese SOEs," *Research in International Business and Finance* 43 (January 2018): 48–57, accessed January 6, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0275531917304701>.

Choi et al.⁴ Menemukan fakta bahwa *controlling owners* membuat keputusan investasi perusahaan di bawah struktur kepemilikan piramidal dan mengalokasikan sumber daya untuk keuntungan pribadi dalam kelompok bisnis mereka.

Neneng Susanti et al.⁵ menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap keputusan investasi dan kebijakan dividen, sementara keputusan pendanaan tidak memengaruhi struktur kepemilikan. Keputusan investasi dan kebijakan dividen memengaruhi nilai perusahaan, tetapi tidak berdampak pada keputusan keuangan. Selanjutnya, keputusan investasi, keputusan keuangan dan kebijakan dividen tidak dapat berfungsi sebagai variabel *intervening* dalam memengaruhi struktur kepemilikan pada nilai perusahaan.

Hasil penelitian disertasi Widyasari⁶ menunjukkan bahwa *corporate value* yang semakin rendah disebabkan karena struktur kepemilikan pada suatu perusahaan yang semakin terkonsentrasi. Selanjutnya, Dewata dan Banaluddin⁷ menggunakan analisis data panel dengan *fixed effect model* untuk menganalisis data. Temuannya menunjukkan bahwa secara simultan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing berpengaruh signifikan

⁴Daewoung Choi et al., "Pyramidal Ownership Structure and Investment Decision: Evidence from a Regulatory Reform," *John Wiley and Sons Limited* 30, no. 1 (January 2022): 55–79, accessed January 6, 2022, <https://doi.org/10.1111/corg.12407>.

⁵Neneng Susanti et al., "Implications of Ownership Structure on Firm Value with Financial Decision as Intervening Variable (State-Owned Enterprise Sector of Indonesia Stock Exchange)," *International Journal of Innovation* 9, no. 12 (2019): 17.

⁶Frederica Widyasari, "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dan Risiko pada Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia" (Disertasi, UGM, 2019).

⁷Evada Dewata and Isnurhadi Banaluddin, "The Effect of Ownership Structure on Firm Value in Indonesia," *EBES Istanbul* (May 2012): 21.

terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selanjutnya, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{1a} : *Ownership structure* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Ha_{1b} : *Ownership structure* berpengaruh terhadap keputusan investasi

Ha_{1c} : *Ownership structure* berpengaruh terhadap nilai perusahaan

2. Pengaruh *capital structure* terhadap kebijakan dividen, keputusan investasi dan nilai perusahaan

Ifada et al.⁸ dalam temuannya menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Selain itu, struktur modal dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap harga saham.

Selanjutnya temuan penelitian Dewi et al.⁹ Menunjukkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, Sedangkan kebijakan dividen berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan,

⁸Luluk Muhimatul Ifada, Sri Sulistyowati, and Maya Indriastuti, "Capital Structure and Dividend Policy Role in Building Stock Price," *Jurnal Aset (Akuntansi Riset)* 13, no. 2 (2021): 249–258.

⁹Raras Puspa Dewi, Suhadak, and Siti Ragil Handayani, "The Effects of Capital Structure and Good Corporate Governance on Dividend Policy and Firm Value an Empirical Research at Banks Listed In Indonesia Stock Exchange For The Period Of 2008-2012," *Profit* 09, no. 02 (September 1, 2015): 51–69, accessed January 15, 2022, <https://profit.ub.ac.id/index.php/profit/article/view/630>.

Arafat et al.¹⁰ menemukan ketergantungan antara struktur modal dan keputusan investasi melalui hubungan antara *leverage* perusahaan dan pilihan investasi. Sedangkan menurut Maulina¹¹ dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *corporate governance* berhubungan negatif dengan struktur modal tetapi berhubungan positif dengan investasi perusahaan.

Hasil penelitian disertasi Missy¹² membuktikan bahwa *capital structure* berpengaruh signifikan terhadap *corporate value*. Sedangkan Kruuk dan Sylwia¹³ dalam temuannya mengungkapkan bahwa diperlukan penelitian empiris yang tepat terkait korelasi antara struktur modal dan nilai perusahaan, karena secara teoritis tidak ada kesepakatan mengenai apakah dan sejauh mana struktur modal diterjemahkan ke dalam proses penciptaan nilai perusahaan. Selanjutnya hasil penelitian Luu dan Duc Huu¹⁴ menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan di industri kimia yang terdaftar di pasar saham Vietnam memiliki korelasi berlawanan dengan nilai perusahaan, dimana struktur modal perlu disesuaikan untuk meningkatkan nilai perusahaan

¹⁰M Yasser Arafat et al., "Capital Structure and Investment Decision: What Does Emerging Consumer Goods Industry Tell Us?," *Journal of Financial Studies & Research* (March 10, 2014): 1–11, accessed January 6, 2022, <http://www.ibimapublishing.com/journals/JFSR/2014/220243/220243.html>.

¹¹Gilda Maulina, Nila Firdausi Nuzula, and Cacik Rut Damayanti, "Corporate Governance, Capital Structure, And Corporate Investment: An Empirical Study On Proper Manufacturing Industry In Indonesia," *Jurnal Aplikasi Manajemen* 19, no. 1 (March 1, 2021): 130–140.

¹²Yuanita Missy, "Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)" (Disertasi, STIESIA, 2016).

¹³Sylwia Kruk, "Impact of Capital Structure on Corporate Value—Review of Literature," *Journal of Risk and Financial Management* 14, no. 4 (April 1, 2021): 155, accessed January 6, 2022, <https://www.mdpi.com/1911-8074/14/4/155>.

¹⁴Duc Huu Luu, "The Impact of Capital Structure on Firm Value: A Case Study in Vietnam," *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8, no. 5 (May 30, 2021): 287–292, accessed January 6, 2022, <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO5.0287>.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{2a} : *Capital structure* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Ha_{2b} : *Capital structure* berpengaruh terhadap keputusan investasi

Ha_{2c} : *Capital structure* berpengaruh terhadap nilai perusahaan

3. Pengaruh *profitability* terhadap kebijakan dividen, keputusan investasi dan nilai perusahaan

Hasil penelitian Abrar et al.¹⁵ menunjukkan bahwa variabel rasio keuangan yang diproksikan dengan profitabilitas dan rasio *leverage* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan dalam penelitian Lembong dan Sutri¹⁶ menunjukkan bahwa profitabilitas yang diukur dengan *net profit margin* (NPM) berpengaruh negatif tetapi signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Artinya nilai profitabilitas yang diukur dengan *net profit margin* (NPM) bukan menjadi dasar jumlah dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham.

¹⁵Besnedi Abrar, Riandra Ghazyla, and Dila Arisandi, "Analysis the Impact of Profitability, Liquidity, Leverage and Company Size on Dividend Policy," *Indonesian Management and Accounting Research* 16, no. 2 (June 25, 2019): 1, accessed January 6, 2022, <https://www.trijurnal.lemlit.trisakti.ac.id/imar/article/view/4676>.

¹⁶Herningsih Sutri Lembong, "The Effect of Profitability on Dividend Policy in Indonesian State-Owned Banks," *Journal of International Conference Proceedings* 3, no. 2 (October 19, 2020): 121–130, accessed January 6, 2022, <http://ejournal.aibpm.org/index.php/JICP/article/view/911>.

Hasil penelitian Chen dan Chen¹⁷ menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin besar profitabilitas suatu perusahaan, semakin banyak laba yang dapat dialihkan, dan semakin tinggi nilai perusahaan. Selanjutnya Setiawanta et al.¹⁸ dalam temuannya menunjukkan bahwa profitabilitas kinerja keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan tetapi berpengaruh negatif terhadap emisi gas rumah kaca sebagai proksi kinerja lingkungan.

Sutrisno¹⁹ dalam temuannya mengemukakan bahwa profitabilitas dan kepemilikan institusi berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Yunus²⁰ dengan menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015, penelitian ini menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap keputusan investasi.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{3a} : *Profitability* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

¹⁷Li-Ju Chen and Shun-Yu Chen, "The Influence of Profitability on Firm Value with Capital Structure as the Mediator and Firm Size and Industry as Moderators," *Investment Management and Financial Innovations* 8, no. 3 (2011): 10.

¹⁸Yulita Setiawanta et al., "The Impact of Profitability on Firm Value: Does Environmental Performance Play a Mediation Role?," *Journal of Hunan University (Natural Sciences)* 48, no. 7 (July 2021): 9.

¹⁹Sutrisno, "Corporate Governance, Profitability, and Firm Value Study on the Indonesian Islamic Index," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam (Journal of Islamic Economics and Business)* 6, no. 2 (December 11, 2020): 292.

²⁰Rahmad Setiawan Yunus, "Pengaruh Leverage dan Profitabilitas terhadap Keputusan Investasi," *Humanities, Management and Science Proceedings* 1, no. 2 (2021): 17.

Ha_{3b} : *Profitability* berpengaruh terhadap keputusan investasi

Ha_{3c} : *Profitability* berpengaruh terhadap nilai perusahaan

4. Pengaruh *corporate growth* terhadap kebijakan dividen, keputusan investasi dan nilai perusahaan

Khan et al.²¹ dalam temuan penelitiannya menunjukkan bahwa ada hubungan antara dividen dengan pembayaran yang lebih rendah dan peluang pertumbuhan perusahaan, namun berkorelasi sebaliknya untuk CEO dengan dual kepemilikan perusahaan. Selanjutnya dalam penelitian Subramaniam et al.²² menemukan bahwa terdapat korelasi peluang pertumbuhan perusahaan terkait dengan pembayaran dividen yang lebih rendah. Korelasi ini lebih tidak signifikan pada perusahaan Bumiputera yang dikendalikan.

Hasil penelitian Kusumawati dan Yulia²³ menunjukkan bahwa secara parsial likuiditas dan *growth opportunity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan investasi, sedangkan *debt asset* dan perputaran aset berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap keputusan investasi. Secara simultan variabel likuiditas, *debt to asset*,

²¹Zeeshan Khan et al., "Impact of Growth Opportunities on Dividend Policy: Evidence on the Role of CEO Duality in the Emerging Economy of Pakistan," *International Journal of Innovation* 11, no. 12 (2020): 783–794, www.ijicc.net.

²²Ravichandran K. Subramaniam, Mohammed Shaiban, and Susela Devi Suppiah, "Growth Opportunities and Dividend Policy: Some Evidence on the Role of Ethnicity in an Emerging Economy," *Corporate Ownership and Control* 12, no. 1 (2014): 126–138, accessed January 15, 2022, <http://www.virtusinterpress.org>.

²³Yulia Tri Kusumawati, "The Effect of Financial Performance And Growth Opportunity On Investment Decisions In Food And Beverage Companies In Indonesia Stock Exchange," *Jurnal Ekonomi dan Manajemen* 14, no. 1 (January 29, 2020): 144–157, accessed January 15, 2022, <https://journals.umkt.ac.id/index.php/JEM/article/view/253>.

asset turnover, dan *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

Hasil analisis dalam penelitian Cyril et al.²⁴ menunjukkan bahwa total penjualan berpengaruh negatif terhadap nilai aset bersih per lembar saham perusahaan. Sedangkan total aset, usia perusahaan dan jumlah karyawan secara statistik berpengaruh positif terhadap nilai aset bersih per lembar saham perusahaan manufaktur Nigeria. selama periode penelitian. Selanjutnya hasil penelitian Oktaviani²⁵ menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, Sedangkan hasil penelitian Kartika²⁶ menunjukkan bahwa *corporate growth* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{4a} : *Corporate growth* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Ha_{4b} : *Corporate growth* berpengaruh terhadap keputusan investasi

Ha_{4c} : *Corporate growth* berpengaruh terhadap nilai perusahaan

5. Pengaruh *corporate governance* terhadap kebijakan dividen, keputusan investasi dan nilai perusahaan

²⁴Ubesie Madubuko Cyril and Okeke Hyginus Odinaka, "Effect of Corporate Growth Indicators on Company's Value in the Nigerian Manufacturing Sector," *Appl. Stat.* (2013): 7.

²⁵Retno Fuji Oktaviani, "Effect of Firm Growth and Firm Size on Company Value with Earning Per Share As Moderation," *EAJ (Economics and Accounting Journal)* 3, no. 3 (December 10, 2020): 219, accessed January 15, 2022, <http://openjournal.unpam.ac.id/index.php/EAJ/article/view/6776>.

²⁶Kartika, "Analysis of Size, ROA, and Growth of Corporate Value; with Variable Capital Structure as Intervening," *International journal of science, engineering, and information technology* 04, no. 02 (July 2020): 203–208, <https://journal.trunojoyo.ac.id/ijseit>.

Penelitian Al-Amarneh dan Yaseen²⁷ menguji hubungan antara faktor-faktor tata kelola perusahaan, kepemilikan perusahaan, kepemilikan lembaga keuangan, kepemilikan orang dalam dan kepemilikan asing) dan *dividend yield*. Hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan perusahaan dan kepemilikan lembaga keuangan memiliki hubungan nonlinier dengan *dividend yield*, karena peningkatan *dividend yield* juga akan meningkatkan level tertentu perusahaan sebagaimana *free cash flow theory*. Selanjutnya penelitian Rodrigues et al.²⁸ dengan menggunakan analisis data panel, mendukung pentingnya tata kelola mekanisme perlindungan kepentingan pemegang saham, dan mengungkapkan bahwa keputusan terkait pembayaran dividen dan berapa banyak yang harus dibayarkan. Sedangkan Nguyen et al.²⁹ menemukan bahwa *corporate governance* memiliki efek negatif pada *dividend policy*. Studi ini menemukan bukti kuat bahwa teori alternatif menjelaskan lebih baik hubungan antara tata kelola perusahaan dan kebijakan dividen. Selanjutnya Mardani et al.³⁰ dalam temuannya mengemukakan bahwa ukuran dewan berhubungan negatif dengan

²⁷Asmaa Al-Amarneh and Hdeel Yaseen, "Corporate Governance and Dividend Policy in Jordan," *International Journal of Economics and Finance* 6, no. 4 (March 26, 2014): 210, accessed January 15, 2022, <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijef/article/view/32749>.

²⁸Ricardo Rodrigues, J. Augusto Felício, and Pedro Verga Matos, "Corporate Governance and Dividend Policy in the Presence of Controlling Shareholders," *Journal of Risk and Financial Management* 13, no. 8 (July 26, 2020): 162, accessed January 15, 2022, <https://www.mdpi.com/1911-8074/13/8/162>.

²⁹Ha Viet Nguyen, Hung Ngoc Dang, and Hung Hoang DAU, "Influence of Corporate Governance on Dividend Policy in Vietnam," *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8, no. 2 (February 28, 2021): 893–902, accessed January 15, 2022, <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO2.0893>.

³⁰R Malavia Mardani et al., "Ownership Structure, Corporate Governance and Dividend Policy: Evidence from Indonesia," *KnE Social Sciences* 3, no. 10 (November 12, 2018): 1249–1255, accessed January 15, 2022, <https://knepublishing.com/index.php/Kne-Social/article/view/3466>.

kebijakan dividen, sedangkan dewan independen berhubungan positif dengan kebijakan dividen.

Penelitian Gill et al.³¹ menunjukkan bahwa masa jabatan CEO, dualitas CEO, ukuran dewan, total aset perusahaan, dan kecil kinerja perusahaan kecil berdampak positif pada keputusan investasi perusahaan kecil di India. Selanjutnya Marughu dan Nwaobia³² dalam penelitiannya dapat disimpulkan bahwa tata kelola perusahaan memengaruhi volume saham yang diperdagangkan. Sedangkan manajemen dan dewan direksi harus menyerap transparansi budaya tata kelola perusahaan untuk menarik investor dalam mengambil keputusan investasi. Sedangkan Maulina et al.³³ mengemukakan dalam temuannya bahwa tata kelola perusahaan berhubungan negatif dengan struktur modal tetapi berhubungan positif dengan keputusan investasi perusahaan.

Hasil penelitian disertasi Sumatriani³⁴ mengungkapkan bahwa Penerapan tata kelola yang baik mendorong para *steward* untuk memberikan pelayanan kepada pemegang saham dan pemangku kepentingan, dan manajemen perusahaan yang bertindak atas nama pemegang saham dan membuat keputusan yang memaksimalkan nilai

³¹Amarjit Gill et al., "The Relationship between Corporate Governance and the Investment Decision of Small Business Firms in India," *Journal of Finance and Investment Analysis* 1, no. 2 (May 31, 2012): 41–59.

³²Aimonomhe Jafaru Marughu and Appolos Nwabuisi Nwaobia, "Corporate Governance and Investors' Decision in Quoted Deposit Money Bank in Nigeria," *European Journal of Business and Management Research* 5, no. 6 (November 11, 2020): 1–11, accessed January 15, 2022, <https://ejbmr.org/index.php/ejbmr/article/view/599>.

³³Gilda Maulina, Nila Firdausi Nuzula, and Cacik Rut Damayanti, "Corporate Governance, Capital Structure, and Corporate Investment: An Empirical Study on Proper Manufacturing Industry In Indonesia," *Jurnal Aplikasi Manajemen* 19, no. 1 (March 1, 2021): 135.

³⁴Sumatriani, "Asean Corporate Governance Scorecard, Kinerja Keuangan, Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Terhadap Nilai Perusahaan" (Disertasi, Universitas Hasanuddin, 2017).

perusahaan. Selanjutnya temuan dari penelitian Kartika³⁵ menemukan bahwa *good corporate governance* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Feviana dan Supatmi³⁶ dalam temuannya menunjukkan bahwa GCG berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan manajemen laba. Manajemen laba tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Manajemen laba yang digunakan sebagai variabel *intervening* tidak dapat memediasi hubungan antara GCG dengan nilai perusahaan. Selanjutnya Kusuma dan Nuswantara³⁷ dalam temuannya menunjukkan bahwa variabel dewan komisaris dan kepemilikan institusi berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan ketiga variabel independen yaitu ukuran komisaris independen, komite audit dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{5a} : *Corporate governance* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Ha_{5b} : *Corporate governance* berpengaruh terhadap keputusan investasi

Ha_{5c} : *Corporate governance* berpengaruh terhadap nilai perusahaan

³⁵Indri Kartika, "Corporate Governance, Corporate Social Responsibility and Firm Value: Evidence from Indonesia," *International Journal of Business Economics (IJBE)* 3, no. 1 (February 25, 2021): 64–80, accessed January 15, 2022, <http://jurnal.umsu.ac.id/index.php/ijbe/article/view/7912>.

³⁶Dwi Lia Feviana and Supatmi Supatmi, "Good Corporate Governance Affects Company Value with Earnings Management as Intervening Variables in BUMN," *International Journal of Social Science and Business* 5, no. 1 (March 15, 2021): 16–25.

³⁷Imtizal Jauhara Kusuma, Dian Anita Nuswantara, and M Si, "The Effect of Good Corporate Governance on Firm Value," *Journal of Economics, Business, and Government Challenges* 4, no. 1 (2021): 1–8.

6. Pengaruh *earning management* terhadap kebijakan dividen, keputusan investasi dan nilai perusahaan

Penelitian Abbadi et al.³⁸ Menggunakan *Modified Jones Model*, dengan 46 sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Kuwait periode 2011-2016 menunjukkan tidak adanya hubungan yang signifikan antara *earning management* dan kebijakan dividen. Selanjutnya hasil penelitian Ahmed et al.³⁹ memberikan konfirmasi baru yang menunjukkan bahwa ketika pengembalian ekuitas lebih menonjol daripada tingkat pengembalian yang disyaratkan, *price earning ratio* sebagai proksi dari variabel *earning management* dan rasio pembayaran dividen menunjukkan hubungan negatif dan konveksitas positif atau sebaliknya.

Temuan Julio et al.⁴⁰ menunjukkan bahwa manajemen laba menunjukkan hubungan cekung dengan sensitivitas investasi terhadap peluang investasi yang diukur dengan Tobin's Q. Hubungan cekung menunjukkan bahwa dampak marjinal manajemen laba pada efisiensi investasi menurun dengan jumlah manajemen laba. Sedangkan

³⁸Sinan S. Abbadi et al., "The Impact of Earnings Management on Dividend Policy: Evidence From Kuwait," *International Journal of Financial Research* 11, no. 5 (October 5, 2020): 518–526, accessed January 15, 2022, <http://www.sci.edu.ca/journal/index.php/ijfr/article/view/18332>.

³⁹Farhan Ahmed, Neha Advani, and Sahabia Kanwal, "Earnings Management and Dividend Policy: Empirical Evidence from Major Sectors of Pakistan," *International Journal of Economics and Financial Issues* 8, no. 3 (2018): 182–190, www.econjournals.com.

⁴⁰Brandon Julio and Youngsuk Yook, "Earnings Management and Corporate Investment Decisions," *Finance and Economics Discussion Series* 2016, no. 086, 2016-086 (November 2016): 1–34, accessed January 15, 2022, <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/earnings-management-and-corporate-investment-decisions.htm>.

Rahmawati et al.⁴¹ mengemukakan bahwa hasil penelitiannya tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan bahwa manajemen laba dengan item khusus tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi.

Penelitian Abbas dan Ayyub⁴² mengemukakan bahwa terdapat hubungan positif antara aspek manajemen laba riil dan akrual terhadap nilai perusahaan. Dampak manajemen laba akrual tersebut lebih dirasakan oleh perusahaan Pakistan dibandingkan dengan manipulasi laba riil.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{6a} : *Earning management* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Ha_{6b} : *Earning management* berpengaruh terhadap kebijakan investasi

Ha_{6c} : *Earning management* berpengaruh terhadap nilai perusahaan

7. Pengaruh *market risk* terhadap kebijakan dividen, keputusan investasi dan nilai perusahaan

⁴¹S. Rahmawati, Sri Wahyu Agustiningsih, and Erna Setiany, "The Effect of Earnings Management with Special Item to Investment Decision: Empirical Study at Manufacture Firm Listed in Indonesia Stock Exchange 2008-2010," *International Journal of Monetary Economics and Finance* 8, no. 2 (2015): 111–125, accessed January 15, 2022, <http://www.inderscience.com/link.php?id=70777>.

⁴²Asad Abbas and Usman Ayub, "Role of Earnings Management in Determining Firm Value: An Emerging Economy Perspective," *International Journal of Advanced And Applied Sciences* 6, no. 6 (June 2019): 103–116, accessed January 15, 2022, <http://www.science-gate.com/IJAAS/2019/V6I6/1021833ijaas201906015.html>.

Hasil penelitian Silim⁴³ menemukan bahwa risiko sistematis (β) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Subing dan Gusni⁴⁴ Hasil studi menunjukkan risiko sistematis berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan. Sedangkan temuan penelitian Wibowo⁴⁵ menunjukkan bahwa risiko sistematis merupakan faktor utama yang secara langsung memengaruhi nilai perusahaan atau secara tidak langsung melalui kinerja perusahaan dan struktur modal.

Menurut Puspitaningtyas⁴⁶ Estimasi risiko sistematis merupakan salah satu aspek penting dari keputusan investasi terbaik. Melalui prediksi risiko sistematis, akan diketahui risiko yang akan dihadapi investor. Temuan Raza et al.⁴⁷ dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *market risk* berpengaruh terhadap keputusan investasi.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

⁴³Desi Teliana Silim, "Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan Sektor Non Keuangan yang Terdaftar di BEI Periode 2012-2016," *Calyptra* 7, no. 2 (2018): 2531–2550.

⁴⁴Hesty Juni Tambuati Subing and Gusni, "Risiko Sistematis, Ukuran Perusahaan, Corporate Governance, Leverage dan Kebijakan Dividen," *Dinamika Global* (Desember 2016).

⁴⁵Agung Wibowo, "How Does Company Performance, Systematic Risk and Capital Structure Affect The Corporate Value: Empirical Study on the Indonesian Capital Market," *International Journal of Economics and Management Studies* 8, no. 10 (October 2021): 45–50.

⁴⁶Zarah Puspitaningtyas, "Estimating Systematic Risk for the Best Investment Decisions on Manufacturing Company in Indonesia," *Investment Management and Financial Innovations* 14, no. 1 (March 31, 2017): 46–54, accessed January 15, 2022, <https://businessperspectives.org/journals/investment-management-and-financial-innovations/issue-247/estimating-systematic-risk-for-the-best-investment-decisions-on-manufacturing-company-in-indonesia>.

⁴⁷Syed Ali Raza, Syed Tehseen Jawaid, and Adeel Hussain, "Risk and Investment Decisions in Stock Markets: Evidence from Four Asian Countries," *International Journal of Managerial and Financial Accounting* 6, no. 3 (2014): 227, accessed January 15, 2022, <http://www.inderscience.com/link.php?id=65240>.

Ha_{7a} : *Market risk* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Ha_{7b} : *Market risk* berpengaruh terhadap keputusan investasi

Ha_{7c} : *Market risk* berpengaruh terhadap nilai perusahaan

8. Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

Hasil penelitian Dang et al.⁴⁸ dan Hung et al.⁴⁹ menemukan hasil yang senada bahwa kebijakan dividen memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan dari perusahaan yang menerapkan kebijakan pembayaran dividen yang lebih tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang tidak membayar dividen atau membayar dividen rendah tidak mengalami dampak yang signifikan dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya Syahri⁵⁰ dalam penelitiannya juga menunjukkan bahwa kebijakan deviden yang diproksikan dengan *dividen payout ratio* terhadap nilai perusahaan diproksikan dengan *price to earning ratio* dan *price to book value*.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{8a} : Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan

9. Pengaruh Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan

⁴⁸Hung Ngoc Dang et al., "Impact of Dividend Policy on Corporate Value: Experiment in Vietnam," *International Journal of Finance & Economics* 26, no. 4 (October 2021): 5815–5825.

⁴⁹Dang Hung et al., "Impact of Dividend Policy on Corporate Value: Experiment in Vietnam," *International Journal of Finance & Economics* 26, no. 4 (August 21, 2020): 4857–4861.

⁵⁰Alfi Syahri and Robiyanto, "The Effect Investment, Funding, and Dividend Policy Toward the Company Value," *International Journal of Social Science and Business* 4, no. 3 (2020): 372–382, accessed January 16, 2022, <https://ejournal.undiksha.ac.id/index.php/IJSSB/index>.

Menurut Sa'diyah⁵¹ serta Sulhan dan Purnamasari⁵² dalam penelitiannya menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Hasanuddin⁵³ menunjukkan bahwa keputusan investasi yang diprosikan dengan *capital expenditure to book value assets* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{9a} : Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan

10. Pengaruh *ownership structure* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi

Penelitian Iswara dan Setyabudi⁵⁴ menunjukkan bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Sedangkan hasil penelitian Alamsyah dan Muchlas⁵⁵

⁵¹Chalimatuz Sa'diyah, "Relationship Between Profitability, Investment Decisions on Firm Value: A Study of Listed Banks In Indonesia," *JBMP (Jurnal Bisnis, Manajemen dan Perbankan)* 7, no. 2 (September 20, 2021): 69–88.

⁵²Muhammad Sulhan and Puji Endah Purnamasari, "The Effect of Funding Policy, Investment Policy, and Dividend Policy on the Firm Value through Good Corporate Governance as an Intervening Variable," *Global Review of Islamic Economics and Business* 8, no. 1 (November 23, 2020): 49–58.

⁵³Rusdiah Hasanuddin, "The Influence of Investment Decisions, Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value," *Jurnal Economic Resources* 4, no. 1 (Agustus 2021): 39–48.

⁵⁴Ulfah Setia Iswara and Teguh Gunawan Setyabudi, "The Influence of Profitability and Structure of Ownership on Company Value with Dividend Policy as an Intervening Variable," *Jurnal Akuntansi Kajian Ilmiah Akuntansi (JAK)* 7, no. 1 (January 29, 2020): 1–8, accessed January 15, 2022, <http://e-jurnal.lppmunsera.org/index.php/Akuntansi/article/view/1400>.

⁵⁵Agus Rahman Alamsyah and Zainul Muchlas, "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, dan IOS terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur terdaftar di BEI.," *Jurnal Ilmiah Bisnis dan Ekonomi Asia* 12, no. 1 (February 1, 2018): 9–16, accessed January 15, 2022, <https://jibeka.stie.asia.ac.id/index.php/jibeka/article/view/5>.

menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Hasil penelitian Rini⁵⁶ menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi, sedangkan keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi bukanlah variabel yang memediasi hubungan antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{10a} : *Ownership structure* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen

Ha_{10b} : *Ownership structure* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui keputusan investasi

11. Pengaruh *capital structure* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi

⁵⁶Indah Sulisty Rini, "The Effect of Ownership Structure on Firm Value with Investment Decision as Intervening Variable (Empirical Study of The Listed Companies in Indonesia Stock Exchange Period 2008-2014)," *International Journal of Social and Local Economic Governance* 3, no. 2 (October 2017): 99–110.

Hasil penelitian Alamsyah dan Muchlas⁵⁷ menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Selanjutnya Hairudin dan Desmon,⁵⁸ hasil penelitiannya menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen. Sedangkan kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dari hasil analisis jalur disimpulkan bahwa kebijakan dividen dapat memediasi hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan.

Penelitian Puspa Dewi et al.⁵⁹ juga menunjukkan hal serupa bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Kebijakan dividen berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, dan struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Monica dan Akhmadi⁶⁰ menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh langsung negatif signifikan terhadap nilai perusahaan melalui keputusan investasi.

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

⁵⁷Alamsyah and Muchlas, "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, dan IOS terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur terdaftar di BEI."

⁵⁸Hairudin and Desmon, "The Effect of Capital Structure on Firm Value by Using Dividend Policy as an Intervening Variable (Study on Pharmaceutical Sub Sector Companies)," *Diskursus Ilmu Manajemen STIESA* 17, no. 01 (2020): 70–87, accessed January 15, 2022, <https://ojs.stiesa.ac.id/index.php/dimensia>.

⁵⁹Raras Puspa Dewi, Suhadak, and Siti Ragil Handayani, "The Effects of Capital Structure and Good Corporate Governance on Dividend Policy and Firm Value an Empirical Research at Banks Listed in Indonesia Stock Exchange for The Period Of 2008-2012," *Profit* 09, no. 02 (September 1, 2015): 51–69.

⁶⁰Lara Monica and Uzair Achmadi, "Struktur Modal dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan," *Agregat: Jurnal Ekonomi dan Bisnis* 1, no. 2 (September 2017): 221–230, accessed January 16, 2022, <http://journal.uhamka.ac.id/index.php/agregat>.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{11a} : *Capital structure* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen

Ha_{11b} : *Capital structure* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui keputusan investasi

12. Pengaruh *profitability* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi

Penelitian Tamrin et al.⁶¹ menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai *intervening* variabel. Selanjutnya hasil penelitian Iswara dan Setyabudi⁶² menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan dividen, dan berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Wijaya dan Sedana⁶³ menunjukkan bahwa keputusan investasi lebih memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

⁶¹Muhammad Tamrin, H Rahman Mus, and Aryati Arfah, "Effect of Profitability and Dividend Policy on Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Indonesian Manufacturing Sectors," *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)* 19, no. 10, VIII (October 2017): 9.

⁶²Ulfah Setia Iswara and Teguh Gunawan Setyabudi, "The Influence of Profitability And Structure of Ownership on Company Value with Dividend Policy as an Intervening Variable," *Jurnal Akuntansi Kajian Ilmiah Akuntansi (JAK)* 7, no. 1 (January 29, 2020): 1–8.

⁶³Bayu Irfandi Wijaya and I.B. Panji Sedana, "Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen dan Kesempatan Investasi sebagai Variabel Mediasi)," *E-Jurnal Manajemen Unud* 4, no. 12 (2015): 4477–4500.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{12a} : *Profitability* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen

Ha_{12b} : *Profitability* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui keputusan investasi

13. Pengaruh *corporate growth* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi

Hasil analisis dalam penelitian Cyril et al.⁶⁴ menunjukkan bahwa *corporate growth* berpengaruh positif terhadap perusahaan manufaktur di Nigeria. Sedangkan hasil penelitian Oktaviani menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, serta hasil penelitian Kartika⁶⁵ menunjukkan bahwa *corporate growth* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Khan et al.⁶⁶ dan Subramaniam et al.⁶⁷ dalam temuan penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan perusahaan, namun berkorelasi sebaliknya untuk CEO dengan dual kepemilikan perusahaan. Selanjutnya

⁶⁴Ubesie Madubuko Cyril and Okeke Hyginus Odinaka, "Effect of Corporate Growth Indicators on Company's Value in the Nigerian Manufacturing Sector," *Journal of Theoretical & Applied Statistics* 3, no. 2 (2013): 31–37.

⁶⁵Kartika, "Analysis of Size, ROA, and Growth of Corporate Value; with Variable Capital Structure as Intervening."

⁶⁶Khan et al., "Impact of Growth Opportunities on Dividend Policy: Evidence on the Role of CEO Duality in the Emerging Economy of Pakistan."

⁶⁷ Subramaniam, Shaiban, and Suppiah, "Growth Opportunities and Dividend Policy," 128.

hasil penelitian Kusumawati dan Yulia⁶⁸ menunjukkan bahwa secara parsial likuiditas dan *growth opportunity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan investasi.

Hasil penelitian Dang et al.⁶⁹ dan Hung et al.⁷⁰ menemukan bahwa kebijakan dividen memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan yang mengimplementasikan kebijakan pembayaran dividen yang lebih tinggi dan sebaliknya.

Menurut Sa'diyah⁷¹ serta Sulhan dan Purnamasari⁷² dalam penelitiannya menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Hasanuddin⁷³ menunjukkan bahwa keputusan investasi yang diprosikan dengan *capital expenditure to book value assets* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{13a} : *Corporate growth* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen

⁶⁸Kusumawati, "The Effect Of Financial Performance And Growth Opportunity On Investment Decisions In Food And Beverage Companies In Indonesia Stock Exchange." 84.

⁶⁹Dang et al., "Impact of Dividend Policy on Corporate Value." 145.

⁷⁰Hung et al., "Impact of Dividend Policy on Corporate Value: Experiment in Vietnam." 75.

⁷¹Sa'diyah, "Relationship Between Profitability, Investment Decisions On Firm Value." 125.

⁷²Sulhan and Purnamasari, "The Effect of Funding Policy, Investment Policy, and Dividend Policy on the Firm Value through Good Corporate Governance as an Intervening Variable." 92.

⁷³Hasanuddin, "The Influence of Investment Decisions, Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value." 121.

Ha_{13b} : *Corporate growth* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui keputusan investasi

14. Pengaruh *corporate governance* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi

Hasil penelitian Ratnawardhani⁷⁴ menunjukkan bahwa kebijakan dividen akan memediasi dampak *corporate governance* terhadap nilai perusahaan. Hal ini terbukti bahwa *corporate governance* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. *Corporate governance* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, dan kebijakan dividen berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Rosida dan Sundari⁷⁵ menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh *good corporate governance* terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Kartika⁷⁶ dan Sutrisno⁷⁷ dalam temuannya menemukan bahwa *good corporate governance* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya hasil penelitian Bimo et al.⁷⁸ serta Marughu dan

⁷⁴Eki Andhika Ratnawardhani, "Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening atas Pengaruh Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan," *Jurnal Akuntansi Aktual* 4, no. 2 (2017): 134–141.

⁷⁵Fatimah Nur Rosida and Siti Sundari, "Pengaruh Good Corporate Governance dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen" 1, no. 1 (2021): 10.

⁷⁶Kartika, "Corporate Governance, Corporate Social Responsibility and Firm Value."

⁷⁷Sutrisno Sutrisno, "Corporate Governance, Profitability, and Firm Value Study on The Indonesian Sharia Stock Index," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam (Journal of Islamic Economics and Business)* 6, no. 2 (December 11, 2020): 292–303.

⁷⁸Irenius Dwinanto Bimo, Engelbertha Evrantine Silalahi, and Ni Luh Gde Lydia Kusumadewi, "Corporate Governance and Investment Efficiency in Indonesia: The Moderating Role of Industry Competition," *Journal of Financial Reporting and Accounting* ahead-of-print, no. ahead-of-print (January 1, 2021), accessed January 7, 2022, <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2020-0351>.

Nwaobia ⁷⁹ Mengungkapkan bahwa tata kelola perusahaan dapat meningkatkan keputusan investasi yang efisien. Sedangkan keputusan investasi menurut Hasanuddin⁸⁰ tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{14a} : *Corporate governance* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen

Ha_{14b} : *Corporate governance* kurang berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui keputusan investasi

15. Pengaruh *earning management* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi

Hasil penelitian Ginting⁸¹ menunjukkan bahwa manajemen laba berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dan variabel kebijakan dividen mampu memediasi keduanya. Temuan Julio et al.⁸² menunjukkan bahwa manajemen laba menunjukkan hubungan cekung dengan sensitivitas investasi terhadap peluang investasi yang diukur dengan Tobin's Q. Hubungan cekung menunjukkan bahwa dampak

⁷⁹Nguyen, Dang, and DAU, "Influence of Corporate Governance on Dividend Policy in Vietnam." 147.

⁸⁰Hasanuddin, "The Influence of Investment Decisions, Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value." 128.

⁸¹Remila Aprilia Ginting, "The Effect of Capital Structure, Earning Management, Profitability, Free Cash Flow And Environment Cost on Firm Value with Dividend Policy as Moderating Variables in Pharmaceutical Sub Sector Companies Listed on the 2007-2019 Indonesia Stock Exchange Period," *Jurnal Sains Sosio Humaniora* 5, no. 2 (2021): 15.

⁸²Julio and Yook, "Earnings Management and Corporate Investment Decisions." 25.

marjinal manajemen laba pada efisiensi investasi yang menurun dengan adanya manajemen laba. Sedangkan Rahmawati et al.⁸³ mengemukakan dalam hasil penelitiannya bahwa manajemen laba tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi. Selanjutnya temuan penelitian Hasanuddin⁸⁴ menunjukkan bahwa keputusan investasi yang diprosikan dengan *capital expenditure to book value assets* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{15a} : *Earning management* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen

Ha_{15b} : *Earning management* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui keputusan investasi

16. Pengaruh *market risk* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan investasi

Menurut Puspitaningtyas⁸⁵ Estimasi risiko sistematis merupakan salah satu aspek penting dari keputusan investasi terbaik. Melalui prediksi risiko sistematis, akan diketahui risiko yang akan dihadapi

⁸³Rahmawati, Agustiningih, and Setiany, "The Effect of Earnings Management with Special Item to Investment Decision." 64.

⁸⁴Hasanuddin, "The Influence of Investment Decisions, Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value." 130.

⁸⁵Puspitaningtyas, "Estimating Systematic Risk for the Best Investment Decisions on Manufacturing Company in Indonesia." 48.

investor. Temuan Raza et al.⁸⁶ dalam penelitiannya menunjukkan bahwa market risk berpengaruh terhadap keputusan investasi.

Hasil penelitian Silim⁸⁷ menemukan bahwa risiko sistematis (β) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Subing dan Gusni⁸⁸ Hasil studi menunjukkan risiko sistematis berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Hasil penelitian Nugroho dan Halik⁸⁹ Menunjukkan bahwa risiko sistematis tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan Hasil penelitian Wibowo⁹⁰ menunjukkan bahwa risiko sistematis merupakan faktor utama yang secara langsung memengaruhi nilai perusahaan atau secara tidak langsung melalui kinerja perusahaan dan struktur modal.

Disertasi Sudiyatno⁹¹ menunjukkan bahwa risiko sistematis berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya

⁸⁶Raza, Jawaid, and Hussain, "Risk and Investment Decisions in Stock Markets." 225.

⁸⁷Silim, "Faktor – Faktor yang Memengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan Sektor Non Keuangan yang Terdaftar di BEI Periode 2012-2016."

⁸⁸Subing and Gusni, "Risiko Sistematis, Ukuran Perusahaan, Corporate Governance, Leverage Dan Kebijakan Dividen."

⁸⁹Mulyanto Nugroho and Abdul Halik, "The Effect of Growth and Systematic Risk on the Firm's Value: Profitability as a Mediating Variable," *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura* 23, no. 3 (March 31, 2021): 466–476, accessed January 15, 2022, <https://journal.perbanas.ac.id/index.php/jebav/article/view/2468>.

⁹⁰Wibowo, "How Does Company Performance, Systematic Risk and Capital Structure Affect The Corporate Value: Empirical Study on the Indonesian Capital Market."

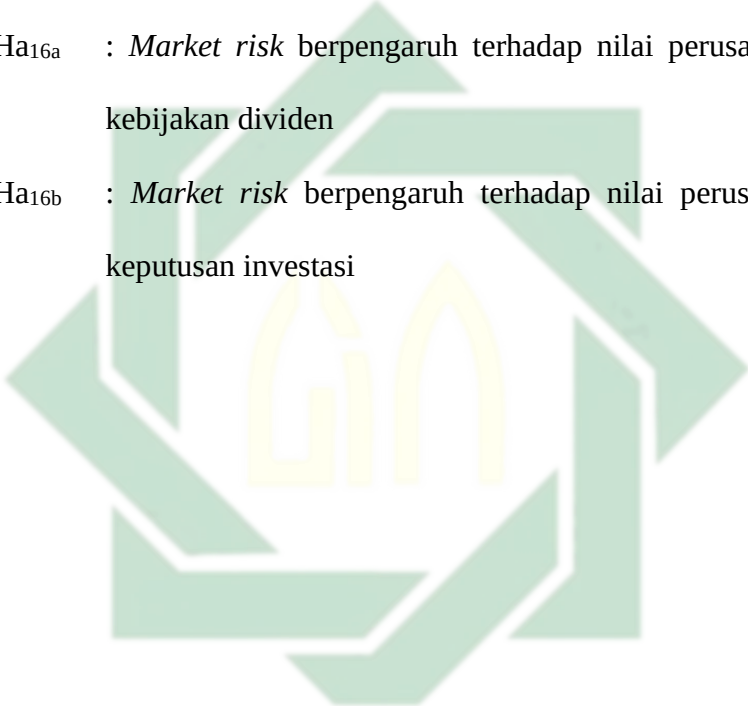
⁹¹Bambang Sudiyatno, "Peran Kinerja Perusahaan dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, dan Kebijakan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)" (Disertasi, Universitas Diponegoro, 2010).

hasil penelitian Nugroho dan Halik⁹² mengungkapkan bahwa risiko sistematis tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan paparan dari temuan beberapa penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Ha_{16a} : *Market risk* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen

Ha_{16b} : *Market risk* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui keputusan investasi



UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

⁹²Nugroho and Halik, "The Effect of Growth and Systematic Risk on the Firm's Value." 470.

BAB IV

METODOLOGI PENELITIAN

A. Desain Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian dan kerangka konseptual, penelitian ini merupakan penelitian eksplanatif yang menjelaskan pengaruh antar variabel laten menggunakan data sekunder. Penelitian ini, ditujukan untuk menjelaskan pengaruh hubungan antar variabel yang dianalisis. Penelitian ini juga fokus pada pengujian empiris terhadap teori melalui pengujian pengaruh antar variabel serta pengukuran dan teknik analisis menggunakan prosedur statistik dalam hipotesis.

Penelitian ini menggunakan pendekatan analisis kuantitatif dengan *Partial Least Square-Structural Equation Models* (PLS-SEM) untuk menganalisis pengaruh langsung ataupun tidak langsung. Metode kuantitatif nantinya akan menghasilkan data kuantitatif dari *annual report* emiten sampel dan berbagai data sekunder lainnya. Penelitian kuantitatif berbasis data sekunder berdasar Prasetyo dan Jannah¹ menyatakan bahwa ketersediaan data/dokumen (*existing statistics/documents*) yang sudah ada seperti laporan keuangan, bisa dimanfaatkan oleh peneliti dalam hal pengumpulan data kuantitatif.

B. Lokasi dan Waktu Penelitian

Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan obyek pengamatan adalah emiten syariah dalam Indeks Saham Syariah Indonesia

¹Bambang Prasetyo and Lina Miftahul Jannah, *Metode Penelitian Kuantitatif: Teori dan Aplikasi*, 7th ed. (Jakarta: Rajawali Persada, 2012), 168.

(ISSI) yang tidak tereliminasi dari Daftar efek Syariah (DES) selama periode amatan dari tahun 2015 sampai dengan tahun 2020. Alasan memilih BEI sebagai lokasi penelitian karena data yang tersedia, dapat diakses dengan mudah dan *free* serta terjamin keabsahannya. Penelitian ini mulai dilaksanakan pada Januari sampai dengan Juni 2022.

C. Jenis dan Sumber Data

Jenis data dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa dokumen elektronik *financial report* dan *annual report* emiten syariah yang tergabung dalam ISSI seperti data kuantitatif proksi dari variabel *ownership structure*, *capital structure*, *profitability*, *corporate growth*, *corporate governance*, *earning management*, *market risk*, kebijakan dividen dan keputusan investasi periode 2015-2020. Penelitian ini menggunakan data yang bersumber dari *Factbook Indonesian Capital Market (FICM)*, *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan laporan keuangan tahunan emiten sampel penelitian.

D. Populasi dan Sampel

Populasi merupakan obyek pengamatan yang memiliki persamaan karakteristik.² Populasi dalam penelitian ini adalah semua emiten syariah yang terdaftar di ISSI, sudah memiliki reputasi dan kinerja yang baik serta membagikan dividen secara berkelanjutan selama periode 2015-2020. Alasan memilih populasi tersebut, peneliti ingin lebih fokus terhadap emiten syariah yang tergabung dalam ISSI yang selama ini jarang dilakukan dalam merekonstruksi variabel-variabel penelitian.

²John W. Creswell, *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*, 3rd ed. (Thousand Oaks, Calif: Sage Publications, 2009), 139.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI dan sahamnya tergabung dalam ISSI dari tahun 2015 hingga akhir tahun 2020. Berdasar tabel 4.1, jumlah populasi rata-rata dalam penelitian ini adalah sebanyak 369 (pembulatan) perusahaan.

Tabel 4.1
Jumlah Populasi dalam Penelitian

No.	DES periode I	Jumlah	DES periode II	Jumlah	Rata-rata
1.	Des 2014 - Mei 2015	316	Juni - Nov 2015	313	314,5
2.	Des 2015 - Mei 2016	315	Juni - Nov 2016	306	310,5
3.	Des 2016 - Mei 2017	331	Juni - Nov 2017	335	333,0
4.	Des 2017 - Mei 2018	331	Juni - Nov 2018	371	351,0
5.	Des 2018 - Mei 2019	406	Juni - Nov 2019	413	409,5
6.	Des 2019 - Mei 2020	441	Agus - Nov 2020	451	446,0
7.	Des 2020 - Mei 2021	421			421,0
Jumlah rata-rata populasi periode 2015 - 2020					369,4

Sumber: Bursa Efek Indonesia 2015 - 2020, diolah.

Metode penentuan sampel menggunakan *Purposive Sampling Methode*, yaitu penentuan sampel berdasarkan kriteria yang ditentukan oleh peneliti.³ Adapun kriteria pemilihan sampel sebagai berikut. a) Emiten Syariah yang terdaftar di BEI dan tergabung dalam ISSI, b) Emiten Syariah yang secara rutin menyajikan dan mempublikasikan laporan keuangan secara berturut-turut selama periode 2015 - 2020, c) Emiten Syariah tidak tereliminasi dari DES selama periode 2015 - 2020, d) Emiten Syariah yang membagikan dividen secara simultan selama periode 2015-2020.

Penelitian ini menggunakan data *time series* dan *cross section (pooling data)*, dan berdasarkan kriteria teknik sampling tersebut, maka jumlah sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 71 emiten syariah. Jumlah

³Sugiyono, *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*, 19th ed. (Bandung: Alfabeta, 2013), 80.

tersebut diperoleh berdasarkan pada kriteria teknik sampling yang telah ditentukan sebelumnya.

Kriteria pemilihan dan penentuan sampel dalam penelitian ini tersaji dalam Tabel 4.2 berikut.

Tabel 4.2
Prosedur Pemilihan Sampel

No.	Kriteria Sampel	Jumlah
1.	Seluruh emiten terdaftar di BEI yang menjadi konstituen ISSI yang diterbitkan OJK dan memublikasikan annual report selama periode 2015-2020	369
2.	Emiten Syariah yang tergabung dalam ISSI dan tidak tereliminasi dari DES selama periode 2015-2020	169
3.	Emiten Syariah membagikan dividen tidak secara terus-menerus selama periode 2015-2020	(98)
4.	Perusahaan yang memenuhi persyaratan sebagai sampel termasuk membagi dividen secara berkelanjutan periode 2015-2022	71

Sumber: Bursa Efek Indonesia, periode 2015 - 2020, diolah

Screening emiten syariah yang dijadikan sampel dalam penelitian ini dilakukan menggunakan “*selected camparation*” dengan *top-bottom tecnic*, utamanya ISSI dan tidak pernah tereliminasi dari DES selama periode 2015-2020.

1. Penilaian DES periode I pada Desember 2020 sampai dengan Mei 2021 sebanyak 421 *discreening* kepada periode sebelumnya yaitu penilaian periode I Desember 2014 sampai dengan Mei 2015 sebanyak 316.
2. Hasil *screening* pada tahap pertama kemudian dikomparasikan kembali secara mundur berurutan dari periode Desember 2019 sampai dengan Mei 2020 sebanyak 441 hingga penilaian periode II Juni sampai dengan November 2015 sebanyak 313.
3. Hasil *selected camparation* dari tahap pertama sampai dengan tahap ke-2 menghasilkan jumlah emiten syariah yang tidak tereliminasi dari daftar

efek syariah selama periode 2015 sampai dengan 2020 sebanyak 169 sampel.

4. Dari Daftar Efek Syariah selama periode 2015 sampai dengan 2020 sebanyak 169 sampel yang tidak membagikan dividen selama periode tersebut berjumlah 98 emiten sampel. Sehingga total perusahaan yang akan dijadikan sampel penelitian berjumlah 71 perusahaan dalam rentang waktu enam tahun sebagaimana tersaji dalam Tabel 4.3 berikut.

Tabel 4.3
Daftar Emiten tidak Tereliminasi dari DES
dan Membagi Dividen berkelanjutan periode 2015-2020

No.	Kode	Nama Emiten
1.	AALI	Astra Agro Lestari Tbk.
2.	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk.
3.	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk.
4.	ADRO	Adaro Energy Tbk.
5.	AKPI	Argha Karya Prima Industry Tbk.
6.	AKRA	AKR Corporindo Tbk.
7.	ARNA	Arwana Citramulia Tbk.
8.	ASGR	Astra Graphia Tbk.
9.	AUTO	Astra Otoparts Tbk.
10.	BATA	Sepatu Bata Tbk.
11.	BISI	Bisi International Tbk.
12.	BRAM	Indo Kordsa Tbk.
13.	BSSR	Baramulti Suksessarana Tbk.
14.	CASS	Cardig Aero Services Tbk.
15.	CINT	Chitose Internasional Tbk.
16.	CLPI	Colorpak Indonesia Tbk.
17.	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk.
18.	CTRA	Ciputra Development Tbk.
19.	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara Tbk.
20.	DVLA	Darya Varia Laboratoria Tbk.
21.	EKAD	Ekadharma International Tbk.

No.	Kode	Nama Emiten
22.	ELSA	Elnusa Tbk.
23.	EPMT	Enseval Putera Megatrading Tbk.
24.	FISH	FKS Multi Agro Tbk.
25.	GEMA	Gema Grahasarana Tbk.
26.	GEMS	Golden Energy Mines Tbk.
27.	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
28.	INTP	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk.
29.	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk.
30.	JKON	Jaya Konstruksi Manggala Pratama Tbk.
31.	JRPT	Jaya Real Property Tbk.
32.	JSPT	Jakarta Setiabudi Internasional Tbk.
33.	KAEF	Kimia Farma (Persero) Tbk.
34.	KBLM	Kabelindo Murni Tbk.
35.	KLBF	Kalbe Farina Tbk.
36.	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk.
37.	LTLS	Lautan Luas Tbk.
38.	MBAP	Mitrabara Adiperdana Tbk.
39.	MERK	Merck Tbk.
40.	MFMI	Multifiling Mitra Indonesia Tbk.
41.	MKPI	Metropolitan Kentjana Tbk.
42.	MLPT	Multipolar Technology Tbk.
43.	MTDL	Metrodata Electronics Tbk.
44.	MTLA	Metropolitan Land Tbk.
45.	MYOR	Mayora Indah Tbk.
46.	NELY	Pelayaran Nelly Dwi Putri Tbk.
47.	NRCA	Nusa Raya Cipta Tbk.
48.	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.
49.	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk.
50.	PTPP	PP (Persero) Tbk.
51.	PWON	Pakuwon Jati Tbk.
52.	RAJA	Rukun Raharja Tbk.
53.	ROTI	Nippon Indosari Corpindo Tbk.
54.	SCCO	Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk.
55.	SIDO	Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk.

No.	Kode	Nama Emiten
56.	SKLT	Sekar Laut Tbk.
57.	SMRA	Summarecon Agung Tbk.
58.	SMSM	Selamat Sempurna Tbk.
59.	SSIA	Surya Semesta Internusa Tbk.
60.	TCID	Mandom Indonesia Tbk.
61.	TGKA	Tigaraksa Satria Tbk.
62.	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.
63.	TOTL	Total Bangun Persada Tbk.
64.	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk.
65.	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk.
66.	TURI	Tunas Ridean Tbk.
67.	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk.
68.	UNTR	United Tractors Tbk.
69.	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.
70.	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.
71.	WTON	Wijaya Karya Beton Tbk.

Sumber: Bursa Efek Indonesia, periode 2015 - 2020, diolah.

E. Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode dokumentasi. Dokumen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *financial statement* yang sudah diaudit oleh akuntan publik dan laporan tahunan perusahaan periode 2015-2020.

F. Variabel Penelitian, Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Instrumen penelitian digunakan untuk mengukur nilai variabel yang diteliti. Dengan demikian jumlah instrumen yang akan digunakan untuk penelitian akan tergantung pada jumlah variabel yang diteliti.⁴ Penelitian ini terdiri atas sepuluh variabel yaitu *ownership structure*, *capital structure*, *profitability*, *corporate growth*, *corporate governance*, *earning management*,

⁴Ibid., 92.

market risk, kebijakan perusahaan yang diproyeksi oleh kebijakan dividen dan keputusan investasi dan *corporate value*. Variabel penelitian tersebut dalam penelitian ini dikelompokkan menjadi tiga variabel yaitu variabel bebas (*exogenous*), variabel terikat (*endogenous*) dan variabel mediasi (*intervening*).

Variabel bebas dalam penelitian ini adalah variabel *ownership structure*, *capital structure*, *profitability*, *corporate growth*, *corporate governance*, *earning management* dan *market risk*. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah variabel *corporate value*. Sedangkan variabel kebijakan dividen dan keputusan investasi diproyeksi sebagai variabel mediasi.

Definisi konsep variabel penelitian merupakan definisi yang mendasari variabel penelitian secara teoretik, sehingga konsep variabel yang digunakan dalam penelitian menjadi lebih jelas dalam pengertian konseptual. Ringkasan variabel penelitian, definisi operasional dan pengukuran variabel ditunjukkan dalam Tabel 4.3.

1. Variabel *Exogenous* (Eksogen/Prediktor)

Variabel *exogenous* yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel yang diduga secara langsung dan tidak langsung dapat memengaruhi variabel dependen mediasi dan variabel dependen murni. Variabel-variabel tersebut adalah sebagai berikut.

a. *Ownership Structure* (X_1)

Struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme dalam tata kelola perusahaan yang memengaruhi biaya agensi di suatu

perusahaan.⁵ Struktur kepemilikan dapat dipahami dan dijelaskan oleh dua pendekatan teoritis, yaitu: teori agensi dan teori asimetri informasi (*asymmetric information approach*).⁶ Pola struktur kepemilikan menurut Jansen dan Meckling dalam Hasan dan Butt⁷ dapat dibedakan menjadi kepemilikan manajerial (*managerial ownership*), kepemilikan institusional dan kepemilikan publik (*outsider ownership*).

1) Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi kepemilikan saham oleh manajemen. Kepemilikan manajerial adalah kondisi yang menunjukkan bahwa manajer sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan.⁸

Pengukuran kepemilikan manajerial dapat diukur dengan membandingkan prosentase jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dengan jumlah total saham beredar.⁹

⁵Michael C Jensen and William H Meckling, "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3 (1976): 307.

⁶Félix J. López-Iturriaga and Juan Antonio Rodríguez-Sanz, "Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equations Analysis of Spanish Companies," *Journal of Management and Governance* 5, no. 2 (2001): 179–204, accessed November 28, 2020, <http://link.springer.com/10.1023/A:1013078225905>.

⁷Arshad Hasan and Safdar Ali Butt, "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies," *International Journal of Business and Management* 4, no. 2 (February 18, 2009): 52, accessed March 23, 2022, <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/view/491>.

⁸Yuan George Shan, Qingliang Tang, and Junru Zhang, "The Impact of Managerial Ownership on Carbon Transparency: Australian Evidence," *Journal of Cleaner Production* 317 (October 2021): 128480, accessed March 9, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0959652621026913>.

⁹Mazlina Mustapha and Ayoub Che Ahmad, "Agency Theory and Managerial Ownership: Evidence from Malaysia," *Managerial Auditing Journal* 26, no. 5 (May 24, 2011): 419–436, accessed March 10, 2022, <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/0268690111129571/full/html>.

2) Kepemilikan Masyarakat (*Public Ownership*)

Kepemilikan masyarakat merupakan perbandingan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh publik dengan jumlah total saham beredar.¹⁰ Karakteristik dalam pola struktur kepemilikan tersebut akan memengaruhi kontrol perusahaan, sehingga akan memengaruhi kualitas keputusan manajemen.¹¹ Dalam *public ownership* yang kepemilikannya tersebar, keterlibatan investor sangat lemah dalam memantau dan mengendalikan keputusan strategis perusahaan, karena tidak terlibat langsung dalam kegiatan bisnis keseharian perusahaan.

b. *Capital Structure* (X_2)

Struktur modal merupakan perbandingan jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal diproksi dengan *debt to equity ratio* (DER) dan *long-term debt to equity ratio* (LDER).¹²

1) Total hutang dibanding modal sendiri (*Debt to Equity Ratio*)

Debt to equity ratio (DER), merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat penggunaan hutang terhadap total liabilities (baik jangka pendek maupun jangka panjang)

¹⁰Tri Wulandari, "Analisis Pengaruh Political Connection dan Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan," *Diponegoro Journal of Accounting* 2, no. 1 (2013): 1–12, <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>.

¹¹Andrei Schleifer and Robert Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *The Journal of Finance* 52, 2 (June 2007): 737–783.

¹²Odongo Kodongo, Thabang Mokoaleli-Mokoteli, and Leonard K. Maina, "Capital Structure, Profitability and Firm Value: Panel Evidence of Listed Firms in Kenya," *SSRN Electronic Journal* (2014), accessed November 2, 2020, <http://www.ssrn.com/abstract=2465422>.

sedangkan total *shareholder's equity* merupakan total modal saham yang disetor dan laba ditahan yang dimiliki perusahaan.

- 2) Hutang jangka panjang total dibanding ekuitas (*long term debt to equity ratio*)

LDER merupakan rasio utang terhadap total ekuitas jangka panjang yang menunjukkan berapa banyak perusahaan dibiayai oleh kewajiban keuangan jangka panjang, seperti pembiayaan yang berdurasi satu tahun atau lebih.¹³

c. *Profitability (X₃)*

Profitabilitas adalah kemampulabaan perusahaan selama periode tertentu dalam mengelola aktiva dan ekuitasnya.¹⁴ Jenis-jenis rasio profitabilitas yang digunakan sebagai indikator dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1) *Profit Margin on Sales (PMS)*

PMS berfungsi untuk mengetahui keuntungan penjualan dari perbandingan *net income* dengan total penjualan.¹⁵

2) *Return on Equity (ROE)*

ROE menunjukkan efisiensi penggunaan ekuitas. Nilai ROE semakin besar, menunjukkan posisi pemilik perusahaan semakin kuat, demikian pula sebaliknya.¹⁶

3) *Earning per share (EPS)*

¹³Ibid., 53.

¹⁴S. Munawir, *Analisa Laporan Keuangan*, 17th ed., vol. 4 (Yogyakarta: Liberty, 2016).

¹⁵Eugene F. Brigham and Joel F. Houston, *Fundamentals of Financial Management*, Fourteenth edition. (Boston, MA, USA: Cengage Learning, 2016).

¹⁶Agus Harjito Martono, *Manajemen Keuangan*, 2nd ed. (Yogyakarta: Ekonisia, 2018), 85.

EPS menunjukkan laba bersih per lembar saham yang dibagikan kepada *share holders*. Nilai EPS semakin tinggi diharapkan perolehan investor akan dividen dan *capital gain* juga akan semakin meningkat.¹⁷

d. *Corporate Growth* (X₄)

Pertumbuhan perusahaan merupakan proses yang terjadi secara bertahap untuk perluasan bisnis, pengembangan produk, diversifikasi produk, peningkatan jumlah tenaga kerja, peningkatan penjualan, peningkatan laba, dan peningkatan jumlah aset.¹⁸

Indikator pertumbuhan perusahaan meliputi pertumbuhan penjualan, pertumbuhan laba dan pertumbuhan aset.¹⁹

- 1) Pertumbuhan penjualan (*sales growth*) adalah perubahan jumlah hasil penjualan dalam satuan waktu tertentu. Pertumbuhan penjualan (*sales growth*) mengukur kemampuan perusahaan meningkatkan volume penjualan produk sehingga menambah pendapatan.

¹⁷Eduardus Tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio & Investasi*, (Yogyakarta: Kanisius, 2017). 82.

¹⁸Craig Shimasaki, "Company Growth Stages and the Value of Corporate Culture," in *Biotechnology Entrepreneurship* (Elsevier, 2020), 527–540, accessed January 19, 2021, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780128155851000358>.

¹⁹Samson Ige Abolarinwa et al., "Corporate Growth Strategies and Financial Performance of Quoted Manufacturing Firms in Nigeria: The Mediating Role of Global Economic Crises," ed. Tor Eriksson, *Cogent Economics & Finance* 8, No. 1 (January 1, 2020): 1750259, accessed March 11, 2022, <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2020.1750259>. Lihat juga Shimasaki, "Company Growth Stages and the Value of Corporate Culture." Lihat juga Jie Yang, "Innovation Capability and Corporate Growth: An Empirical Investigation in China," *Journal of Engineering and Technology Management* 29, no. 1 (January 2012): 34–46, accessed March 11, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0923474811000427>.

2) Pertumbuhan laba (*profit growth*) adalah peningkatan jumlah laba yang diperoleh dalam satuan waktu tertentu. Pertumbuhan laba (*profit growth*) mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan tambahan keuntungan dari operasi perusahaan pada satuan waktu tertentu.

3) Pertumbuhan aset (*assets growth*) adalah perubahan jumlah aset perusahaan dalam satuan waktu tertentu. Pertumbuhan aset (*assets growth*) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk menambah jumlah aktivasinya sendiri.

e. *Corporate Governance* (X₅)

Corporate governance merupakan suatu aktivitas atau suatu kondisi yang diperlukan untuk memastikan terlindunginya kepentingan pemegang saham dan juga pihak berkepentingan lainnya di mana aktifitas tersebut dilaksanakan berdasarkan seperangkat aturan tertulis maupun hal lain yang perlu diperhatikan manajemen perusahaan dalam menjalankan perusahaan.

Pendekatan pengukuran *corporate governance* (CG) cukup bervariasi tetapi secara umum terbagi atas dua pendekatan. Pendekatan pertama menggunakan ukuran tunggal yang seperti Farooq & Derrabi²⁰ mengukur CG melalui konsentrasi kepemilikan dan pemilihan auditor,

²⁰Omar Farooq and Mohamed Derrabi, "Effect of Corporate Governance Mechanisms on the Relationship between Legal Origins and Cost of Debt: Evidence from the Middle East and North Africa (MENA) Region," *African Journal of Business Management* 6, no. 7 (February 22, 2012): 2706–2715, accessed June 29, 2022, www.academicjournals.org/AJBM.

Bacha²¹ menggunakan efektifitas dewan direksi dan komite audit, dan struktur kepemilikan.

Pendekatan kedua adalah dengan membangun sekumpulan indikator yang merupakan ciri-ciri dari *corporate governance* yang baik. Penelitian yang menggunakan pendekatan ini seperti Karmani et al.²², Al-Masawa et al.,²³ Zhu,²⁴ dan sebagainya.

Pendekatan ketiga yang umum digunakan adalah pendekatan dengan beberapa ukuran tunggal yang diintegrasikan untuk menentukan kualitas CG. Berdasarkan penelitian Mazzotta & Veltri²⁵ digunakan beberapa ukuran tunggal mekanisme internal CG seperti jumlah dewan direksi, jumlah dan proporsi direksi independen terhadap keseluruhan direksi, jumlah komite yang ada di bawah dewan komisaris, serta jumlah anggota komite yang independen. Berdasarkan hal di atas, maka untuk memperoleh nilai variabel CG, maka akan dilakukan berbagai langkah berikut.

²¹Sami Bacha, "Corporate Governance Practices and Audit Quality: Do They Matter for the Cost of Debt?," *Theoretical Economics Letters* 09, no. 07 (2019): 2262–2282, accessed June 29, 2022, <http://www.scirp.org/journal/doi.aspx?DOI=10.4236/tel.2019.97143>.

²²Majdi Karmani, Aymen Ajina, and Rym Boussaada, "An Investigation of The Relation Between Corporate Governance and Liquidity: Empirical Evidence From France," *Journal of Applied Business Research (JABR)* 31, no. 2 (March 3, 2015): 631, accessed March 12, 2022, <https://clutejournals.com/index.php/JABR/article/view/9118>.

²³Amal Mohammed Al-Masawa et al., "Audit Committee Characteristics and the Moderating Effect of Malaysian Code of Corporate Governance on IPO Liquidity," *Management Research Review* ahead-of-print, no. ahead-of-print (January 1, 2021), accessed March 12, 2022, <https://doi.org/10.1108/MRR-06-2021-0428>.

²⁴Feifei Zhu, "Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study: Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study," *International Review of Finance* 14, no. 3 (September 2014): 393–429, accessed March 12, 2022, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/irfi.12034>.

²⁵Romilda Mazzotta and Stefania Veltri, "The Relationship between Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. Evidence from the Italian Stock Exchange," *Journal of Management & Governance* 18, no. 2 (May 2014): 419–448, accessed March 12, 2022, <http://link.springer.com/10.1007/s10997-012-9230-9>.

- 1) Terkait jumlah dewan komisaris dan direksi terdapat perbedaan pandangan bahwa sebagian penelitian seperti Mazzotta and Veltri²⁶ menyatakan bahwa semakin besar jumlah dewan komisaris dan direksi akan memberikan dampak yang kurang baik, namun penelitian lain seperti Shivdasani²⁷ menyatakan bahwa semakin banyak anggota dewan komisaris dan direksi akan memberikan manfaat baik bagi tata kelola perusahaan. Dalam konteks Indonesia, penelitian ini berasumsi bahwa semakin banyak anggota dewan komisaris dan direksi merupakan gambaran implementasi mekanisme internal CG yang baik. Berdasarkan hal tersebut maka akan dibuat *dummy* dua indikator yaitu jumlah dewan komisaris dan direksi yaitu diberi nilai “1” jika jumlahnya di atas median data, dan akan diberi nilai “0” jika tidak demikian.
- 2) Terkait independensi baik dewan komisaris maupun dewan direksi, mayoritas penelitian menyimpulkan bahwa semakin banyak komisaris dan direksi yang independen merupakan gambaran mekanisme internal CG yang baik. Berdasarkan hal ini akan dibuat empat buah *dummy* variabel yaitu jumlah dewan komisaris independen, jumlah dewan direksi independen, proporsi dewan komisaris independen, dan proporsi dewan direksi independen.

²⁶ Ibid., 430.

²⁷Anil Shivdasani and David Yermack, “CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis,” *The Journal of Finance* LIV, no. 5 (1999): 1829–1853, accessed March 12, 2022, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00168>.

Keempat variabel *dummy* tersebut akan diberi nilai “1” jika di atas nilai median sementara akan diberi nilai “0” jika tidak demikian.

- 3) Terkait keberadaan komite dibawah dewan komisaris, mayoritas penelitian menyimpulkan bahwa semakin lengkap komite dibawah dewan komisaris serta semakin banyak anggotanya yang independen merupakan gambaran mekanisme internal CG yang baik. Berdasarkan hal tersebut akan dibangun dua buah variabel *dummy* yaitu jumlah komite dibawah dewan komisaris dan proporsi anggota komite yang independen. Untuk kedua variabel tersebut akan diberi nilai “1” jika nilainya di atas median dan akan diberi nilai “0” jika tidak demikian.

f. *Earning Management* (X_6)

Earning management (EM) merupakan tindakan campur tangan manajemen terhadap penentuan laba perusahaan dengan memanipulasi laba sebenarnya untuk menunjukkan informasi yang baik terkait dengan kinerja perusahaan tersebut.²⁸

Pendekatan pengukuran *Earning Management (EM)* sudah berkembang sedemikian rupa melalui berbagai penyempurnaan maupun perubahan konsep pengukuran. Sejalan dengan perkembangan tersebut, hasil pendeteksian praktik manajemen laba juga relatif bervariasi. Salah satu penyebab hal tersebut kemungkinan besar dipengaruhi oleh jenis pendekatan yang digunakan. Pendekatan yang paling umum digunakan

²⁸Jamil Sharif and Md. Azim, “Impacts of Earnings Management on Corporate Failure: A Case Study of Wirecard,” *International Journal of Accounting & Finance Review* (November 1, 2021): 39, accessed July 22, 2022, <https://www.cribfb.com/journal/index.php/ijafr/article/view/1411>.

adalah model yang dibangun Healy²⁹ yang terus disempurnakan menjadi model Jones³⁰, Dechow et al.³¹, dan Kothari et al.³². Namun demikian pendekatan yang paling memiliki kekuatan untuk menjelaskan EM adalah Model *Modified Jones* yang dibangun oleh Dechow³³ dengan mengetahui nilai *Discretionary Accrual (DA)*.³⁴

g. *Market Risk (X₇)*

Risiko sistematis berkaitan dengan perubahan yang terjadi di luar pasar secara keseluruhan.³⁵ Risiko sistematis kecenderungannya tidak dapat didegradasi, tetapi lebih menekankan pada cara mengelola risiko tersebut.

Salah satu ukuran dari risiko sistematis adalah beta. Beta saham (BS) merupakan suatu pengukuran kecenderungan perubahan *return*

²⁹Paul M. Healy, "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics* 7, no. 1–3 (April 1985): 85–107, accessed March 13, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0165410185900291>.

³⁰Jennifer J. Jones, "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research* 29, no. 2 (1991): 193–228, accessed March 13, 2022, <https://www.jstor.org/stable/2491047?origin=crossref>.

³¹Patricia M. Dechow, "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review* 70, no. 2 (1995): 193–225. Lihat juga Patricia M. Dechow, Scott A. Richardson, and Irem Tuna, "Why Are Earnings Kinky? An Examination of the Earnings Management Explanation," *Review of Accounting Studies* 8, no. 2/3 (2003): 355–384, accessed March 13, 2022, <http://link.springer.com/10.1023/A:1024481916719>.

³²S.P. Kothari, Andrew J. Leone, and Charles E. Wasley, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics* 39, no. 1 (February 2005): 163–197, accessed March 13, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0165410104000849>.

³³Patricia M. Dechow et al., "Detecting Earnings Management: A New Approach," *Journal of Accounting Research* 50, no. 2 (May 2012): 275–334.

³⁴Tahapan perhitungannya dengan: a) menentukan nilai *Total Accrual (TA)*, $TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$, b) membentuk persamaan regresi $\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE}{A_{it-1}} \right) + \epsilon_{it}$, c) memperoleh *NDA* masing-masing perusahaan $\frac{NDA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE}{A_{it-1}} \right) + \epsilon_{it}$, dan d) memperoleh *NDA* dengan rumusan: $DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it}$. Dimana: A_{it-1} = Total aset perusahaan pada satu periode sebelumnya, ΔRev_{it} = Perubahan penjualan bersih perusahaan *i* pada tahun *t* PPE = *Property, Plant, dan Equipment* perusahaan *i* pada periode *t*, α_1 , α_2 , α_3 = Parameter yang diperoleh pada persamaan regresi dan ϵ_{it} = *Error* perusahaan *i* pada tahun *t*.

³⁵Edwin J. Elton, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Ninth edition. (Hoboken, NJ: Wiley, 2014).

sekuritas terhadap *return* pasar.³⁶ Patokan nilai beta saham adalah angka 1, jika nilai beta saham lebih besar terindikasi bahwa saham tersebut lebih berisiko. Kriteria penilaiannya adalah jika nilai beta saham tersebut kurang dari 1, maka saham perusahaan tersebut tidak terlalu berisiko yang salah satunya diakibatkan oleh fluktuasi harga saham.³⁷

Return IHSG (*Return market*) merupakan selisih dari IHSG periode t dan IHSG periode $t-1$ dibandingkan dengan IHSG periode $t-1$. Dengan kata lain, indeks harga saham tahun akhir dikurangi dengan indeks harga saham tahun awal dibagi dengan harga saham tahun awal.

2. Variabel *Endogeneous* (Dependen)

Variabel *endogenous* yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel *exogenous*. Dalam penelitian ini sebagai variabel *endogenous* adalah variabel *corporate value*.

a. *Corporate Value* (Y)

Nilai perusahaan merupakan pengejawantahan dari minat investor untuk menginvestasikan dananya dengan membayar sebuah harga saham yang merupakan barometer dari *corporate value*, sehingga memaksimalkan nilai pemegang saham berarti memaksimalkan harga saham.. Tindakan yang dilakukan oleh pihak manajer, manajemen dan kontrol perusahaan, dapat memengaruhi

³⁶Suad Husnan, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, 4th ed. (Yogyakarta: Percetakan AMP YKPN, 2005), 125.

³⁷“Memaknai Ukuran, Beta, dan Portofolio Bagus,” *Investor.id*, last modified November 19, 2020, accessed June 26, 2022, <https://investor.id/opinion/228638/memaknai-ukuran-beta-dan-portofolio-bagus>.

corporate value yang secara otomatis juga memengaruhi harga sahamnya.

Proksi nilai perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah Tobin's Q

1) Tobin's Q

Tobin's Q merupakan indikator dari nilai perusahaan yang akan direspon oleh investor.³⁸ Kriteria pengukurannya adalah jika nilai *Tobin's Q* > 1 terkategori *overvalued*, nilai *Tobin's Q* < 1 terkategori *undervalued* dan jika nilai *Tobin's Q* = 1 terkategori *average*.

3. Variabel *Intervening* (Mediator)

Variabel *intervening* adalah variabel yang memediasi pengaruh variabel *exogenous* terhadap variabel *endogenous* secara tidak langsung. Secara teoritis variabel *intervening* adalah variabel yang secara teori atau dihipotesiskan mempengaruhi hubungan antara variabel *exogenous* dan variabel *endogenous*, dimana variabel independen tidak secara langsung mempengaruhi variabel dependen, melainkan melalui variabel *intervening* (*mediating*). Dalam penelitian ini yang dihipotesiskan sebagai variabel *intervening* adalah:

³⁸Karim Chalak and Daniel Kim, "Measurement Error in Multiple Equations: Tobin's q and Corporate Investment, Saving, and Debt," *Journal of Econometrics* 214, no. 2 (February 2020): 413–432, accessed March 8, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0304407619301575>.

a. Variabel Kebijakan Dividen (M_1)

Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan kebijakan yang diambil oleh perusahaan terkait keputusan tentang pembagian dividen atau penundaan pembayaran dividen sebagai laba ditahan perusahaan.³⁹ Dua indikator yang biasa digunakan untuk mengukur kebijakan dividen suatu perusahaan yaitu:⁴⁰

1) Hasil Dividen (*Dividend Yield*)

Dividend Yield (DY) merupakan rasio yang membandingkan pembayaran dividen dengan harga saham per lembar. DY yang tinggi menjadi stimulus investor untuk memiliki saham perusahaan yang bersangkutan.

2) Rasio Pembayaran Dividen (*Dividend Payout Ratio*)

Dividend Payout Ratio (DPR) merupakan rasio perbandingan antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham perusahaan.⁴¹

b. Variabel Keputusan Investasi (M_2)

Keputusan investasi sebagai keputusan tentang alokasi dan dana realokasi dan sumber daya ke dalam proyek, aset dan divisi di perusahaan.⁴²

³⁹Agus Sartono, *Manajemen Keuangan Internasional*, 5th ed. (Yogyakarta: BPFE, 2016), 285.

⁴⁰Jamie Pratt, *Financial Accounting in an Economic Context*, 8. ed., internat. stud. version. (Hoboken, NJ: Wiley, 2011), 502.

⁴¹ James C. Van Horne and John Martin Wachowicz, *Fundamentals of Financial Management*, 13th ed. (Harlow, England ; New York: Financial Times/Prentice Hall, 2009), 475.

⁴²David Brennan, "Capital Investment Decisions," in *Process Industry Economics* (London-United Kingdom: Elsevier, 2020), 213, accessed March 16, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780128194669000080>.

Beberapa indikator untuk mengukur keputusan investasi dalam penelitian ini sebagai berikut.

1) *Price Earning Ratio (PER)*

Brigham dan Houston mendefinisikan *price earning ratio* sebagai rasio perbandingan harga per lembar saham terhadap laba per lembar saham..⁴³

2) *Price to Book Value (PBV)*

PBV adalah rasio perbandingan nilai pasar perusahaan (kapitalisasi pasar) dengan nilai buku (ekuitas pemegang saham).⁴⁴

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

⁴³Brigham and Houston, *Fundamentals of Financial Management*, 152.

⁴⁴Kenneth Marangu and Ambrose Jagongo, "Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables," *Global Journal of Commerce & Management Perspective* 3, no. 6 (2014): 50–56, accessed March 8, 2022, www.gifre.org.

Tabel 4.4
Variabel Penelitian, Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

No.	Nama dan Jenis Variabel	Definisi Operasional	Proksi	Pengukuran	Skala
1.	Variabel Independen (<i>Exogenous</i>)				
	a. <i>Ownership Structure</i> (X ₁)	<i>Ownership structure</i> merupakan upaya pengendalian pihak pemegang saham melalui delegasi kontrol kepada pihak manajer dalam meminimalkan informasi asimetri.	1) <i>Managerial ownership</i> 2) <i>Public ownership</i>	a) $\text{Managerial ownership} = \frac{\text{managerial share ownership}}{\text{total of circulated shares}} \times 100\%$ b) $\text{Public ownership} = \frac{\text{public share ownership}}{\text{total of circulated shares}} \times 100\%$	Rasio
	b. <i>Capital Structure</i> (X ₂)	Struktur modal merupakan perbandingan jumlah total hutang dan hutang jangka panjang dengan modal sendiri.	1) <i>Debt to equity ratio</i> (DER) 2) <i>Long term debt to equity ratio</i> (LTDER)	a) $\text{Debt to equity ratio (DER)} = \frac{\text{hutang total}}{\text{ekuitas total}}$ b) $\text{Long term debt to equity ratio} = \frac{\text{hutang jangka panjang total}}{\text{ekuitas total}}$	Rasio
	c. <i>Profitability</i> (X ₃)	Profitabilitas adalah kemampulabaan perusahaan selama periode tertentu dalam mengelola aktiva dan ekuitasnya	1) <i>Profit margin on sales</i> 2) <i>Return on equity (ROE)</i> 3) <i>Earnings per share</i>	a) $\text{Profit margin on sales} = \frac{\text{earning after interest and tax}}{\text{sales}} \times 100\%$ b) $\text{Return on equity (ROE)} = \frac{\text{earning after interest and tax}}{\text{equity}} \times 100\%$ c) $\text{Earning per share} = \frac{\text{common stock earning}}{\text{common stock outstanding}} \times 100\%$	Rasio

No.	Nama dan Jenis Variabel	Definisi Operasional	Proksi	Pengukuran	Skala
	d. <i>Corporate Growth</i> (X ₄)	Pertumbuhan perusahaan merupakan proses yang terjadi secara bertahap untuk perluasan bisnis, pengembangan produk, diversifikasi produk, peningkatan jumlah tenaga kerja, peningkatan penjualan, peningkatan laba, dan peningkatan jumlah aset	1) <i>Sales growth</i> 2) <i>Profit Growth</i> 3) <i>Assets growth</i>	a) $\frac{\text{sales}(t) - \text{sales}(t-1)}{\text{sales}(t-1)} \times 100\%$ b) $\frac{\text{net income}(t) - \text{net income}(t-1)}{\text{net income}(t-1)} \times 100\%$ c) $\frac{\text{total asset}(t) - \text{total asset}(t-1)}{\text{total asset}(t-1)} \times 100\%$	Rasio
	e. <i>Corporate Governance</i> (X ₅)	<i>Corporate governance</i> merupakan suatu aktivitas atau suatu kondisi yang diperlukan untuk memastikan terlindunginya kepentingan pemegang saham dan juga pihak berkepentingan lainnya di mana aktifitas tersebut dilaksanakan berdasarkan seperangkat aturan tertulis maupun hal lain yang perlu diperhatikan manajemen perusahaan dalam menjalankan perusahaan	1) Jumlah dewan komisaris 2) Jumlah dewan direksi 3) Jumlah dewan komisaris independen 4) Proporsi komisaris independen 5) Jumlah dewan direksi independen 6) Jumlah dewan direksi independen	Suatu perusahaan akan diberi nilai “1” jika nilai item berikut lebih besar dari median sampel. a) Jumlah dewan komisaris b) Jumlah dewan direksi c) Jumlah dewan komisaris independen d) Proporsi komisaris independen e) Jumlah dewan direksi independen f) Proporsi dewan direksi independen g) Jumlah komite yang dimiliki h) Proporsi komite yang dimiliki Nilai CG adalah jumlah dari kedelapan item tersebut	Rasio

No.	Nama dan Jenis Variabel	Definisi Operasional	Proksi	Pengukuran	Skala
			7) Jumlah komite audit yang dimiliki 8) Proporsi komite yang dimiliki		
	f. <i>Earning Management</i> (X ₆)	<i>Earning management</i> merupakan tindakan campur tangan manajemen terhadap penentuan laba perusahaan dengan memanipulasi laba sebenarnya untuk menunjukkan informasi yang baik terkait dengan kinerja perusahaan.	1) <i>Discretionary Acruar</i>	a) Modified Jones Model (1) $TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$ (2) $\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE}{A_{it-1}} \right) + \epsilon_{it}$ (3) $\frac{NDA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE}{A_{it-1}} \right) + \epsilon_{it}$ (4) $DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it}$	Rasio
	g. <i>Market Risk</i> (X ₇)	Risiko sistematis merupakan risiko berkaitan dengan perubahan yang terjadi di luar pasar secara keseluruhan. Risiko sistematis kecenderungannya tidak dapat didegradasi, tetapi lebih menekankan pada cara mengelola risiko tersebut	1) Beta saham	Beta saham a) $\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$ b) $R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$	Rasio
2.	Variabel Dependen (<i>Endogenous</i>)				
	a. <i>Corporate Value</i> (Y)	Nilai perusahaan merupakan pengejawantahan dari minat investor untuk berkeinginan menanamkan	1) Tobin's Q	a) <i>Tobin's Q</i> $Q = (MVE + PS + DEBT)/TA$	Rasio

No.	Nama dan Jenis Variabel	Definisi Operasional	Proksi	Pengukuran	Skala
		modalnya dengan membayar sebuah harga saham yang merupakan barometer dari <i>Corporate value</i> , sehingga memaksimalkan nilai pemegang saham berarti memaksimalkan harga saham			
3.	Variabel <i>Intervening</i> (M)				
	a. Kebijakan Dividen (M ₁)	Kebijakan dividen (<i>dividend policy</i>) merupakan kebijakan yang diambil oleh perusahaan terkait keputusan tentang pembagian dividen atau penundaan pembayaran dividen sebagai laba ditahan perusahaan	1) <i>Dividend Yield</i> 2) <i>Dividend Payout Ratio</i>	a) <i>Dividend Yield</i> $\frac{\text{Deviden per Lembar Saham}}{\text{Harga per lembar Saham}} \times 100\%$ b) <i>Dividend Payout Ratio</i> $\frac{\text{Deviden per Lembar Saham}}{\text{Laba per Lembar Saham}} \times 100\%$ $\text{Dividend per share (DPS)} = \frac{\text{Total Dividen yang dibagikan}}{\text{Jumlah Lembar Saham Yang Beredar}}$ $\text{Earning per share (EPS)} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Jumlah Lembar Saham Yang Beredar}}$	Rasio
	b. Keputusan Investasi (M ₂)	Keputusan investasi sebagai keputusan tentang alokasi dan realokasi dana serta sumber daya ke dalam proyek, aset dan divisi di perusahaan	1) <i>Price Earning Ratio (PER)</i> 2) <i>Price to Book Value (PBV)</i>	a) <i>Price Earning Ratio (PER)</i> $\frac{\text{stock price per share}}{\text{earnings per share}}$ b) <i>Price to Book Value (PBV)</i> = $\frac{\text{market price pershare}}{\text{book value per share}}$	Rasio

G. Metode Analisis Data

1. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif bertujuan untuk memberikan analisis berdasarkan variasi data yang diperoleh dalam penelitian. Analisis data berupa perhitungan statistik deskriptif untuk melihat karakteristik atas data variabel-variabel yang diuji sebelum pengujian hipotesis. Berdasarkan data yang terkumpul dapat dilihat jumlah pengukuran (N), nilai *minimum*, nilai *maximum* dan nilai rata-rata (*Mean*), dibahas secara deskriptif untuk memberikan gambaran setiap variabel dalam pembahasan hasil penelitian.

2. Analisis Regresi Linier Berganda

Uji regresi linier berganda digunakan dalam penelitian ini hanya untuk mencari nilai koefisien beta dalam proses perhitungan variabel manajemen laba (*earning management*) menggunakan aplikasi SPSS versi 25. Koefisien beta pada hasil pengujian tersebut bisa dilihat pada tabel *coefficients* hasil pengujian SPSS pada kolom *unstandardized coefficients (B)*, kemudian disubstitusikan terhadap formula *earning management*, sehingga akan mendapatkan nilai *discretionary accrual* yang menjadi proksi dari *manajemen laba*.

3. Analisis *Partial Least Squares (PLS)*

Menurut Hair et al.⁴⁵, ada dua pendekatan untuk mengestimasi hubungan dalam *structural equation model* (SEM) yaitu *covariance-based structural equation modelling* (CB-SEM) dan *partial least square structural equation modelling* (PLS-SEM). Peneliti perlu memahami perbedaannya untuk dapat menerapkan metode yang benar, karena masing-masing metode sesuai untuk konteks penelitian yang berbeda. CB-SEM dan PLS-SEM memiliki perbedaan dalam hal tujuan dari penggunaan metode. PLS-SEM digunakan sebagai metode yang bertujuan memprediksi hubungan antar konstruk, sedangkan CB-SEM digunakan sebagai metode untuk mengonfirmasi teori.

Covarian Based SEM umumnya menggunakan Program Computer AMOS, Listrel dan EQS, yang bertujuan untuk mengestimasi model *structural* berdasarkan telaah teori yang kuat, untuk menguji sebuah teori, atau mengkonfirmasi sebuah teori. Sedangkan *Varian Based SEM* menggunakan Program Computer PLS Graph, Smart PLS dan Visual PLS yang bertujuan untuk mengembangkan teori atau membangun teori.

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan teknik *partial least square (PLS)*. PLS merupakan metoda SEM berbasis varian yang didesain untuk menyelesaikan persoalan yang tidak dapat dilakukan oleh

⁴⁵Joseph F. Hair et al., *A Primer on Partial Least Squares Structural Equations Modeling (PLS-SEM)*, 17th ed. (Los Angeles: SAGE, 2014), 17.

covariance-based structural equation modelling (CB-SEM).⁴⁶ Lebih lanjut Latan dan Ghazali menyatakan bahwa PLS: (1) tidak mensyaratkan dasar teori yang kuat dan mendukung penelitian yang mengembangkan dan menguji teori; (2) tidak mensyaratkan data terdistribusi normal; dan (3) dapat digunakan pada sampel kecil.

Menurut Hair et al.⁴⁷, PLS-SEM bekerja secara efisien dengan ukuran sampel yang kecil, model yang kompleks, dan praktis karena tidak ada asumsi tentang data yang mendasarinya (misalnya dalam hal distribusi data). Selain itu, PLS-SEM dapat dengan mudah menangani model pengukuran reflektif, formatif, dan konstruk satu item tanpa masalah identifikasi.

a. Uji Model Pengukuran (*Outer Model*)

Langkah pertama dalam evaluasi model penelitian ini dengan mengevaluasi model pengukuran menggunakan *software* SmartPLS versi 3.3.9. *Outer model* merupakan pengujian terhadap indikator-indikator yang membentuk variabel laten. Uji *outer model* bertujuan untuk mengetahui tingkat validitas dan reliabilitas indikator-indikator yang mengukur konstruk. Pengujian dilakukan dua tahapan yaitu uji validitas dan uji reliabilitas.

⁴⁶Hengky Latan and Imam Ghazali, *Partial Least Squares Konsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 2.0 M3 Untuk Penelitian Empiris*, 1st ed. (Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro, 2012).

⁴⁷Hair et al., *A Primer on Partial Least Squares Structural Equations Modeling (PLS-SEM)*, 18.

1) Uji Validitas

Dalam PLS-SEM tahapan ini dikenal dengan uji validitas konstruk. Pengujian validitas konstruk dalam PLS-SEM terdiri dari validitas konvergen dan validitas diskriminan.

a) Validitas Konvergen

Validitas konvergen berhubungan dengan prinsip bahwa pengukur-pengukur dari suatu konstruk seharusnya berkorelasi tinggi.⁴⁸ Uji validitas indikator reflektif dengan program SmartPLS dapat dilihat dari nilai *loading factor* dan nilai *average variance Extracted* (AVE) untuk tiap indikator konstruk.⁴⁹

(1) *Loading Factor*

loading factor merupakan standar estimasi bobot (*estimate weight*) yang menghubungkan antara *faktor* dengan *indikator*. Standar *loading faktor* adalah antara 0 sampai dengan nilai 1. *Loading faktor* signifikan valid bila mendekati nilai 1, maka dapat dikatakan bahwa nilai bobot (*estimate weight*) model pengukuran semakin kuat.

Rule of Thumb untuk mengukur validitas konvergen adalah nilai *loading factor* harus lebih dari 0,7

⁴⁸Jogiyanto, *Konsep & Aplikasi Structural, Equation, Modeling Berbasis Varian dalam Penelitian Bisnis*, 1st ed. (Yogyakarta: UPP AMP YKPN, 2011), 77.

⁴⁹Latan and Ghazali, *Partial Least Squares Konsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 2.0 M3 Untuk Penelitian Empiris*, 77.

untuk penelitian yang bersifat *confirmatory* dan antara 0,6 – 0,7 untuk penelitian yang bersifat *exploratory*.

(2) *Average Variance Extracted (AVE)*

Uji AVE⁵⁰ dapat digunakan untuk melihat *convergent* dan *divergent validity*. Hasil uji AVE akan merefleksikan masing-masing faktor laten di dalam model reflektif. Model reflektif dianggap adekuat bila nilai AVE lebih besar dari 0,50.⁵¹ Nilai AVE harus lebih tinggi dari nilai *cross loading correlation*. Bila nilai AVE dibawah 0,50 dianggap memiliki error tinggi.⁵²

b) Validitas Diskriminan

Validitas diskriminan berhubungan dengan prinsip bahwa pengukur-pengukur konstruk yang berbeda seharusnya tidak berkorelasi tinggi.⁵³ Cara menguji validitas diskriminan dengan indikator reflektif adalah dengan melihat nilai *cross loading*. Nilai ini untuk setiap variabel harus lebih besar dari 0,70.⁵⁴ Menurut Chin, Gopal, & Salinsbury dalam

⁵⁰Perhitungan AVE secara manual menggunakan Rumus: $AVE = \frac{(\sum \lambda_i^2)varF}{(\sum \lambda_i^2)varF + \sum \theta_i}$, Dimana λ_i adalah faktor *loading*, F sebagai faktor *variance* dan θ_i sebagai *error variance*.

⁵¹Wynne W. Chin, "How to Write Up and Report PLS Analyses," in *Handbook of Partial Least Squares*, ed. Vincenzo Esposito Vinzi et al. (Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg, 2010), 655–690, accessed May 5, 2022, http://link.springer.com/10.1007/978-3-540-32827-8_29.

⁵²Latan and Ghazali, *Partial Least Squares Kncsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 2.0 M3 Untuk Penelitian Empiris*, 75.

⁵³Jogiyanto, *Konsep & Aplikasi Structural, Equation, Modeling Berbasis Varian dalam Penelitian Bisnis*, 72.

⁵⁴Latan and Ghazali, *Partial Least Squares Kncsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 2.0 M3 Untuk Penelitian Empiris*, 76.

Jogiyanto⁵⁵, model mempunyai validitas diskriminan yang cukup jika akar AVE untuk setiap konstruk lebih besar daripada korelasi antara konstruk dengan konstruk lainnya dalam model.

Tabel 4.5
Parameter Uji Validitas dalam Konstruk

Uji Validitas	Parameter	Rule of Thumbs
Konvergen	Faktor Loading	Lebih dari 0,7
	<i>average variance Extracted (AVE)</i>	Lebih dari 0,5
Diskriminan	Akar AVE dan korelasi variabel laten	Akar AVE lebih besar dari korelasi variabel laten
	<i>Cross Loading</i>	Lebih dari 0,7 dalam satu variabel

Sumber: Diadaptasi dari Jogiyanto⁵⁶

2) Uji Reliabilitas

Uji reliabilitas digunakan untuk membuktikan akurasi, konsistensi, dan ketepatan instrumen dalam mengukur konstruk.⁵⁷

Pengukuran reliabilitas suatu konstruk dalam penelitian ini dilakukan dengan dua cara, yaitu dengan *cronbach's alpha* dan *composite reliability*.

Cronbach's *alpha* mengukur batas bawah nilai reliabilitas suatu konstruk. Sedangkan *composite reliability* mengukur nilai sesungguhnya reliabilitas suatu konstruk. *Rule of thumb* untuk

⁵⁵Jogiyanto, *Konsep & Aplikasi Structural, Equation, Modeling Berbasis Varian dalam Penelitian Bisnis*, 85.

⁵⁶Jogiyanto, *Konsep & Aplikasi Structural, Equation, Modeling Berbasis Varian dalam Penelitian Bisnis*.

⁵⁷Rahmad Solling Hamid and Suhardi M Anwar, *Structural Equation Modeling (SEM) Berbasis Varian: Konsep Dasar dan Aplikasi dengan Program SmartPLS 3.2.8 dalam Riset Bisnis*, (Jakarta Pusat: PT Inkubator Penulis Indonesia, 2019), 52.

menilai reliabilitas konstruk adalah nilai *composite reliability* harus > dari 0,70 meskipun nilai 0,60 masih dapat diterima.⁵⁸ Sedangkan *rule of thumb* untuk menilai *cronbach's alpha* juga harus > dari 0,70. Namun demikian, penggunaan *cronbach's alpha* untuk menguji reliabilitas konstruk akan memberi nilai yang lebih rendah (*under estimate*) sehingga lebih disarankan untuk menggunakan *composite reliability*.⁵⁹

Tabel 4.6
Parameter Uji Reliabilitas dalam Konstruk

Parameter	Rule of Thumbs
<i>Composite Reliability</i>	➤ Lebih besar dari 0,70 untuk <i>Confirmatory research</i> ➤ 0,60 – 0,70 masih dapat diterima untuk <i>Exploratory research</i>
<i>Cronbach's Alpha</i>	➤ Lebih besar dari 0,70 untuk <i>Confirmatory research</i> ➤ 0,60 masih dapat diterima untuk <i>Exploratory research</i>

Sumber: Diadaptasi dari Ghazali & Latan⁶⁰

b. Uji Model Struktural (*Inner Model*)

Model struktural bertujuan untuk mengetahui besarnya pengaruh antar variabel laten berdasar nilai koefisien jalur melalui proses *bootstrapping*.⁶¹ Langkah-langkah dalam evaluasi model struktural adalah sebagai berikut.

⁵⁸Joseph F. Hair et al., *Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) Using R: A Workbook*, Classroom Companion: Business (Cham: Springer International Publishing, 2021), accessed May 5, 2022, <https://link.springer.com/10.1007/978-3-030-80519-7>.

⁵⁹Latan and Ghazali, *Partial Least Squares Kncsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 2.0 M3 Untuk Penelitian Empiris*, 76.

⁶⁰Latan and Ghazali, *Partial Least Squares Kncsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 2.0 M3 Untuk Penelitian Empiris*.

⁶¹Hamid and Anwar, *Structural Equation Modeling (SEM) Berbasis Varian: Konsep Dasar dan Aplikasi dengan Program SmartPLS 3.2.8 dalam Riset Bisnis*, 57.

1) Penilaian *R-Square* (R^2)

Nilai R^2 merupakan nilai koefisiensi determinan dimana nilai tersebut akan menggambarkan kekuatan prediksi variabel endogen dari model struktural. Interpretasi nilai R^2 pada SmartPLS, sama dengan interpretasi R^2 hasil uji regresi linear, yaitu menjelaskan besarnya variabilitas *exogenous* terhadap variabel *endogenous*.

Menurut Chin⁶² kriteria R^2 terdiri dari tiga klasifikasi, yaitu nilai R^2 sebesar 0,67; 0,33 dan 0,19 secara berurutan menunjukkan bahwa model tersebut substansial, sedang (*moderate*) dan lemah (*weak*).

2) *Effect Size* f^2

Perubahan nilai R^2 digunakan untuk mengetahui substantifitas pengaruh variabel laten eksogen terhadap variabel laten endogen. Hal ini dapat diukur dengan *effect size*.⁶³ Menurut Cohen⁶⁴ *Effect Size* f^2 yang digunakan untuk kriteria penilaian sebesar 0,02 berarti variabel laten eksogen memiliki pengaruh

⁶²Chin, "How to Write Up and Report PLS Analyses." 167

⁶³Formulasi *effect size* adalah *Effect Size* $f^2 = \frac{R^2 \text{ Included} - R^2 \text{ Excluded}}{1 - R^2 \text{ Included}}$. Dimana $R^2 \text{ included}$ dan $R^2 \text{ excluded}$ adalah R-Squares dari variabel laten endogen yang diperoleh ketika variabel eksogen tersebut masuk atau dikeluarkan dalam persamaan struktural.

⁶⁴Jacob Cohen, *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences*, 2nd ed. (Hillsdale, N.J: L. Erlbaum Associates, 1988), accessed May 5, 2022, <https://www.taylorfrancis.com/books/9781134742707>. Lihat juga: Chin, "How to Write Up and Report PLS Analyses."

kecil, sebesar 0,15 variabel laten eksogen berpengaruh moderat dan 0,35 berarti memiliki pengaruh yang besar pada level struktural.

3) *Effect size q^2*

Effect size q^2 sebagai nilai prediksi alamiah hasil pengamatan kontribusinya terhadap pembentukan variabel endogen. Ukuran *q square* adalah ukuran untuk validasi model bahwa variabel endogen dapat diprediksi melalui *blindfolding procedure*. Rule of Thumb untuk menilai *effect size q^2 predictive relevance* jika nilai *q square* lebih besar dari 0, maka variabel-variabel endogen tersebut dapat diprediksi.⁶⁵

4) Estimasi Signifikansi (*T-statistic*)

Path coefficient menggambarkan kontribusi atau pengaruh antar variabel konstruk, dilakukan melalui prosedur *bootstrapping*. Pendekatan *Jackknifing* atau *bootstrapping* merepresentasi *nonparametric analysis precision estimation* baik pada outer model maupun pada *inner model*. Nilai signifikansi dinyatakan dalam nilai uji t statistik, yang digunakan (*two-tailed*) t-value 1,65 (signifikan level 10%); 1,96 (signifikan level 5%); dan 2,58 (signifikan level 1%).

Tabel 4.7
Ringkasan Parameter Uji Model Struktural dalam Konstruk

Kriteria	<i>Rule of Thumbs</i>
<i>R-Square</i>	0.67, 0.33, 0.19 menunjukkan model kuat, moderate dan lemah ⁶⁶

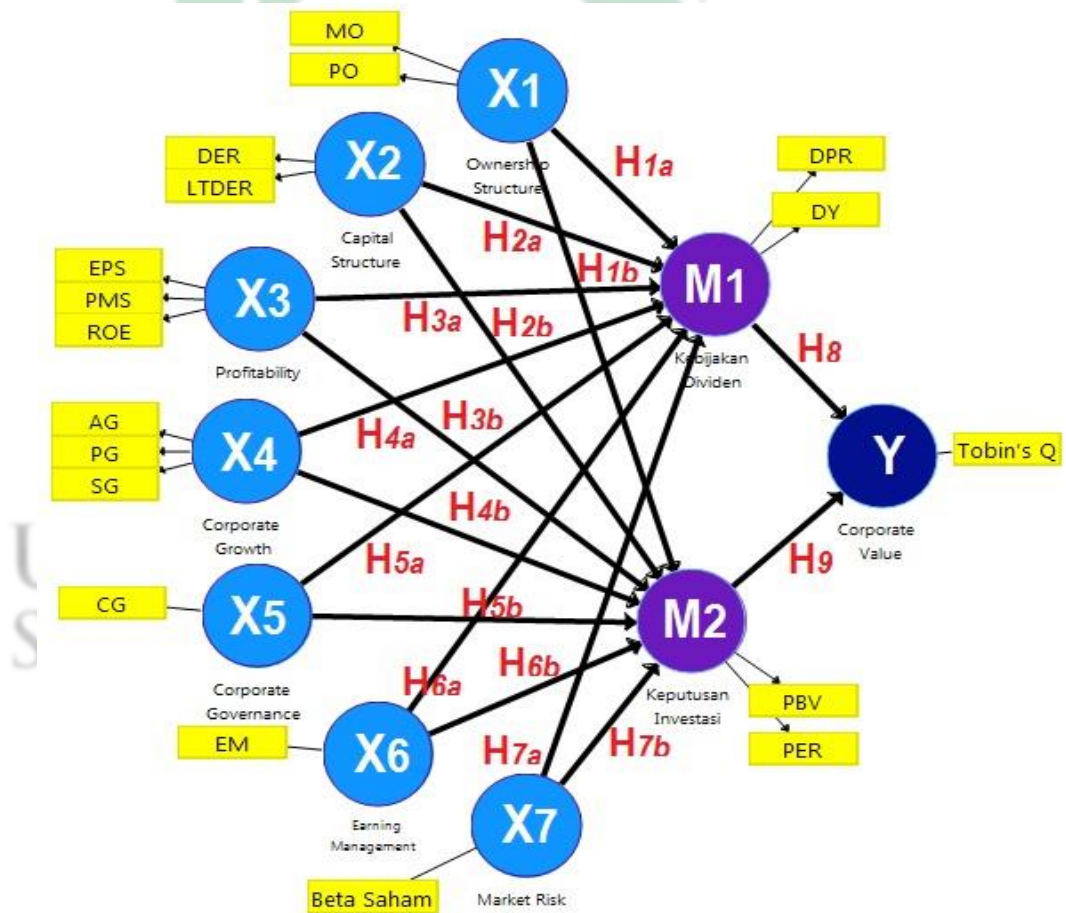
⁶⁵Hair et al., *A Primer on Partial Least Squares Structural Equations Modeling (PLS-SEM)*, 186.

⁶⁶Chin, "How to Write Up and Report PLS Analyses," 675.

Kriteria	Rule of Thumbs
	0.75, 0.50, dan 0.25 menunjukkan model kuat, moderate dan lemah ⁶⁷
Effect Size f^2	0.02, 0.15 dan 0.35 (kecil, menengah dan besar)
Q^2 predictive relevance	$Q^2 > 0$ menunjukkan bahwa model mempunyai predictive relevance $Q^2 < 0$ menunjukkan bahwa model kurang mempunyai predictive relevance
q^2 predictive relevance level	0.02, 0.15, 0.35 (lemah, moderat dan kuat)
Signifikansi (two-tailed)	t-value 1.65 (significance level = 10%), 1.96 (significance level = 5%), dan 2.58 (significance level = 1%)

Sumber: Diadopsi dari Chin dan Hair, et al,

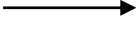
Gambar 4.1
Model Struktural



Sumber: Kerangka konsep penelitian, diolah.

⁶⁷Hair et al., *A Primer on Partial Least Squares Structural Equations Modeling (PLS-SEM)*, 174.

Keterangan:

	=	Variabel Laten
	=	Indikator
	=	Pengaruh antar variabel
X_1	=	<i>Ownership Structure</i>
MO ($X_{1.1}$)	=	<i>Managerial ownership</i>
PO ($X_{1.2}$)	=	<i>Outsider/public ownership</i>
X_2	=	<i>Capital Structure</i>
DER ($X_{2.1}$)	=	<i>Debt to equity ratio</i>
LTDER ($X_{2.2}$)	=	<i>Long term debt to equity ratio</i>
X_3	=	<i>Profitability</i>
PMS ($X_{3.1}$)	=	<i>Profit margin on sales</i>
ROE ($X_{3.2}$)	=	<i>Return on equity</i>
P_3 ($X_{3.3}$)	=	<i>Earnings per share</i>
X_4	=	<i>Corporate growth</i>
SG ($X_{4.1}$)	=	<i>Sales growth</i>
PG ($X_{4.2}$)	=	<i>Profit growth</i>
AG ($X_{4.3}$)	=	<i>Assets growth</i>
X_5	=	<i>Corporate governance</i>
CG ₁ ($X_{5.1}$)	=	$\sum$ nilai <i>dummy</i> di atas median data dari Jumlah dewan komisaris, Jumlah dewan direksi, Jumlah dewan komisaris independen, Proporsi komisaris independen, Jumlah dewan direksi independen, Proporsi dewan direksi independen, Jumlah komite yang dimiliki, Proporsi komite yang dimiliki
X_6	=	<i>Earning's management</i>
EM ₁ ($X_{6.1}$)	=	<i>Discretionary Accrual</i>
X_7	=	<i>Market Risk</i>
BS ($X_{7.1}$)	=	Beta saham
M_1	=	Kebijakan dividen
DY ($M_{1.1}$)	=	<i>Dividend Yield</i>
DPR ($M_{1.2}$)	=	<i>Dividend Payout Ratio</i>
M_2	=	Keputusan investasi
PER ($M_{2.1}$)	=	<i>Price Earning Ratio</i>
PBV ($M_{2.1}$)	=	<i>Price to Book Value</i>
Y_1	=	<i>Corporate value</i>
Tobin's Q ($Y_{1.1}$)	=	Tobin's Q

Berdasarkan model struktural penelitian di atas, maka tujuh variabel eksogen ($X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6, X_7$), dua variabel *intervening* (M_1, M_2) dan satu variabel endogen (Y) memiliki hubungan kausalitas

yang dapat dirumuskan dalam persamaan *outer model* dan persamaan *inner model* sebagai berikut.

1) Persamaan *outer model*

Pada penelitian ini terdapat sembilan variabel laten yang diukur dengan menggunakan indikator sebagai berikut.

$$\begin{aligned}
 X_1 &= p_1 X_{1.1} + p_2 X_{1.2} + \delta_1 \\
 X_2 &= p_3 X_{2.1} + p_4 X_{2.2} + \delta_1 \\
 X_3 &= p_5 X_{3.1} + p_6 X_{3.2} + p_7 X_{3.3} + \delta_1 \\
 X_4 &= p_8 X_{4.1} + p_9 X_{4.2} + p_{10} X_{4.3} + \delta_1 \\
 X_5 &= p_{11} X_{5.1} + \delta_1 \\
 X_6 &= p_{12} X_{6.1} + \delta_1 \\
 X_7 &= p_{13} X_{7.1} + \delta_1 \\
 M_1 &= p_{14} M_{1.1} + p_{15} M_{1.2} + \delta_1 \\
 M_2 &= p_{16} M_{2.1} + p_{17} M_{2.2} + \delta_1 \\
 Y &= p_{18} Y_{1.1} + \delta_1
 \end{aligned}$$

2) Persamaan *inner model*

Pada penelitian ini persamaan struktural (*inner model*) adalah sebagai berikut.

$$\begin{aligned}
 M_1 &= p_0 + p_1 M_1 X_1 + p_2 M_1 X_2 + p_3 M_1 X_3 + p_4 M_1 X_4 + \\
 &\quad p_5 M_1 X_5 + p_6 M_1 X_6 + p_7 M_1 X_7 + \varepsilon_1 \\
 M_2 &= p_0 + p_1 M_2 X_1 + p_2 M_2 X_2 + p_3 M_2 X_3 + p_4 M_2 X_4 + \\
 &\quad p_5 M_2 X_5 + p_6 M_2 X_6 + p_7 M_2 X_7 + \varepsilon_2 \\
 Y &= p_0 + p_1 X_1 + p_2 X_2 + p_3 X_3 + p_4 X_4 + p_5 X_5 + p_6 X_6 + p_7 X_7 \\
 &\quad + p_8 M_1 + p_9 M_2 + \varepsilon_4
 \end{aligned}$$

c. Uji Efek Mediasi

Pengujian efek mediasi mengacu pada Baron dan Kenny (dalam Ghozali dan Latan)⁶⁸, menyatakan bahwa untuk menentukan suatu variabel sebagai variabel mediasi, dilakukan dengan pendekatan *bootstrap* dengan tahapan-tahapan sebagai berikut.

- 1) Menguji efek utama (pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen) dan harus signifikan pada T-Statistic $> 1,96$.
- 2) Menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel mediasi dan harus signifikan pada T-Statistic $> 1,96$.
- 3) Menguji secara simultan pengaruh variabel independen dan variabel mediasi terhadap variabel dependen. Kriteria penilaian pada akhir pengujian: a) jika variabel independen berpengaruh tidak signifikan terhadap variabel dependen, sedangkan variabel mediasi berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, maka pengaruh tersebut disebut dengan mediasi penuh (*fully mediation*).
b) jika variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, dan variabel mediasi berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, maka pengaruh tersebut sebagai mediasi secara parsial (*partially mediation*).

d. Uji Hipotesis

⁶⁸Latan and Ghozali, *Partial Least Squares Knsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 2.0 M3 Untuk Penelitian Empiris*, 181.

Menurut Haryono⁶⁹, uji hipotesis dapat diketahui dari nilai t-statistik dan nilai probabilitas. Dengan menggunakan tingkat signifikansi alpha (α) sebesar 5%, pengujian hipotesis satu sampai sembilan didasarkan pada *path coefficient* dan *specific indirect effect* dari variabel-variabel penelitian. Pengujian signifikansi pengaruh-pengaruh ini dilakukan dengan metode *bootstrapping*. Hipotesis-hipotesis tersebut akan diuji dengan statistik uji t dengan ketentuan bahwa hipotesis diterima jika t-Statistik lebih besar dari t-Tabel (t-tabel signifikansi 5% = 1,96).

Pengujian hipotesis yang mengacu langsung terhadap rumusan masalah sesuai gambar 4.1 (model struktural) dalam penelitian ini yang akan dijelaskan dengan penjabaran sebagai berikut.

1) Hipotesis 1

Menguji pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2). Persamaan model strukturalnya adalah sebagai berikut.

$$Y = a + b X + e$$

Untuk menguji H_{a1} dilakukan dengan uji hipotesis sebagai berikut.

$H_{a1}a_1 : bM_1 \neq 0$, pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap kebijakan dividen (M_1) signifikan

$H_{a1}b_1 : bY \neq 0$, pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap

⁶⁹Siswoyo Haryono, *Metode SEM untuk Penelitian Manajemen dengan AMOS, LISREL, PLS*, 1st ed. (Bekasi: PT. Intermedia Personalita Utama, 2016), 182.

corporate value (Y) signifikan

$Ha_{1c1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value (Y)* signifikan

$HaX_1 : bM_1 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah diduga kebijakan dividen (M_1) berperan sebagai mediator korelasi antara *ownership structure (X₁)* dan *corporate value (Y)*.

$Ha_{1a2} : bM_2 \neq 0$, pengaruh *ownership structure (X₁)* terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan

$Ha_{1b2} : bY \neq 0$, pengaruh *ownership structure (X₁)* terhadap *corporate value (Y)* signifikan

$Ha_{1c2} : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value (Y)* signifikan

$HaX_1 : bM_2 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah diduga keputusan investasi (M_2) berperan sebagai mediator korelasi antara *ownership structure (X₁)* dan *corporate value (Y)*.

2) Hipotesis 2

Menguji pengaruh *capital structure* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2).

Persamaan model strukturalnya adalah sebagai berikut.

$$Y = a + b X + e$$

Untuk menguji Ha_2 dilakukan dengan uji hipotesis sebagai berikut.

$Ha_{2a1} : bM_1 \neq 0$, pengaruh *capital structure (X₂)* terhadap kebijakan dividen (M_1) signifikan

$Ha_{2b1} : bY \neq 0$, pengaruh *capital structure (X₂)* terhadap

corporate value (Y) signifikan

$Ha_{2c1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value (Y)* signifikan

$HaX_2 : bM_1 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (M_1) berperan sebagai mediator korelasi antara *capital structure (X₂)* dan *corporate value (Y)*.

$Ha_{2a2} : bM_2 \neq 0$, pengaruh *capital structure (X₂)* terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan

$Ha_{2b2} : bY \neq 0$, pengaruh *capital structure (X₂)* terhadap *corporate value (Y)* signifikan

$Ha_{2c2} : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value (Y)* signifikan

$HaX_2 : bM_2 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah keputusan investasi (M_2) berperan sebagai mediator korelasi antara *capital structure (X₂)* dan *corporate value (Y)*.

3) Hipotesis 3

Menguji pengaruh *profitability (X₃)* terhadap *corporate value (Y)* melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2).

Persamaan model strukturalnya adalah sebagai berikut.

$$Y = a + b X + e$$

Untuk menguji Ha_3 dilakukan dengan uji hipotesis sebagai berikut.

$Ha_{3a1} : bM_1 \neq 0$, pengaruh *profitability (X₃)* terhadap kebijakan dividen (M_1) signifikan

$Ha_{3b1} : bY \neq 0$, pengaruh *profitability (X₃)* terhadap *corporate value (Y)* signifikan

$Ha_{3c1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$HaX_3 : bM_1 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (M_1) berperan sebagai mediator korelasi antara *profitability* (X_3) dan *corporate value* (Y).

$Ha_{3a2} : bM_2 \neq 0$, pengaruh *profitability* (X_3) terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan

$Ha_{3b2} : bY \neq 0$, pengaruh *profitability* (X_3) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$Ha_{3c2} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$HaX_3 : bM_2 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah keputusan investasi (M_2) berperan sebagai mediator korelasi antara *profitability* (X_3) dan *corporate value* (Y).

4) Hipotesis 4

Menguji pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2). Persamaan model strukturalnya adalah sebagai berikut.

$$Y = a + b X + e$$

Untuk menguji Ha_4 dilakukan dengan uji hipotesis sebagai berikut.

$Ha_{4a1} : bM_1 \neq 0$, pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap kebijakan dividen (M_1) signifikan

$Ha_{4b1} : bY \neq 0$, pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$Ha_{4c1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap

corporate value (Y) signifikan

$H_{aX_4} : bM_1 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (M_1) berperan sebagai mediator korelasi antara *corporate growth* (X_4) dan *corporate value* (Y).

$H_{a4a_2} : bM_2 \neq 0$, pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan

$H_{a4b_2} : bY \neq 0$, pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$H_{a4c_2} : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$H_{aX_4} : bM_2 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah keputusan investasi (M_2) berperan sebagai mediator korelasi antara *corporate growth* (X_4) dan *corporate value* (Y).

5) Hipotesis 5

Menguji pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2). Persamaan model strukturalnya adalah sebagai berikut.

$$Y = a + b X + e$$

Untuk menguji H_{a5} dilakukan dengan uji hipotesis sebagai berikut.

$H_{a5a_1} : bM_1 \neq 0$, pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap kebijakan dividen (M_1) signifikan

$H_{a5b_1} : bY \neq 0$, pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$H_{a5c_1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$H_{aX_5} : bM_1 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (M_1) berperan sebagai mediator korelasi antara *corporate governance* (X_5) dan *corporate value* (Y).

$H_{a5a_2} : bM_2 \neq 0$, pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan

$H_{a5b_2} : bY \neq 0$, pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$H_{a5c_2} : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$H_{aX_5} : bM_2 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah keputusan investasi (M_2) berperan sebagai mediator korelasi antara *corporate governance* (X_5) dan *corporate value* (Y).

6) Hipotesis 6

Menguji pengaruh *earning management* (X_6) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2). Persamaan model strukturalnya adalah sebagai berikut.

$$Y = a + b X + e$$

Untuk menguji H_{a6} dilakukan dengan uji hipotesis sebagai berikut.

$H_{a6a_1} : bM_1 \neq 0$, pengaruh *earning management* (X_6) terhadap kebijakan dividen (M_1) signifikan

$H_{a6b_1} : bY \neq 0$, pengaruh *earning management* (X_6) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$H_{a6c_1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$HaX_6 : bM_1 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (M_1) berperan sebagai mediator korelasi antara *earning management* (X_6) dan *corporate value* (Y).

$Ha_6a_2 : bM_2 \neq 0$, pengaruh *earning management* (X_6) terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan

$Ha_6b_2 : bY \neq 0$, pengaruh *earning management* (X_6) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$Ha_6c_2 : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$HaX_6 : bM_2 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah keputusan investasi (M_2) berperan sebagai mediator korelasi antara *earning management* (X_6) dan *corporate value* (Y).

7) Hipotesis 7

Menguji pengaruh *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2).

Persamaan model strukturalnya adalah sebagai berikut.

$$Y = a + b X + e$$

Untuk menguji Ha_7 dilakukan dengan uji hipotesis sebagai berikut.

$Ha_7a_1 : bM_1 \neq 0$, pengaruh *market risk* (X_7) terhadap kebijakan dividen (M_1) signifikan

$Ha_7b_1 : bY \neq 0$, pengaruh *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$Ha_7c_1 : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$Ha_{X_7} : bM_1 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (M_1) berperan sebagai mediator korelasi antara *market risk* (X_7) dan *corporate value* (Y).

$Ha_{7a_2} : bM_2 \neq 0$, pengaruh *market risk* (X_7) terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan

$Ha_{7b_2} : bY \neq 0$, pengaruh *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$Ha_{7c_2} : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

$Ha_{X_7} : bM_2 : bY \neq 0$, hipotesis efek mediasi dalam penelitian ini adalah keputusan investasi (M_2) berperan sebagai mediator korelasi antara *market risk* (X_7) dan *corporate value* (Y).

8) Hipotesis 8

Menguji pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y). Persamaan model strukturalnya adalah sebagai berikut.

$$Y = a + b X + e$$

Untuk menguji Ha_{8} dilakukan dengan uji hipotesis sebagai berikut.

$Ha_{8a1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

9) Hipotesis 9

Menguji pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y). Persamaan model strukturalnya adalah sebagai berikut.

$$Y = a + b X + e$$

Untuk menguji H_{a9} dilakukan dengan uji hipotesis sebagai berikut.

$H_{a9a1} : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap corporate value (Y) signifikan



BAB V

HASIL PENELITIAN

Hasil penelitian ini merupakan hasil analisis dari data kuantitatif terhadap semua indikator variabel laten penelitian sesuai dengan kerangka konsep. Data sekunder berupa *Factbook IDX*, *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan *Annual report* emiten syariah dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2015 sampai dengan 2020.

Hasil penelitian berisi dua pokok pembahasan yaitu: Pertama, Analisis statistik deskriptif variabel dan indikator penelitian menggunakan SPSS versi 25 yang disajikan dalam bentuk tabel serta penjelasan. Kedua, Analisis PLS menggunakan aplikasi *SmartPLS* versi 3.3.9 yang disajikan dalam bentuk tabel, gambar dan penjelasan.

A. *Descriptive Statistics* Variabel Penelitian dan Indikator

Hasil Penelitian ini menguraikan 10 variabel laten yang diukur oleh 19 variabel manifes dan dideskripsikan sebagai berikut.

1. Variabel *Ownership Structure* (X_1)

Ownership structure merupakan suatu prosedur dalam tata laksana perusahaan yang memengaruhi biaya agensi.¹ *Ownership structure* merupakan upaya pengendalian pihak pemegang saham melalui delegasi kontrol kepada pihak manajer dalam meminimalkan informasi asimetri.

Variabel ini diukur melalui kepemilikan manajerial dan kepemilikan

¹Michael C Jensen and William H Meckling, "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3 (1976): 307.

publik (masyarakat). Hasil pengujian indikator variabel *ownership structure* dengan uji *descriptive statistics* disajikan dalam nilai minimum-maksimum dan nilai rata-rata.

a. Indikator *Managerial Ownership (MO)*

Selain sebagai pengelola, pihak manajerial sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan.² Pengukuran indikator ini menggunakan jumlah prosentase kepemilikan saham pihak manajemen dibanding dengan jumlah total saham beredar.³ Hasil uji statistik deskriptif *managerial ownership* seperti pada Tabel 5.1.

Tabel 5.1
Descriptive Statistics MO

Tahun	Sampel	Minim	Maksim	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	0,00	0,29	0,02	0,06
2016	71	0,00	0,37	0,03	0,07
2017	71	0,00	0,90	0,06	0,15
2018	71	0,00	2,10	0,07	0,27
2019	71	0,00	2,52	0,08	0,32
2020	71	0,00	2,52	0,08	0,32
Jml Rata-rata	71	0,00	1,45	0,06	0,20

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 2 dan Tabel 5.1 memperlihatkan nilai minimum indikator MO sebesar 0,00% yang dimiliki oleh hampir sebagian besar emiten sampel seperti Unilever Indonesia (UNVR) dan Nippon Indosari Corpindo (ROTI) pada semua periode amatan. Hal

²Yuan George Shan, Qingliang Tang, and Junru Zhang, "The Impact of Managerial Ownership on Carbon Transparency: Australian Evidence," *Journal of Cleaner Production* 317 (October 2021): 128480, accessed March 9, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0959652621026913>. 25.

³Mazlina Mustapha and Ayoib Che Ahmad, "Agency Theory and Managerial Ownership: Evidence from Malaysia," *Managerial Auditing Journal* 26, no. 5 (May 24, 2011): 419–436, accessed March 10, 2022, <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/02686901111129571/full/html>. 15.

ini berarti pihak manajerial sama sekali tidak mempunyai andil kepemilikan saham dalam suatu perusahaan. Nilai maksimum indikator MO sebesar 2,52% dimiliki oleh Bisi International (BISI) tahun 2019 dan 2020. Hal ini berarti lebih banyak pihak manajerial yang turut andil dalam kepemilikan perusahaan, maka berdampak terhadap kehati-hatian pihak manajerial dalam setiap pengambilan keputusan karena pihak manajerial juga merasakan maslahat dan mudharat dari konsekuensi keputusan yang diambil. Sedangkan jumlah nilai rata-rata MO sebesar 0,06%. Hal ini mengindikasikan bahwa rata-rata manajerial yang turut andil dalam kepemilikan perusahaan dalam penelitian ini hanya 0,06% dari nilai rata-rata setiap tahunnya.

b. Indikator *Public Ownership (PO)*

Indikator ini merupakan prosentase kepemilikan saham yang investor publik dengan jumlah total saham beredar. Hasil uji *descriptive statistics PO* seperti pada Tabel 5.2.

Tabel 5.2
Descriptive Statistics PO

Tahun	Sampel	Minim	Maksim	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	0,67	62,08	25,26	16,05
2016	71	0,67	64,01	26,73	16,19
2017	71	1,24	69,77	26,98	15,76
2018	71	1,38	69,22	26,45	15,97
2019	71	1,39	75,49	26,46	16,10
2020	71	1,71	72,07	26,19	15,97
Jml Rata-rata	71	1,18	68,77	26,35	16,01

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 3 dan Tabel 5.2 memperlihatkan nilai minimum indikator PO senilai 0,67% yang dimiliki oleh Merck Tbk. (MERK) tahun 2015 dan 2016. Hal ini berarti sedikitnya pihak PO dalam struktur kepemilikan perusahaan kurang berperan dalam kontrol perusahaan dalam pengambilan keputusan manajemen yang berkualitas. Nilai maksimum indikator PO sebesar 75,49% yang dimiliki oleh Surya Semesta Internusa (SSIA) pada tahun 2019. Hal ini berarti dengan banyaknya pihak PO dalam struktur kepemilikan perusahaan banyak berperan terhadap kontrol perusahaan dalam pengambilan keputusan manajemen yang berkualitas. Sedangkan jumlah nilai rata-rata PO sebesar 26,35%. Hal ini mengindikasikan bahwa rata-rata pihak pengendali perusahaan dari unsur publik berkisar 26,35% dari nilai rata-rata kepemilikan masyarakat pada setiap tahunnya.

2. Variabel *Capital Structure* (X_2)

Variabel struktur modal ini diukur melalui *debt to equity ratio* (*DER*) dan *long term debt to equity ratio* (*LTDER*). Hasil perhitungan rasio *DER* dan *LTDER* tercantum pada halaman lampiran (lampiran 4 dan 5).

a. Indikator *Debt to Equity Ratio* (*DER*)

DER digunakan untuk mengukur tingkat penggunaan hutang terhadap total modal saham. Hasil uji statistik deskriptif rasio ini seperti pada Tabel 5.3 berikut.

Tabel 5.3
Descriptive Statistics DER

Tahun	Sampel	Minim	Maksim	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	0,08	3,88	0,97	0,77
2016	71	0,08	2,69	0,79	0,60
2017	71	0,08	3,83	0,82	0,68
2018	71	0,12	2,97	0,85	0,65
2019	71	0,13	3,15	0,84	0,69
2020	71	0,11	10,61	1,06	1,48
Jml Rata-rata	71	0,10	4,52	0,89	0,81

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 4 dan Tabel 5.3 memperlihatkan nilai minimum indikator DER sebesar 0,08x yang dimiliki oleh emiten Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul (SIDO) tahun 2015 dan 2016, perusahaan Pelayaran Nelly Dwi Putri (NELY) tahun 2017. Hal ini berarti total rasio hutang SIDO dan NELY 8% lebih banyak dari total ekuitasnya. Dengan kata lain setiap setiap Rp1 dari total ekuitas perusahaan menjamin Rp0,08 hutang. Nilai maksimum indikator DER sebesar 10,61 kali dimiliki oleh Indofood Sukses Makmur (INDF) pada tahun 2020. Hal ini berarti total hutang INDF 10,61 kali lebih banyak dari total ekuitasnya. Dengan kata lain setiap setiap Rp1 dari total ekuitas perusahaan menjamin Rp10,61 hutang. Dalam hal ini perusahaan lebih banyak menggunakan porsi hutangnya daripada modal sendiri. sedangkan nilai rata-rata DER sebesar 0,89 kali, mengindikasikan rata-rata total hutang emiten dalam penelitian ini 0,89 kali lebih banyak dari total ekuitasnya.

- b. Hutang jangka panjang total dibanding ekuitas (*long term debt to equity ratio*)

Indikator LTDER ini adalah rasio utang terhadap total ekuitas jangka panjang yang menunjukkan berapa banyak perusahaan dibiayai oleh kewajiban keuangan jangka panjang. Hasil uji *descriptive statistics* rasio ini tercantum pada tabel berikut.

Tabel 5.4
Descriptive Statistics LTDER

Tahun	Sampel	Minim	Maksim	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	0,01	0,94	0,27	0,25
2016	71	0,01	1,03	0,24	0,23
2017	71	0,01	0,84	0,23	0,21
2018	71	0,01	0,89	0,23	0,21
2019	71	0,01	1,28	0,23	0,22
2020	71	0,01	7,08	0,41	0,89
Jml Rata-rata	71	0,01	2,01	0,27	0,34

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 5 dan Tabel 5.4 memperlihatkan nilai minimum indikator LTDER sebesar 0,01x yang dimiliki oleh Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul (SIDO) tahun 2015 dan 2016, Pelayaran Nelly Dwi Putri (NELY) tahun 2017, 2018, 2019, 2020. Hal ini berarti total hutang jangka panjang SIDO dan NELY 1% lebih banyak dari total ekuitasnya. Dengan kata lain setiap Rp1 dari total ekuitas perusahaan menjamin Rp0,01 hutang. Nilai maksimum indikator LTDER sebesar 7,08x yang dimiliki oleh Indofood Sukses Makmur (INDF) tahun 2020. Hasil ini berarti total hutang jangka panjang INDF sebesar 7,08 kali lebih banyak dari total ekuitasnya. Dengan kata lain setiap Rp1 dari total ekuitas perusahaan menjamin Rp7,08 hutang. Dalam hal ini perusahaan lebih banyak menggunakan porsi hutang jangka panjangnya daripada modal sendiri.

Sedangkan nilai rata-rata LTDER sebesar 0,27x, mengindikasikan bahwa rata-rata total hutang jangka panjang emiten sampel dalam penelitian ini 0,89 kali lebih banyak dari total ekuitasnya.

3. Variabel *Profitability* (X_3)

Profitabilitas adalah kemampulabaan perusahaan selama periode tertentu dalam mengelola aktiva dan ekuitasnya.⁴ Variabel profitabilitas perusahaan dalam penelitian ini diproksi melalui *profit margin on sales*, *return on equity* dan *earning per share* (Lampiran 6, 7 dan 8). Hasil uji *descriptive statistics* masing-masing indikator variabel X_3 disajikan dalam nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, termaktub pada Tabel 5.5, Tabel 5.6. dan 5.7.

a. *Profit Margin on Sales (PMS)*

Indikator PMS berfungsi untuk mengetahui keuntungan penjualan dari perbandingan *net income* dengan total penjualan. Hasil perhitungannya tercantum pada Lampiran 6. Sedangkan hasil uji *descriptive statistics* PMS terlihat pada Tabel 5.5 berikut.

⁴S. Munawir, *Analisa Laporan Keuangan*, 17th ed., vol. 4 (Yogyakarta: Liberty, 2016).

Tabel 5.5
Descriptive Statistics PMS

Tahun	Sampel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	-3,22	42,47	10,58	8,87
2016	71	0,73	46,76	11,09	8,95
2017	71	0,52	46,96	11,40	9,96
2018	71	0,67	45,94	11,19	10,17
2019	71	0,96	44,99	10,10	9,57
2020	71	-0,75	46,38	9,00	8,28
Jml Rata-rata	71	-0,18	40,76	9,28	7,73

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 6 dan Tabel 5.5, nilai minimum indikator PMS -3,22% dimiliki Unggul Indah Cahaya (UNIC) tahun 2015. Nilai PMS yang rendah menunjukkan kemampulabaan perusahaan yang rendah dari setiap unit produk yang terjual. Nilai maksimum indikator PMS sebesar 46,96% dimiliki oleh PT. Metropolitan Kentjana Tbk. (MKPI) tahun 2017. artinya setiap Rp1 penjualan bersih perusahaan menghasilkan laba bersih sebesar Rp0,39. Nilai PMS yang tinggi mencerminkan kemampulabaan perusahaan yang tinggi dari setiap unit produk yang terjual. Nilai rata-rata PMS perusahaan menghasilkan laba bersih sebesar Rp 0,89 dari setiap Rp 1 penjualan bersih. Nilai rata-rata tahunan tertinggi *net profit margin on sales* sebesar 11,40% tahun 2017 dan terkecil 9,00% pada tahun 2020.

b. *Return on Equity (ROE)*

Indikator ROE menunjukkan efisiensi penggunaan ekuitas. Nilai ROE semakin besar, menunjukkan posisi pemilik perusahaan

semakin kuat, demikian pula sebaliknya.⁵ Hasil uji *descriptive statistics* ROE seperti pada tabel berikut.

Tabel 5.6
Descriptive Statistics ROE

Tahun	Sampel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	-6,15	121,22	16,34	16,03
2016	71	0,82	135,85	15,71	16,46
2017	71	0,66	135,40	16,48	17,80
2018	71	0,76	122,98	15,17	15,77
2019	71	0,72	139,97	14,08	19,41
2020	71	-0,73	145,11	13,20	21,54
Jml Rata-rata	71	-0,65	133,42	15,16	17,83

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 7 dan Tabel 5.6 memperlihatkan nilai minimum indikator ROE sebesar -6,15% yang dimiliki Unggul Indah Cahaya (UNIC) tahun 2015. Indikasinya adalah perusahaan tidak mampu menghasilkan laba bagi pemilik modal. Nilai maksimum indikator ROE sebesar 145,11% dimiliki oleh Unilever Indonesia (UNVR) tahun 2020. Artinya setiap Rp1 modal sendiri perusahaan tersebut menghasilkan laba bersih Rp1,45. Nilai ROE yang tinggi mencerminkan semakin kuatnya posisi pemilik perusahaan. Nilai rata-rata indikator ROE adalah 15,16% Artinya setiap Rp 1 modal sendiri rata-rata perusahaan sampel menghasilkan laba bersih Rp0,15. hal ini menjadi sinyal bagi investor untuk menilai efisiensi manajemen dalam menggunakan modal sendiri dalam membiayai operasi perusahaan.

⁵Agus Harjito Martono, *Manajemen Keuangan*, 2nd ed. (Yogyakarta: Ekonisia, 2018), 85.

c. *Earning per Share (EPS)*

Indikator EPS menunjukkan laba bersih per lembar saham yang dibagikan kepada *share holders*.⁶ Nilai EPS semakin tinggi diharapkan perolehan investor dalam pembagian dividen dan *capital gain* juga semakin meningkat. EPS emiten sariah selama periode amatan terdapat pada Lampiran 8, sedangkan hasil uji statistik deskriptif EPS seperti pada tabel berikut.

Tabel 5.7
Descriptive Statistics EPS

Tahun	Sampel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	-331,00	2708,00	204,03	389,08
2016	71	4,00	1657,00	256,38	393,72
2017	71	4,00	3030,00	286,24	493,15
2018	71	5,00	3303,00	304,58	570,62
2019	71	7,00	2985,00	268,24	497,38
2020	71	-12,00	1510,00	178,90	281,31
Jml Rata-rata	71	-53,83	2532,17	249,73	437,54

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 8 dan Tabel 5.7 memperlihatkan nilai minimum indikator EPS sebesar Rp-6,15 yang dimiliki emiten Unggul Indah Cahaya (UNIC) tahun 2015. Hal ini mengindikasikan dividen yang diperoleh investor semakin kecil dan investor berkecenderungan untuk tidak memiliki saham tersebut dalam jangka panjang karena dinilai tidak menarik. Nilai maksimum indikator EPS sebesar Rp3.303 dimiliki perusahaan Indo Tambangraya Megah (ITMG) tahun 2020. Adanya nilai EPS yang tinggi maka dividen dan *capital gain* yang diperoleh investor juga semakin besar, sedangkan

⁶Eduardus Tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio & Investasi*, 1st ed. (Yogyakarta: Kanisius, 2017).

jumlah nilai rata-rata EPS sebesar Rp249,73 dari nilai rata-rata EPS emiten sampel pada periode amatan.

4. Variabel *Corporate Growth* (X_4)

Pertumbuhan perusahaan secara umum mencerminkan kemampuan perusahaan mengokohkan posisinya dalam sistem perekonomian dan industri suatu negara serta menempatkan perusahaan dalam persaingan bisnis nasional dan internasional. Variabel *Corporate growth* perusahaan dalam penelitian ini diproksi melalui *sales growth* (*SG*), *profit growth* (*PG*) dan *assets growth* (*TAG*). Hasil perhitungan rasio SG, PG dan TAG termaktub pada halaman (lampiran 9 dan 10).

a. Pertumbuhan Penjualan (*Sales Growth*)

Indikator *sales growth* (*SG*) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan meningkatkan volume penjualan produk sehingga menambah pendapatan. Hasil uji *descriptive statistics* indikator SG seperti pada tabel berikut.

Tabel 5.8
Descriptive Statistics SG

Tahun	Sampel	Minimum	Maksim	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	-27,76	109,29	5,70	20,08
2016	71	-39,51	31,25	2,71	13,69
2017	71	-19,98	98,51	14,93	19,90
2018	71	-71,06	46,56	10,07	17,85
2019	71	-81,56	27,39	0,63	14,15
2020	71	-54,46	20,81	-14,73	16,23
Jml Rata-rata	71	-49,06	55,64	3,22	16,98

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 9 dan Tabel 5.8 memperlihatkan nilai minimum indikator SG sebesar -81,56% yang dimiliki Adhi Karya

(ADHI) tahun 2019. Hal ini mengindikasikan kemampuan perusahaan meningkatkan volume penjualan mengalami penurunan sebesar 81,56%. Nilai maksimum indikator SG sebesar 109,29% dicapai perusahaan Mitrabara Adiperdana (MBAP) pada tahun 2015. Nilai ini menunjukkan bahwa perusahaan sangat signifikan dalam menaikkan volume penjualannya sehingga otomatis pendapatannya juga meningkat, Nilai rata-rata pertumbuhan penjualan sebesar 3,22% yang berarti secara keseluruhan pada emiten sampel periode amatan rata-rata meningkat sebesar 3,22%.

b. Pertumbuhan Laba (*Profit Growth*)

Indikator *profit growth* (PG) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam aktifitas operasional perusahaan dari waktu ke waktu. Hasil uji statistik deskriptif indikator PG seperti pada tabel berikut.

Tabel 5.9
Descriptive Statistics PG

Tahun	Sampel	Minimum	Maksim	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	-139,67	212,35	7,48	58,83
2016	71	-323,53	238,91	17,74	68,76
2017	71	-74,55	247,73	21,43	54,38
2018	71	-87,03	381,70	15,35	62,80
2019	71	-83,98	789,11	16,83	140,00
2020	71	-119,20	266,86	-10,72	60,84
Jml rata-rata	71	-137,99	356,11	11,35	74,27

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 10 dan Tabel 5.9 memperlihatkan nilai minimum indikator PG sebesar -139,67% dicapai oleh Unggul Indah Cahaya (UNIC) tahun 2015. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan

perusahaan menghasilkan tambahan keuntungan dari operasi perusahaan menurun 139,67%. Nilai maksimum indikator PG sebesar 789,11% dicapai oleh Enseval Putera Megatrading (EPMT) tahun 2019. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan menghasilkan tambahan keuntungan dari operasi perusahaan menurun 789,11%. Nilai rata-rata *profit growth* sebesar 11,35% yang berarti secara keseluruhan pada emiten sampel periode amatan rata-rata meningkat sebesar 11,35%.

c. Pertumbuhan Aset (*Assets Growth*)

Indikator *assets growth* (AG) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menambah jumlah aktiva yang dimiliki. Investor lebih berminat menginvestasikan dananya pada perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi.⁷ Hasil uji statistik deskriptif indikator AG seperti pada tabel berikut.

Tabel 5.10
Descriptive Statistics AG

Tahun	Sampel	Minim	Maksim	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	-10,46	80,40	13,53	14,58
2016	71	-22,92	80,27	10,06	17,43
2017	71	-7,15	93,27	15,85	17,68
2018	71	-16,35	85,84	12,61	14,68
2019	71	-28,66	72,63	5,42	15,36
2020	71	-20,99	69,58	0,57	11,93
Jml Rata-rata	71	-17,76	80,33	9,67	15,28

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

⁷Jacelly Céspedes, Maximiliano González, and Carlos A. Molina, "Ownership and Capital Structure in Latin America," *Journal of Business Research* 63, no. 3 (March 2010): 251, accessed November 28, 2020, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S014829630900068X>.

Berdasar Lampiran 11 dan Tabel 5.10 memperlihatkan nilai minimum indikator AG sebesar -20,99% dimiliki oleh Astra Graphia (ASGR) tahun 2020. Hasil ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menambah jumlah aset yang dimiliki menurun 20,99%. Nilai maksimum indikator AG sebesar 93,27% dicapai oleh Kabelindo Murni (KBLM) tahun 2017. Temuan ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menambah jumlah aset yang dimiliki terjadi peningkatan 93,27%. Nilai rata-rata AG emiten sampel periode amatan rata-rata meningkat sebesar 9,67%.

5. Variabel *Corporate Governance* (X₅)

Corporate governance (CG) merupakan upaya membangun standar untuk mengarahkan dewan direksi dan komite terkait untuk melindungi kepentingan investor dan menyediakan informasi yang dibutuhkan oleh seluruh *stakeholder*. Definisi tersebut fokus pada proses penyusunan standar yang dijadikan dasar implementasi CG yang baik.⁸

CG dalam penelitian ini diproksi oleh jumlah dewan komisaris, jumlah dewan direksi, jumlah dewan komisaris independen, proporsi komisaris independen, jumlah dewan direksi independen, proporsi dewan direksi independen, jumlah komite yang dimiliki dan proporsi komite yang dimiliki. Suatu perusahaan diberi nilai “1” jika nilai variabel yang diproksi tersebut lebih besar dari median sampel. Sedangkan nilai “0” diberikan jika terjadi sebaliknya. Selanjutnya nilai CG adalah

⁸Teber Zitouni, “Index Approach of Corporate Governance,” *Global Journal of Management and Business* 16, no. 2 (2016), accessed March 31, 2022, <https://journalofbusiness.org/index.php/GJMBR/article/view/1949>.

penjumlahan toral dari kedelapan item tersebut yang dijadikan pengukuran CG dalam pengujian melalui SmartPLS 3.3.9.

Hasil pengujian *descriptive statistics* dari penjumlahan kedelapan indikator tersebut disajikan dalam nilai minimum, nilai maksimum dan nilai rata-rata. Hasil uji *descriptive statistics* CG seperti pada tabel berikut.

Tabel 5.11
Descriptive Statistics CG

Tahun	Sampel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	0,00	8,00	2,08	1,57
2016	71	0,00	6,00	2,11	1,37
2017	71	0,00	8,00	2,32	1,64
2018	71	0,00	6,00	2,20	1,47
2019	71	0,00	7,00	2,08	1,79
2020	71	0,00	8,00	2,07	2,05
Jml Rata-rata	71	0,00	7,17	2,15	1,65

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 12 dan Tabel 5.11 memperlihatkan nilai minimum indikator CG sebesar 0,00 dimiliki oleh emiten sampel hampir di setiap tahun periode amatan. Secara berurutan emiten sampel dari tahun 2015 sampai dengan tahun 2020 terlihat pada perusahaan Bisi International (BISI), Merck (MERK), Colorpak Indonesia (CLPI), Sepatu Bata (BATA), Ekadharma International (EKAD), Duta Pertiwi Nusantara (DPNS). Temuan ini menunjukkan bahwa beberapa perusahaan yang memiliki nilai tersebut kurang memiliki implementasi CG yang baik. Nilai maksimum indikator CG sebesar 8,00 dicapai oleh Mandom Indonesia (TCID) tahun 2015, Indo Kordsa (BRAM) dan Gema Grahasarana (GEMA) di tahun 2020. Hasil ini menunjukkan bahwa

perusahaan-perusahaan tersebut memiliki implementasi CG yang sangat baik dibanding perusahaan-perusahaan lainnya yang memiliki nilai akumulasi dibawah ketiga perusahaan tersebut. Nilai rata-rata *corporate governance* emiten sampel periode amatan sebesar 2,15%. Studi ini menunjukkan bahwa rata-rata emiten sampel dalam penelitian yang mengimplementasikan CG yang baik sekitar 2,15%.

6. Variabel *Earning Management* (X_6)

Earning management (EM) merupakan tindakan campur tangan manajemen terhadap penentuan laba perusahaan dengan memanipulasi laba sebenarnya untuk menunjukkan informasi yang baik terkait dengan kinerja perusahaan tersebut.⁹

Variabel *earning management* perusahaan dalam penelitian ini diproksi oleh nilai *discretionary accrual* (DA).¹⁰ *Discretionary accrual* merupakan pengakuan laba yang tidak diatur menurut standar keuangan tertentu tetapi lebih leluasa terhadap kebijakan manajemen dari suatu

⁹Jamil Sharif and Md. Azim, "Impacts of Earnings Management on Corporate Failure: A Case Study of Wirecard," *International Journal of Accounting & Finance Review* (November 1, 2021): 39, accessed July 22, 2022, <https://www.cribfb.com/journal/index.php/ijaf/article/view/1411>.

¹⁰Tahapan perhitungan yang dilakukan untuk memperoleh nilai *Discretionary Accrual* (DA) sebagai pengukur manajemen laba adalah sebagai berikut. a) Menentukan nilai *Total Accrual* (TA) yaitu: $Tait = NIit - CFOit$, b) Membentuk persamaan regresi: $\frac{Tait}{Ait-1} = \alpha_1 \left(\frac{1}{Ait-1} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Revit}{Ait-1} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE}{Ait-1} \right) + \epsilon it$, c) Nilai koefisien (beta) untuk memperoleh *NDA* masing-masing perusahaan menggunakan persamaan: $\frac{NDAit}{Ait-1} = \alpha_1 \left(\frac{1}{Ait-1} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Revit}{Ait-1} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE}{Ait-1} \right) + \epsilon it$, d) Nilai DA sebagai proxy manajemen laba diperoleh dengan rumusan: $DAit = Tait - NDAit$. Dimana $Ait-1$ adalah total aset perusahaan pada satu periode sebelumnya. $\Delta Revit$ merupakan perubahan penjualan bersih perusahaan i pada tahun t. PPE akronim dari *Property, Plant, dan Equipment* perusahaan I pada periode t. α_1 , α_2 , α_3 adalah parameter yang diperoleh pada persamaan regresi dan ϵit merupakan *Error* perusahaan i pada tahun t.

perusahaan.¹¹ Nilai *discretionary accrual* yang diperoleh dari perhitungan tersebut terdapat pada Lampiran 13, sedangkan hasil uji statistik deskriptif seperti pada tabel berikut.

Tabel 5.12
Descriptive Statistics (DA)

Tahun	Sampel	Minim	Maksim	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	-930,08	183,71	-23,92	140,93
2016	71	-770,17	633,13	-14,81	156,89
2017	71	-360,91	611,97	-2,96	103,59
2018	71	-401,86	170,58	-4,34	66,00
2019	71	-311,58	265,17	-6,15	89,61
2020	71	-654,55	253,19	-13,36	109,76
Jml Rata-rata	71	-571,53	352,96	-10,92	111,13

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 13 dan Tabel 5.12 memperlihatkan nilai minimum indikator DA sebesar -930,08 dimiliki perusahaan Indo Tambangraya Megah (ITMG) tahun 2015. Hasil ini menunjukkan bahwa emiten tersebut menurunkan laba dalam jumlah yang semakin besar. Nilai maksimum indikator DA sebesar 633,13 terdapat juga pada emiten Indo Tambangraya Megah (ITMG) tahun 2016. Hasil ini berarti perusahaan mempunyai kebijakan yang perubahannya 180 derajat dari tahun sebelumnya dengan menaikkan laba yang semakin besar hingga 633,13%. Nilai rata-rata dari indikator DA emiten sampel sampel penelitian sebesar -10,92. Hal ini berarti rata-rata perusahaan tersebut mempunyai kebijakan dalam menurunkan laba.

¹¹Patricia M Dechow, "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review* 70, no. 2 (1995): 175.

7. Variabel *Market Risk* (X_7)

Variabel *market risk* perusahaan dalam penelitian ini diproksi melalui *beta saham*. Risiko pasar dalam penelitian ini berfokus pada risiko sistematis yang diproksi oleh *beta saham*.

a. Beta saham (β)

Beta saham (BS) merupakan suatu pengukuran kecenderungan perubahan *return* sekuritas terhadap *return* pasar.¹² Patokan nilai beta saham adalah angka 1, jika nilai beta saham lebih besar terindikasi bahwa saham tersebut lebih berisiko. Kriteria penilaiannya adalah jika nilai beta saham tersebut kurang dari 1, maka saham perusahaan tersebut tidak terlalu berisiko yang salah satunya diakibatkan oleh fluktuasi harga saham.¹³ Kalkulasi dalam perhitungan beta saham dalam penelitian ini menggunakan metode regresi atau metode *covarians-p* pada microsoft excel 2010 yang menghasilkan angka yang sama (Lampiran 14). Hasil uji *descriptive statistics* beta saham ini terlihat pada tabel berikut.

¹²Suad Husnan, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, 4th ed. (Yogyakarta: Percetakan AMP YKPN, 2005), 125.

¹³“Memaknai Ukuran, Beta, dan Portofolio Bagus,” *investor.id*, last modified November 19, 2020, accessed June 26, 2022, <https://investor.id/opinion/228638/memaknai-ukuran-beta-dan-portofolio-bagus>.

Tabel 5.13
Descriptive Statistics BS

Tahun	Sampel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	-2,22	2,89	0,72	0,96
2016	71	-4,40	6,70	0,78	1,37
2017	71	-4,21	4,69	0,56	1,46
2018	71	-0,98	4,90	0,87	1,11
2019	71	-1,76	5,05	0,87	1,19
2020	71	-0,50	3,69	0,98	0,95
Jml Rata-rata	71	-2,35	4,65	0,80	1,17

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 14 dan Tabel 5.13 memperlihatkan nilai minimum indikator BS sebesar -4,40 dimiliki oleh emiten Indo Kordsa (BRAM) tahun 2016. Hasil ini menunjukkan bahwa saham emiten tersebut dianggap tidak terlalu berisiko, misalnya pergerakan harga sahamnya tidak terlalu berfluktuatif, sehingga kadar risikonya rendah. Nilai maksimum indikator BS sebesar 6,70 yang dimiliki oleh emiten Kabelindo Murni (KBLM) tahun 2016. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai risiko yang paling besar dikarenakan harga saham yang terlalu berfluktuatif misalnya. Nilai rata-rata dari indikator BS emiten sampel penelitian sebesar 0,80 kurang dari 1. Hal ini berarti rata-rata saham yang dimiliki oleh emiten tersebut tidak terlalu berisiko.

8. Variabel *Corporate Value* (Y)

Nilai perusahaan merupakan pengejawantahan dari minat investor untuk menginvestasikan dananya dengan membayar sebuah harga saham yang merupakan barometer dari *corporate value*, sehingga memaksimalkan nilai pemegang saham berarti memaksimalkan harga

saham. Variabel *corporate value* dalam penelitian ini diproksi melalui hasil perhitungan dari *Tobin's Q*.

a. Tobin's Q

Tobin's Q merupakan indikator dari nilai perusahaan yang direspon oleh investor.¹⁴ Kriteria pengukurannya adalah jika nilai *Tobin's Q* > 1 terkategori *overvalued*, nilai *Tobin's Q* < 1 terkategori *undervalued* dan jika nilai *Tobin's Q* = 1 terkategori *average*. Hasil perhitungan dari indikator *Tobin's Q* terdapat pada halaman Lampiran 15.

Hasil uji *descriptive statistics* indikator variabel *corporate value* disajikan dalam nilai minimum, nilai maksimum dan nilai rata-rata seperti pada tabel berikut.

Tabel 5.14
Descriptive Statistics Tobin's Q

Tahun	Sampel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	0,52	60,66	3,62	8,80
2016	71	0,54	79,89	3,23	9,52
2017	71	0,51	48,62	2,73	6,19
2018	71	0,46	41,07	2,34	5,13
2019	71	0,38	50,37	2,33	6,10
2020	71	0,39	44,65	2,26	5,43
Rata-rata	71	0,47	54,21	2,75	6,86

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 15 dan Tabel 5.14 memperlihatkan nilai minimum indikator Tobin's Q sebesar 0,38 dimiliki oleh perusahaan Duta Pertiwi Nusantara (DPNS) tahun 2019. Temuan ini

¹⁴Karim Chalak and Daniel Kim, "Measurement Error in Multiple Equations: Tobin's q and Corporate Investment, Saving, and Debt," *Journal of Econometrics* 214, no. 2 (February 2020): 413–432, accessed March 8, 2022, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0304407619301575>.

menunjukkan bahwa nilai Tobin's Q dianggap *undervalued* karena nilainya lebih kecil dari 1, berarti manajemen perusahaan tersebut dianggap gagal dalam mengelola aktiva perusahaan. Nilai maksimum indikator Tobin's Q sebesar 79,89 dimiliki oleh Kabelindo Murni (KBLM) tahun 2019. Hasil ini menunjukkan bahwa nilai Tobin's Q dianggap *overvalued* karena nilainya lebih besar dari 1, berarti manajemen perusahaan tersebut dianggap berhasil dalam mengelola aktiva perusahaan. Nilai rata-rata dari indikator Tobin's Q emiten sampel penelitian sebesar $2,75 > 1$. Hasil ini menunjukkan rata-rata manajemen perusahaan pada emiten sampel penelitian tersebut dianggap berhasil dalam pengelolaan aset perusahaan dan menunjukkan potensi pertumbuhan investasi tinggi.

9. Variabel Kebijakan Dividen (M_1)

Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan kebijakan yang diambil oleh perusahaan terkait keputusan tentang pembagian dividen atau penundaan pembayaran dividen sebagai laba ditahan perusahaan.¹⁵ Variabel kebijakan dividen dalam penelitian ini diproksi oleh *dividend yield* (DY) dan *dividend payout ratio* (DPR). Hasil perhitungan dari indikator *dividend policy* terdapat pada halaman lampiran 16 dan 17.

a. *Dividend Yield (DY)*

Indikator DY merupakan rasio yang membandingkan pembayaran dividen dengan harga saham per lembar. DY yang tinggi menjadi

¹⁵Agus Sartono, *Manajemen Keuangan International*, 5th ed. (Yogyakarta: BPFE, 2016), 285.

stimulus investor untuk memiliki saham perusahaan yang bersangkutan. Hasil uji *descriptive statistics* indikator DY disajikan dalam Tabel 5.15 berikut.

Tabel 5.15
Descriptive Statistics DY

Tahun	Sampel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	0,02	24,44	3,18	3,72
2016	71	0,01	30,70	2,69	3,94
2017	71	0,01	21,62	3,38	3,71
2018	71	0,02	16,34	4,17	3,69
2019	71	0,02	22,86	3,84	3,49
2020	71	0,02	14,64	3,16	2,77
Jml Rata-rata	71	0,02	21,77	3,40	3,55

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 16 dan Tabel 5.15 memperlihatkan nilai minimum indikator DY 0,01% dimiliki oleh emiten Kabelindo Murni (KBLM) tahun 2016 dan 2017. Hasil ini mengindikasikan bahwa emiten mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang rendah karena kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih yang rendah sehingga tidak mampu untuk menarik investor baru. Nilai maksimum indikator DY sebesar 30,70% dimiliki oleh perusahaan Supreme Cable Manufacturing & Commerce (SCCO) tahun 2016. Hal ini mengindikasikan bahwa emiten mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang tinggi karena kemampulabaan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih yang tinggi sehingga mampu untuk menarik investor baru. Nilai rata-rata dari indikator DY emiten sampel penelitian sebesar 3,40%. Secara umum berarti bahwa rata-rata emiten

sampel penelitian mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang sedang karena nilai DY lebih kecil dari 5%.¹⁶

b. *Dividend Payout Ratio (DPR)*

DPR merupakan rasio perbandingan antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham perusahaan.¹⁷ Hasil uji *descriptive statistics* indikator *DPR* disajikan seperti pada tabel berikut

Tabel 5.16
Descriptive Statistics Dividend Payout Ratio (DPR)

Tahun	Sampel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	-22,22	181,60	42,98	38,10
2016	71	3,95	134,81	35,20	27,83
2017	71	1,82	175,35	40,14	30,72
2018	71	5,69	337,46	50,61	47,21
2019	71	4,20	176,95	50,48	36,04
2020	71	-313,18	171,22	50,31	60,95
Jml Rata-rata	71	-53,29	196,23	44,95	40,14

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 17 dan Tabel 5.16 memperlihatkan nilai minimum indikator DPR sebesar -313,18% dimiliki oleh Perusahaan Gas Negara (Persero) (PGAS) tahun 2020. Hal ini mengindikasikan bahwa kemampuan perusahaan untuk membagi dividen yang rendah. Nilai maksimum indikator DPR sebesar 337,46% dimiliki oleh perusahaan Merck (MERK) tahun 2018. Hal ini mengindikasikan bahwa emiten mempunyai kebijakan membagi dividen yang tinggi

¹⁶ “Dividend Yield - Pengertian, Contoh, dan Cara Menghitungnya - Cermati.com,” accessed June 26, 2022, <https://www.cermati.com/artikel/dividend-yield-pengertian-contoh-dan-cara-menghitungnya>.

¹⁷ James C. Van Horne and John Martin Wachowicz, *Fundamentals of Financial Management*, 13th ed. (Harlow, England ; New York: Financial Times/Prentice Hall, 2009), 475.

kepada pemilik modal.. Nilai rata-rata dari indikator DPR emiten sampel penelitian sebesar 44,95%. Artinya setiap Rp1 laba perusahaan, akan dibagikan kepada pemilik sebesar Rp0,45.

10. Variabel Keputusan Investasi (M_2)

Variabel keputusan investasi dalam penelitian ini diproksi oleh *price earning ratio (PER)* dan *price to book value (PBV)*. Hasil perhitungan indikator keputusan investasi terdapat pada halaman lampiran (Lampiran 18 dan 19). Hasil uji *descriptive statistics* masing-masing indikator keputusan investasi disajikan dalam nilai minimum, nilai maksimum dan nilai rata-rata.

a. *Price Earning Ratio (PER)*

Price earning ratio merupakan rasio perbandingan harga per lembar saham terhadap laba per lembar saham.¹⁸ Hasil uji *descriptive statistics* indikator *PER* disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 5.17
Descriptive Statistics PER

Tahun	Sampel	Minim	Maksim	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	-4,47	545,45	29,84	67,52
2016	71	3,20	211,65	22,93	30,32
2017	71	4,21	215,94	21,70	31,20
2018	71	4,82	168,32	21,07	28,64
2019	71	0,96	150,42	21,52	23,93
2020	71	-133,55	219,49	28,19	40,18
Jml Rata-rata	71	-20,81	251,88	24,21	36,96

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

Berdasar Lampiran 18 dan Tabel 5.17 memperlihatkan nilai minimum indikator PER sebesar -133,55x dimiliki oleh Perusahaan

¹⁸Brigham and Houston, *Fundamentals of Financial Management*, 152.

Gas Negara (Persero) (PGAS) tahun 2020. Hasil ini mengindikasikan bahwa harga saham PGAS 133,55 kali lebih kecil dari laba per lembar saham, sehingga harga perusahaan dianggap terlalu murah. Nilai maksimum indikator PER sebesar 545,45 kali dimiliki emiten Mayora Indah (MYOR) tahun 2015. Hal ini mengindikasikan bahwa harga saham MYOR 545,45 kali lebih besar dari laba per lembar saham, sehingga harga perusahaan dianggap terlalu mahal. Nilai rata-rata dari indikator PER emiten sampel penelitian sebesar 24,21 kali. Hasil ini menunjukkan rata-rata harga saham emiten sampel penelitian 24,21 kali lebih besar dari laba per lembar saham.

b. *Price to Book Value* (PBV)

Indikator PBV adalah rasio perbandingan nilai pasar perusahaan (kapitalisasi pasar) dengan nilai bukunya (ekuitas pemegang saham).¹⁹ Hasil uji *descriptive statistics* indikator PBV disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 5.18
Descriptive Statistics PBV

Tahun	Sampel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
2015	71	0,27	131,28	5,18	16,76
2016	71	0,34	62,93	3,31	7,46
2017	71	0,39	82,44	3,31	9,68
2018	71	0,22	46,91	2,50	5,53
2019	71	0,23	60,67	2,48	7,10
2020	71	0,26	56,80	2,77	6,84
Jml Rata-rata	71	0,29	73,51	3,26	8,90

Sumber: Data sekunder 2015-2020, diolah menggunakan SPSS V. 25

¹⁹Kenneth Marangu and Ambrose Jagongo, "Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables," *Global Journal of Commerce & Management Perspective* 3, no. 6 (2014): 50–56, accessed March 8, 2022, www.gifre.org.

Berdasar Lampiran 19 dan Tabel 5.18 memperlihatkan nilai minimum indikator PBV sebesar 0,22x dimiliki oleh Kabelindo Murni (KBLM) tahun 2018. Hasil ini mengindikasikan bahwa harga saham KBLM 0,22 kali lebih kecil dari nilai buku per lembar saham, sehingga harga perusahaan dianggap terlalu murah. Nilai maksimum indikator PBV sebesar 131,28 kali dimiliki oleh Mayora Indah (MYOR) tahun 2015. temuan ini mengindikasikan bahwa harga saham Mayora 131,28 kali lebih besar dari nilai buku per lembar saham, sehingga harga perusahaan dianggap terlalu mahal. Semakin besar rasio PBV, maka semakin berbanding lurus dengan risiko investasi dan berbanding terbalik dengan potensi pertumbuhan perusahaan. Nilai rata-rata dari indikator PBV emiten sampel penelitian sebesar 3,26x. Hasil ini berarti bahwa rata-rata harga saham emiten sampel penelitian 24,21 kali lebih besar dari nilai buku per lembar saham.

B. Analisis Regresi Linier Berganda

Nilai beta dalam penelitian ini diperoleh dengan metode regresi menggunakan bantuan software *Statistical Package for the Social Sciences versi 25 (SPSS v.25)* dalam proses memperoleh nilai beta pada proses perhitungan variabel *earning management*. Sedangkan metode regresi dengan bantuan aplikasi Microsoft Excel digunakan dalam proses perhitungan nilai variabel *risk market* – dalam hal ini beta saham. Hasil perhitungan metode

regresi dengan kedua aplikasi berbeda tersebut terdapat pada halaman Lampiran (Lampiran 22).

C. Analisis *Partial Least Squares (PLS)*

PLS merupakan metoda SEM berbasis varian untuk menyelesaikan persoalan yang tidak dapat dikerjakan oleh *covariance-based structural equation modelling (CB-SEM)*.²⁰ Lebih lanjut Latan dan Ghazali menyatakan bahwa PLS: (1) tidak mensyaratkan dasar teori yang kuat dan mendukung penelitian yang mengembangkan dan menguji teori; (2) tidak mensyaratkan data terdistribusi normal; dan (3) mensyaratkan ukuran sampel minimal 10 sampel per tiap jalur untuk model yang kompleks.

1. Uji Model Pengukuran (*Outer Model*)

Langkah pertama dalam evaluasi model penelitian ini dengan mengevaluasi model pengukuran menggunakan *software* SmartPLS versi 3.3.9. *Outer model* merupakan pengujian terhadap indikator-indikator yang membentuk variabel laten. Uji *outer model* bertujuan untuk mengetahui tingkat validitas dan reliabilitas indikator-indikator yang mengukur konstruk. Pengujian dilakukan dua tahapan yaitu uji validitas dan uji reliabilitas. Hasil terhadap uji validitas dan realibitas model pengukuran dijelaskan sebagai berikut.

²⁰Hengky Latan and Imam Ghazali, *Partial Least Squares Knsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 2.0 M3 Untuk Penelitian Empiris*, 1st ed. (Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro, 2012).

a. Uji Validitas

Pengujian validitas konstruk dalam penelitian ini terdiri dari validitas konvergen dan validitas diskriminan. Uji validitas tersebut diuraikan sebagai berikut.

1) Validitas konvergen

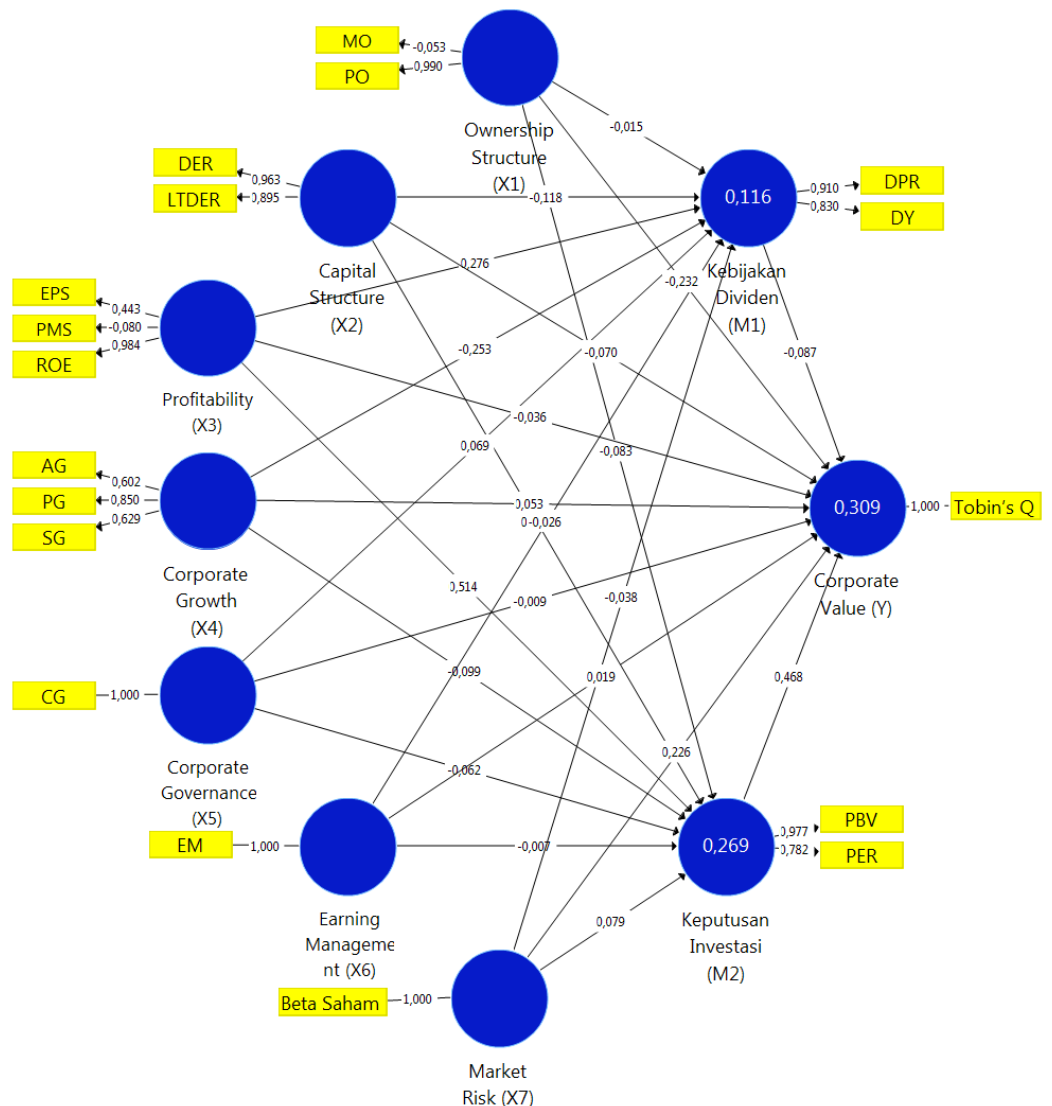
Validitas konvergen berhubungan dengan prinsip bahwa pengukur-pengukur dari suatu konstruk seharusnya berkorelasi tinggi. Pengujian validitas konvergen dinyatakan valid jika

a) Nilai *loading factor* lebih besar dari 0,7

Hasil *loading factor* dari output pengolahan data melalui SmartPLS 3.3.9 ditunjukkan pada diagram jalur dengan *loading factor* sebelum dan sesudah diekstradisi pada Gambar 5.1 dan 5.2.

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

Gambar 5.1
Diagram Jalur Awal dengan *Loading Factor*



Sumber: Hasil olah data menggunakan SmartPLS 3.3.9

Pada Gambar 5.1 terdapat 10 variabel laten dengan 18 indikator disertai *loading factor*.

(1) Variabel laten *ownership structure* (X1) mempunyai 2 indikator yaitu *managerial ownership* dan *public ownership* dengan masing-masing *loading factornya* 0,053 dan 0,990. Hal ini berarti bahwa indikator *managerial ownership*

dianggap tidak valid dan tidak dapat mengukur atau merefleksikan variabel latennya sehingga harus diekstradisi dari model.

(2) Variabel laten *capital structure* (X_2) mempunyai 2 indikator yaitu *debt to equity ratio* (*DER*) dan *long term debt to equity ratio* (*LTDER*) dengan masing-masing *loading factornya* 0,963 dan 0,895. Hal ini berarti bahwa kedua indikator tersebut dapat mengukur atau merefleksikan variabel latennya sehingga bisa dilanjutkan dalam proses permodelan berikutnya.

(3) Variabel laten *profitability* (X_3) mempunyai 3 indikator yaitu *profit margin on sales* (*PMS*), *return on equity* (*ROE*) dan *earnings per share* dengan masing-masing nilai *loading factornya* 0,043, 0,080 dan 0,984. Hal ini berarti bahwa dua indikator PMS dan ROE tersebut tidak dapat mengukur atau merefleksikan variabel latennya dan harus diekstradisi dari model.

(4) Variabel laten *corporate growth* (X_4) mempunyai 3 indikator yaitu *sales growth* (*SG*), *profit growth* (*PG*) dan *assets growth* (*AG*) dengan masing-masing nilai *loading factornya* 0,629, 0,850 dan 0,602. Hal ini berarti bahwa dua indikator SG dan AG tersebut tidak dapat mengukur atau merefleksikan

variabel latennya dan harus diekstraksi dari model karena nilainya lebih kecil dari 0,7.

(5) Variabel laten *corporate governance* (X_5) mempunyai satu indikator yang merupakan dummy dari penjumlahan dewan komisaris, jumlah dewan direksi, jumlah dewan komisaris independen, proporsi komisaris independen, jumlah dewan direksi independen, jumlah dewan direksi independen, jumlah komite audit yang dimiliki, dan proporsi komite yang dimiliki yang nilainya diatas median data dengan *loading factor*nya 1,000. Hal ini berarti bahwa indikator dari *profitability* tersebut dianggap sangat valid dan dapat mengukur atau merefleksikan variabel latennya sehingga harus dilanjutkan dalam model penelitian.

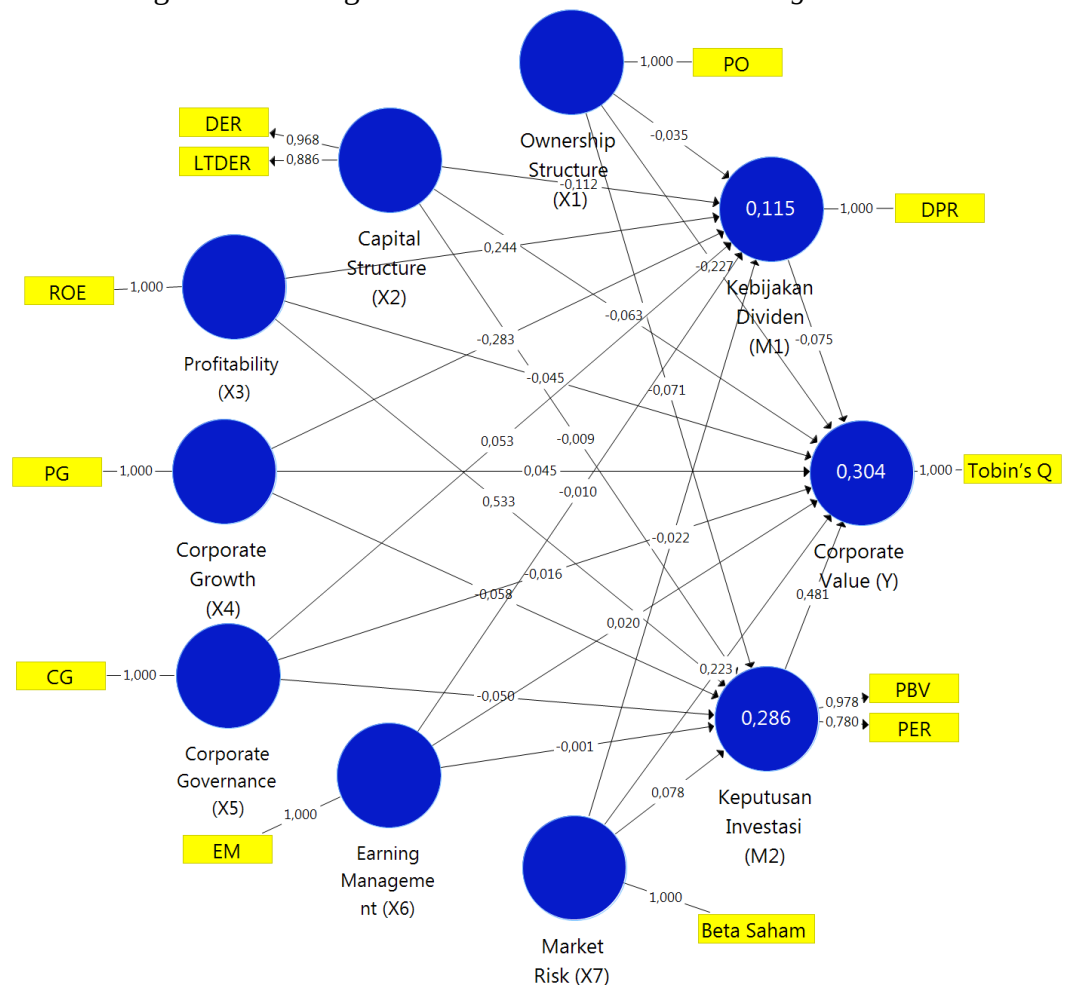
(6) Variabel laten *earning management* (X_6) mempunyai satu indikator yaitu *discretionary accrual (DA)* dari *modified jones model* dengan nilai *loading factor*nya 1,000. Hal ini berarti bahwa indikator DA tersebut sangat valid dan dapat mengukur atau merefleksikan variabel latennya.

(7) Variabel laten *market risk* (X_7) mempunyai satu indikator yaitu beta saham dengan *loading factor* senilai 1,000. Hal ini berarti bahwa indikator tersebut sangat valid dan dapat mengukur atau merefleksikan variabel latennya sehingga bisa dilanjutkan dalam proses permodelan berikutnya.

- (8) Variabel laten kebijakan dividen (M_1) mempunyai 2 indikator yaitu *dividend yield (DY)* dan *dividend payout ratio (DPR)* dengan masing-masing *loading factor*nya 0,910 dan 0,380. Hal ini berarti bahwa kedua indikator tersebut dapat mengukur atau merefleksikan variabel latennya, sehingga bisa dilanjutkan dalam proses permodelan berikutnya.
- (9) Variabel laten keputusan investasi (M_2) mempunyai 2 indikator yaitu *price earning ratio (PER)* dan *price to book value (PBV)* dengan masing-masing *loading factor*nya 0,782 dan 0,977. Hal ini berarti bahwa kedua indikator tersebut valid dan dapat mengukur variabel keputusan investasi, sehingga layak dilanjutkan dalam permodelan berikutnya.
- (10) Variabel laten *corporate value (Y)* mempunyai satu indikator yaitu *Tobin's Q* dengan nilai *loading factor* 1,00. Hal ini berarti bahwa indikator tersebut sangat valid dan dapat mengukur atau merefleksikan variabel *capital structure*.

UIN SUNAN AMPEL
SURABAYA

Gambar 5.2
Diagram Jalur dengan Eliminasi Indikator dan *Loading Factor*



Sumber: Hasil olah data menggunakan SmartPLS 3.3.9

Berdasarkan Gambar 5.2, maka indikator yang valid dan layak uji pada tahap permodelan berikutnya adalah indikator *public ownership* pada variabel laten *ownership structure* (X1), indikator DER dan LTDER pada variabel laten *capital structure* (X2), indikator ROE pada variabel laten *profitability* (X3), indikator *profit growth* (PG) pada konstruk *corporate growth* (X4), indikator CG pada konstruk *corporate governance* (X5), indikator *discretionary accrual* (DA) pada

konstruk *earning management* (X6), indikator beta saham pada konstruk *market risk* (X7), indikator *dividend payout ratio* (DPR) pada konstruk kebijakan dividen (M1), indikator *price earning ratio* (PER) dan *price to book value* (PBV) pada konstruk variabel laten keputusan investasi (M2) dan indikator *Tobin's Q* pada konstruk laten *corporate value* (Y). Nilai *loading factor* dari masing-masing indikator tersebut lebih besar dari 0,70, sehingga nilai *loading factor* dari indikator yang mempunyai nilai dibawah 0,70 tidak bisa dilanjutkan dalam proses permodelan karena dianggap *error variance* nya lebih dari 50% dilihat dari nilai bobot.

- b) Nilai AVE lebih besar dari 0,50.

Hasil AVE melalui pengolahan SmartPLS 3.3.9 seperti Tabel berikut.

Tabel 5.19
Daftar Nilai *Average Variance Extracted* (AVE)

No.	Variabel Laten	(AVE)
1	<i>Ownership Structure</i> (X1)	1,000
2	<i>Capital Structure</i> (X2)	0,861
3	<i>Profitability</i> (X3)	1,000
4	<i>Corporate growth</i> (X4)	1,000
5	<i>Corporate Governance</i> (X5)	1,000
6	<i>Earning management</i> (X6)	1,000
7	<i>Market Risk</i> (X7)	1,000
8	Kebijakan Dividen (M1)	1,000
9	Keputusan Investasi (M2)	0,783
10	<i>Corporate value</i> (Y)	1,000

Sumber: Hasil olah data menggunakan SmartPLS 3.3.9

Berdasarkan Tabel 5.19 di atas, setelah melalui proses eliminasi indikator yang tidak valid berdasarkan *loading factor*nya, maka diperoleh nilai AVE pada setiap variabel laten $> 0,50$. Hasil uji AVE ini sudah valid dan merefleksikan masing-masing faktor laten di dalam model reflektif karena dianggap adekuat bila nilai $AVE > 0,50$.

2) Validitas Diskriminan

Validitas diskriminan terkait dengan prinsip bahwa indikator-indikator variabel laten seperti *ownership structure* (X_1), *capital structure* (X_2), *profitability* (X_3), *corporate growth* (X_4), *corporate governance* (X_5), *earning management* (X_6), *market risk* (X_7), *corporate value* (Y), *kebijakan dividen* (M_1), *keputusan investasi* (M_2) seharusnya tidak berkorelasi tinggi.

Cara mengujinya adalah dengan melihat akar kuadrat AVE dan korelasi antar variabel.²¹ Model mempunyai validitas diskriminan yang cukup jika akar AVE untuk setiap konstruk lebih besar daripada korelasi antara konstruk dengan konstruk lainnya dalam model. Hasil uji Akar kuadrat AVE dan korelasi variabel laten tersaji dalam Tabel 5.20 berikut.

²¹Wynne W. Chin, "How to Write Up and Report PLS Analyses," in *Handbook of Partial Least Squares*, ed. Vincenzo Esposito Vinzi et al. (Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg, 2010), 655–690, accessed May 5, 2022, http://link.springer.com/10.1007/978-3-540-32827-8_29.

Tabel 5.20
Akar Kuadrat AVE dan Korelasi Variabel Laten

Variabel Laten	Cap Strct (X1)	Corp Gov (X2)	Corp Gro (X3)	Corp Val (X4)	Eam Mng (X5)	Kbjk Dvd (X6)	Kep Inv (X7)	Mark Risk (M1)	Own Strc (M2)	Profit (Y)	(AVE)	Akar Kuadrat AVE
Ownership Structure (X1)	1,000	0,160	-0,129	-0,035	0,154	-0,009	0,357	-0,074	-0,119	-0,208	1,000	1,000
Capital Structure (X2)	0,160	1,000	0,280	0,023	0,126	0,006	0,167	-0,053	0,134	-0,007	0,861	0,928
Profitability (X3)	-0,129	0,280	1,000	0,215	-0,021	-0,041	-0,073	0,157	0,523	0,199	1,000	1,000
Corporate Growth (X4)	-0,035	0,023	0,215	1,000	-0,014	-0,002	-0,018	-0,232	0,058	0,083	1,000	1,000
Corporate Governance (X5)	0,154	0,126	-0,021	-0,014	1,000	0,012	0,082	0,030	-0,066	-0,074	1,000	1,000
Earning Management (X6)	-0,009	0,006	-0,041	-0,002	0,012	1,000	0,076	-0,020	-0,017	0,033	1,000	1,000
Market Risk (X7)	0,357	0,167	-0,073	-0,018	0,082	0,076	1,000	-0,062	0,009	0,143	1,000	1,000
Kebijakan Dividen (M1)	-0,074	-0,053	0,157	-0,232	0,030	-0,020	-0,062	1,000	0,135	-0,022	1,000	1,000
Keputusan Investasi (M2)	-0,119	0,134	0,523	0,058	-0,066	-0,017	0,009	0,135	1,000	0,471	0,783	0,885
Corporate Value (Y)	-0,208	-0,007	0,199	0,083	-0,074	0,033	0,143	-0,022	0,471	1,000	1,000	1,000

Sumber: Hasil olah data menggunakan SmartPLS 3.3.9

Berdasarkan Tabel 5.20 baris pertama terlihat bahwa nilai korelasi *ownership structure* (X_1) terhadap *capital structure* (X_2), *profitability* (X_3), *corporate growth* (X_4), *corporate governance* (X_5), *earning management* (X_6), *market risk* (X_7), kebijakan dividen (M1), keputusan investasi (M2) dan *corporate value* (Y) masing-masing secara berurutan yaitu: 0,160, -0,129, -0,035, 0,154, -0,009, 0,357, -0,074, -0,119, -0,208 < dari nilai akar kuadrat AVE sebesar 0,928.

Hasil ini menunjukkan bahwa kesepuluh konstruk tersebut terkategori valid.

b. Uji Reliabilitas

Uji reliabilitas digunakan untuk membuktikan akurasi, konsistensi, dan ketepatan instrumen dalam mengukur konstruk.²²

Pengukuran reliabilitas suatu konstruk dalam penelitian ini dilakukan

²²Rahmad Soling Hamid and Suhardi M Anwar, *Structural Equation Modeling (SEM) Berbasis Varian: Konsep Dasar dan Aplikasi dengan Program SmartPLS 3.2.8 dalam Riset Bisnis*, 1st ed. (Jakarta Pusat: PT Inkubator Penulis Indonesia, 2019), 52.

dengan dua cara, yaitu dengan *cronbach's alpha* dan *composite reliability*.

Rule of thumb untuk menilai reliabilitas konstruk adalah nilai *composite reliability* harus > dari 0,70 meskipun nilai 0,60 masih dapat diterima.²³ Sedangkan *rule of thumb* untuk menilai *cronbach's alpha* juga harus > 0,70. Namun demikian, penggunaan *cronbach's alpha* untuk menguji reliabilitas konstruk memberi nilai yang lebih rendah (*under estimate*) sehingga lebih disarankan untuk menggunakan *composite reliability*.²⁴

Hasil pengujian terhadap *cronbach's alpha* dan *composite reliability* dapat dilihat pada Tabel 5.21 berikut.

Tabel 5.21
Nilai Cronbach's Alpha dan Composite Reliability

	Cronbach's Alpha	Reliabilitas Komposit
<i>Ownership Structure</i> (X ₁)	1,000	1,000
<i>Capital Structure</i> (X ₂)	0,852	0,925
<i>Profitability</i> (X ₃)	1,000	1,000
<i>Corporate growth</i> (X ₄)	1,000	1,000
<i>Corporate Governance</i> (X ₅)	1,000	1,000
<i>Earning management</i> (X ₆)	1,000	1,000
<i>Market Risk</i> (X ₇)	1,000	1,000
Kebijakan Dividen (M ₁)	1,000	1,000
Keputusan Investasi (M ₂)	0,776	0,877
<i>Corporate value</i> (Y)	1,000	1,000

Sumber: Hasil olah data menggunakan SmartPLS 3.3.9

²³Joseph F. Hair et al., *Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) Using R: A Workbook*, Classroom Companion: Business (Cham: Springer International Publishing, 2021), accessed May 5, 2022, <https://link.springer.com/10.1007/978-3-030-80519-7>.

²⁴Latan and Ghazali, *Partial Least Squares Knsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 2.0 M3 Untuk Penelitian Empiris*, 76.

Berdasar Tabel 5.21 tersebut nilai reliabilitas komposit dari masing-masing konstruk *ownership structure* (X_1), *capital structure* (X_2), *profitability* (X_3), *corporate growth* (X_4), *corporate governance* (X_5), *earning management* (X_6), *market risk* (X_7), kebijakan dividen (M_1), keputusan investasi (M_2) dan *corporate value* (Y) secara berurutan adalah 1,000; 0,925; 1,000; 1,000; 1,000; 1,000; 1,000; 1,000; 0,877 dan 1,000 lebih besar dari 0,70. Dari hasil pengukuran melalui reliabilitas komposit tersebut, maka secara komposit instrumen yang digunakan pada penelitian ini sudah reliabel.

Nilai cronbach's *alpha* berdasar Tabel 5.21 dari masing-masing konstruk *ownership structure* (X_1), *capital structure* (X_2), *profitability* (X_3), *corporate growth* (X_4), *corporate governance* (X_5), *earning management* (X_6), *market risk* (X_7), kebijakan dividen (M_1), keputusan investasi (M_2) dan *corporate value* (Y) secara berurutan adalah 1,000; 0,852; 1,000; 1,000; 1,000; 1,000; 1,000; 1,000; 0,776 dan 1,000 > 0,70. Artinya bahwa instrumen yang digunakan pada penelitian ini sudah reliabel.

2. Uji Model Struktural (*Inner Model*)

Model struktural bertujuan untuk mengetahui besarnya pengaruh antar variabel laten berdasar nilai koefisien jalur melalui proses

bootstrapping.²⁵ Model struktural setelah dilakukan *bootstrapping* menggunakan SmartPLS 3.3.9 seperti pada Gambar 5.3.

Langkah-langkah evaluasi dalam model struktural dalam penelitian ini sebagai berikut.

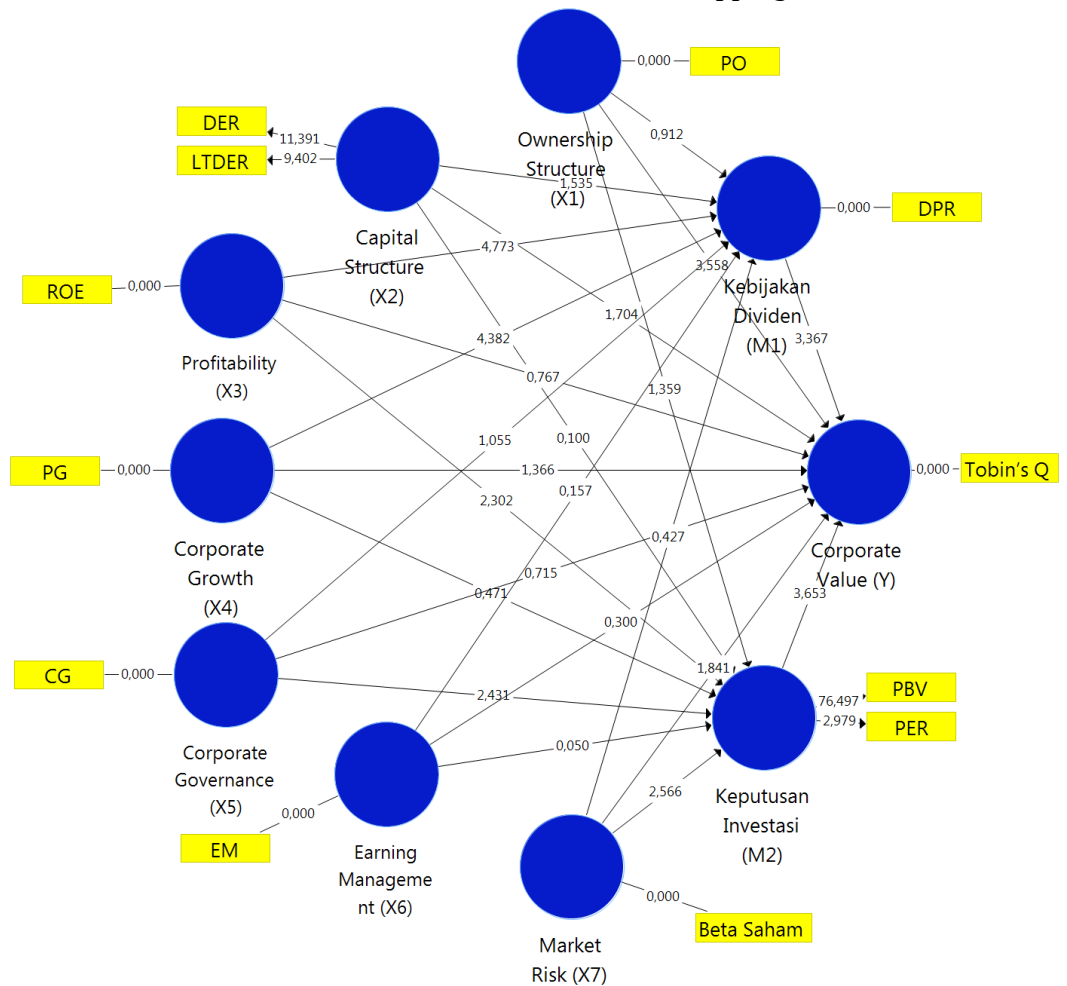
a. Penilaian *R-Square* (R^2)

Nilai R^2 merupakan nilai koefisiensi determinan dimana nilai tersebut menggambarkan kekuatan prediksi variabel endogen dari model struktural. Interpretasi nilai R^2 pada SmartPLS, sama dengan interpretasi R^2 hasil uji regresi linear, yaitu menjelaskan besarnya variabilitas *exogenous* terhadap variabel *endogenous*.

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

²⁵Hamid and Anwar, *Structural Equation Modeling (SEM) Berbasis Varian: Konsep Dasar dan Aplikasi dengan Program SmartPLS 3.2.8 dalam Riset Bisnis*, 57.

Gambar 5.3
Model Struktural Setelah *Bootstrapping*



Sumber: Hasil olah data menggunakan SmartPLS 3.3.9

Menurut Chin²⁶ kriteria R^2 terdiri dari tiga klasifikasi, yaitu nilai R^2 sebesar 0,67; 0,33 dan 0,19 secara berurutan menunjukkan bahwa model tersebut substansial, sedang (*moderate*) dan lemah (*weak*). Hasil uji R^2 disajikan dalam Tabel 5.22.

²⁶Chin, "How to Write Up and Report PLS Analyses." 167

Tabel 5.22
Nilai *R Square*

	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R²</i>
<i>Corporate value (Y)</i>	0,304	0,289
Kebijakan Dividen (M_1)	0,115	0,101
Keputusan Investasi (M_2)	0,286	0,275

Sumber: Hasil olah data menggunakan SmartPLS 3.3.9

Berdasarkan Tabel 5.22 nilai *Adjusted R²* variabel *corporate value (Y)* sebesar 0,289. Ini berarti besarnya varians Y yang dapat dijelaskan oleh variabel *ownership structure (X₁)*, *capital structure (X₂)*, *profitability (X₃)*, *corporate growth (X₄)*, *corporate governance (X₅)*, *earning management (X₆)*, *market risk (X₇)*, kebijakan dividen (M_1), keputusan investasi (M_2) sebesar 28,9% pengaruhnya kecil.

Nilai *Adjusted R²* Kebijakan Dividen (M_1) sebesar 0,101. Ini berarti besarnya varians M_1 yang dapat dijelaskan oleh variabel *ownership structure (X₁)*, *capital structure (X₂)*, *profitability (X₃)*, *corporate growth (X₄)*, *corporate governance (X₅)*, *earning management (X₆)*, *market risk (X₇)* sebesar 10,1% pengaruhnya sangat kecil.

Nilai *Adjusted R²* Keputusan Investasi (M_2) sebesar 0,275. Ini berarti besarnya varians M_2 yang dapat dijelaskan oleh variabel *ownership structure (X₁)*, *capital structure (X₂)*, *profitability (X₃)*, *corporate growth (X₄)*, *corporate governance (X₅)*, *earning management (X₆)*, *market risk (X₇)* sebesar 27,5% pengaruhnya kecil.

b. *Effect Size f^2*

Perubahan nilai R^2 digunakan untuk mengetahui substantifitas pengaruh variabel laten eksogen terhadap variabel laten endogen. Menurut Cohen²⁷ *Effect Size f^2* yang digunakan untuk kriteria penilaian sebesar 0,02 berarti variabel laten eksogen memiliki pengaruh kecil, sebesar 0,15 variabel laten eksogen berpengaruh moderat dan 0,35 berarti memiliki pengaruh yang besar pada level struktural. Hasil uji *f-Square (f^2)* disajikan dalam Tabel 5.23 berikut.

Tabel 5.23
Nilai *f-Square*

	(Y)	(M ₁)	(M ₂)
<i>Ownership Structure (X₁)</i>	0,061	0,001	0,006
<i>Capital Structure (X₂)</i>	0,005	0,012	0,000
<i>Profitability (X₃)</i>	0,002	0,057	0,336
<i>Corporate growth (X₄)</i>	0,003	0,086	0,005
<i>Corporate Governance (X₅)</i>	0,000	0,003	0,003
<i>Earning management (X₆)</i>	0,001	0,000	0,000
<i>Market Risk (X₇)</i>	0,060	0,000	0,007
Kebijakan Dividen (M ₁)	0,007		
Keputusan Investasi (M ₂)	0,236		
<i>Corporate value (Y)</i>			

Sumber: Hasil olah data menggunakan SmartPLS 3.3.9

Berdasarkan Tabel 5.23 nilai *f-Square* keputusan investasi (M₂) terhadap *corporate value (Y)* sebesar 0,236 berarti bahwa besarnya pengaruh M₂ terhadap Y pada model struktural terkategori level sedang. Nilai *f-square profitability (X₃)* terhadap keputusan investasi (M₂) sebesar 0,336 berarti bahwa besarnya pengaruh X₃

²⁷Jacob Cohen, *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences*, 2nd ed. (Hillsdale, N.J.: L. Erlbaum Associates, 1988), accessed May 5, 2022, <https://www.taylorfrancis.com/books/9781134742707>. Lihat juga: Chin, "How to Write Up and Report PLS Analyses."

terhadap M_2 pada model struktural terkategori level sedang. Nilai *f-square* variabel *ownership structure* (X_1) terhadap *corporate value* (Y) sebesar 0,061 berarti bahwa besarnya pengaruh X_1 terhadap Y pada model struktural terkategori level sedang. Nilai *f-square* variabel *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y) sebesar 0,060 berarti bahwa besarnya pengaruh X_7 terhadap Y pada model struktural juga berkategori level sedang. Nilai *f-square* variabel *profitability* (X_3) terhadap kebijakan dividen (M_1) sebesar 0,057 berarti bahwa besarnya pengaruh X_3 terhadap M_1 pada model struktural juga berkategori level sedang. Nilai *f-Square* variabel *corporate growth* (X_4) terhadap kebijakan dividen (M_1) sebesar 0,057 berarti bahwa besarnya pengaruh X_4 terhadap M_1 pada model struktural juga berkategori level sedang. Sedangkan pengaruh variabel eksogen lainnya terhadap variabel endogen yang lain, nilai *f-square*nya hanya mampu berada pada level yang kecil diindikasikan dengan nilai *f-square*nya pada kisaran 0,000 hingga 0,012.

c. *Predictive Relevance* (Nilai Q^2)

Effect size q^2 sebagai nilai prediksi alamiah hasil pengamatan kontribusinya terhadap pembentukan variabel endogen. Ukuran *q square* adalah ukuran untuk validasi model bahwa variabel endogen dapat diprediksi melalui *blindfolding procedure*.

Hasil prosedur *blindfolding*, akan menghasilkan *construct crossvalidated redundancy estimation*. SSE adalah *sum square*

prediction error, sedangkan istilah SSO adalah *sum squared observation*, maka nilai $Q^2 = (1 - SSE/SSO)$.

Rule of thumb untuk menilai *effect size q^2 predictive relevance* jika nilai *q square* lebih besar dari 0, maka variabel-variabel endogen tersebut dapat diprediksi.²⁸ Hasil uji *effect size q^2* dalam penelitian ini tersaji dalam Tabel 5.24 berikut.

Tabel 5.24
Nilai *Effect Size q^2*

	Q^2
<i>Corporate value (Y)</i>	0,160
Kebijakan Dividen (M_1)	0,082
Keputusan Investasi (M_2)	0,140

Sumber: Hasil olah data SmartPLS 3.3.9

Berdasarkan Tabel 5.24 nilai *effect size q^2* pada konstruk *corporate value (Y)*, kebijakan dividen (M_1), keputusan investasi (M_2) sebagai variabel endogen masing-masing secara berurutan bernilai 0,160, 0,082 dan 0,140 > 0. Hasil ini menunjukkan bahwa model mempunyai *predictive relevance*

d. Estimasi Signifikansi (*T-Statistic*)

Path coefficient menggambarkan kontribusi atau pengaruh antar variabel konstruk, dilakukan melalui prosedur *bootstrapping*. Nilai *signifikansi* dinyatakan dalam nilai uji t statistik diukur dari data original dibanding dengan standar deviasi pada pengolahan data Smartpls 3.3.9. Jenis tes menggunakan (*two-tailed*) dengan tingkat

²⁸Joseph F. Hair et al., *A Primer on Partial Least Squares Structural Equations Modeling (PLS-SEM)*, 17th ed. (Los Angeles: SAGE, 2014), 186.

signifikansi level 5% pada t-value 1,96. Hasil uji t statistik dari evaluasi model struktural melalui prosedur *bootstrapping* seperti yang ditunjukkan pada Tabel 5.25.

Tabel 5.25
Nilai *Path Coefficient*

	Sampel Asli	Std Deviasi	T Statistik	P Values
<i>Ownership Structure</i> (X ₁) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	-0,227	0,064	3,565	0,000
<i>Ownership Structure</i> (X ₁) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁)	-0,035	0,042	0,828	0,408
<i>Ownership Structure</i> (X ₁) terhadap Keputusan Investasi (M ₂)	-0,071	0,052	1,363	0,174
<i>Capital Structure</i> (X ₂) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	-0,063	0,036	1,768	0,079
<i>Capital Structure</i> (X ₂) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁)	-0,142	0,069	2,064	0,032
<i>Capital Structure</i> (X ₂) terhadap Keputusan Investasi (M ₂)	-0,129	0,065	1,990	0,017
<i>Profitability</i> (X ₃) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	-0,115	0,057	2,027	0,027
<i>Profitability</i> (X ₃) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁)	0,244	0,053	4,607	0,000
<i>Profitability</i> (X ₃) terhadap Keputusan Investasi (M ₂)	0,533	0,238	2,241	0,025
<i>Corporate Growth</i> (X ₄) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	0,075	0,033	2,249	0,028
<i>Corporate Growth</i> (X ₄) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁)	-0,283	0,068	4,174	0,000
<i>Corporate Growth</i> (X ₄) terhadap Keputusan Investasi (M ₂)	-0,058	0,127	0,458	0,647
<i>Corporate Governance</i> (X ₅) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	-0,016	0,024	0,673	0,501
<i>Corporate Governance</i> (X ₅) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁)	0,123	0,054	2,265	0,032
<i>Corporate Governance</i> (X ₅) terhadap Keputusan Investasi (M ₂)	-0,050	0,021	2,355	0,019
<i>Earning management</i> (X ₆) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	0,154	0,069	2,238	0,038
<i>Earning management</i> (X ₆) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁)	-0,010	0,063	0,153	0,878
<i>Earning management</i> (X ₆) terhadap Keputusan Investasi (M ₂)	-0,001	0,026	0,050	0,960
<i>Market Risk</i> (X ₇) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	-0,243	0,117	2,073	0,043
<i>Market Risk</i> (X ₇) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁)	-0,022	0,049	0,449	0,654
<i>Market Risk</i> (X ₇) terhadap Keputusan Investasi (M ₂)	-0,078	0,028	2,802	0,005
Kebijakan Dividen (M ₁) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	0,075	0,022	3,464	0,001
Keputusan Investasi (M ₂) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	0,481	0,135	3,560	0,000

Sumber: Hasil olah data menggunakan SmartPLS 3.3.9

3. Uji Efek Mediasi

Pengujian efek mediasi mengacu pada Baron dan Kenny (dalam Ghozali dan Latan),²⁹ menyatakan bahwa untuk menentukan suatu konstruk sebagai variabel mediasi, dilakukan dengan pendekatan *bootstrap* dengan tahapan-tahapan berikut.

- a. Menguji efek utama (pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat) dan harus signifikan pada *t-statistic* > 1,96.

Hasil uji efek utama yang signifikan berpengaruh dalam pengujian ini ditunjukkan dalam Tabel 5.25. Berdasar tabel tersebut, nilai *t-statistic* > 1,96 terdapat pada korelasi konstruk *ownership structure* (X₁) terhadap *corporate value* (Y) senilai 3,565, *Profitability* (X₃) terhadap *corporate value* (Y) senilai 2,027, *corporate growth* (X₄) terhadap *corporate value* (Y) senilai 2,249, *earning management* (X₆) terhadap *corporate value* (Y) senilai 2,238, *market risk* (X₇) terhadap *corporate value* (Y) senilai 2,073, kebijakan dividen (M₁) terhadap *corporate value* (Y) senilai 3,464, keputusan investasi (M₂) terhadap *corporate value* (Y) senilai 3,560.

- b. Menguji pengaruh variabel bebas terhadap variabel mediasi dengan signifikansi pada *t-statistic* > 1,96. Seperti pada Tabel 5.25 nilai *t-statistic* > 1,96 terdapat pada korelasi konstruk *capital structure* (X₂) terhadap kebijakan dividen (M₁) senilai 2,064, *capital structure* (X₂) terhadap keputusan investasi senilai (M₂) senilai 1,990, *Profitability*

²⁹Latan and Ghozali, *Partial Least Squares Knsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 2.0 M3 Untuk Penelitian Empiris*, 181.

(X₃) terhadap kebijakan dividen (M₁) senilai 4,607, *profitability* (X₃) terhadap keputusan investasi (M₂) senilai 2,241, *corporate growth* (X₄) terhadap kebijakan dividen (M₁) senilai 4,174, *corporate governance* (X₅) terhadap kebijakan dividen (M₁) senilai 2,265, *corporate governance* (X₅) terhadap keputusan investasi (M₂) senilai 2,355, *market risk* (X₇) terhadap keputusan investasi (M₂) senilai 2,802.

- c. Menguji secara simultan pengaruh variabel bebas dan variabel mediasi terhadap variabel terikat.

Hasil uji *nilai efek tidak langsung spesifik* dalam penelitian ini ditunjukkan dalam tabel berikut.

Tabel 5.26
Nilai Efek Tidak Langsung Spesifik

	Sampel Asli	Std. Deviasi	T-Statistik	P-Values
<i>Ownership Structure</i> (X ₁) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	0,003	0,004	0,747	0,456
<i>Ownership Structure</i> (X ₁) terhadap Keputusan Investasi (M ₂) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	-0,034	0,033	1,048	0,295
<i>Capital Structure</i> (X ₂) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁) terhadap <i>Corporate value</i> (Y)	0,018	0,007	2,475	0,011
<i>Capital Structure</i> (X ₂) terhadap Keputusan Investasi (M ₂) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	0,088	0,044	2,012	0,022
<i>Profitability</i> (X ₃) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	-0,018	0,006	2,877	0,004
<i>Profitability</i> (X ₃) terhadap Keputusan Investasi (M ₂) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	0,256	0,090	2,849	0,005
<i>Corporate Growth</i> (X ₄) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁)	0,021	0,007	2,831	0,005

	Sampel Asli	Std. Deviasi	T- Statistik	P- Values
terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)				
<i>Corporate Growth</i> (X ₄) terhadap Keputusan Investasi (M ₂) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	-0,028	0,057	0,492	0,623
<i>Corporate Governance</i> (X ₅) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	-0,012	0,006	2,157	0,046
<i>Corporate Governance</i> (X ₅) terhadap Keputusan Investasi (M ₂) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	-0,029	0,014	2,032	0,041
<i>Earning management</i> (X ₆) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	0,001	0,005	0,153	0,878
<i>Earning management</i> (X ₆) terhadap Keputusan Investasi (M ₂) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	-0,001	0,011	0,055	0,956
<i>Market Risk</i> (X ₇) terhadap Kebijakan Dividen (M ₁) terhadap <i>Corporate value</i> (Y)	0,002	0,004	0,436	0,663
<i>Market Risk</i> (X ₇) terhadap Keputusan Investasi (M ₂) terhadap <i>Corporate Value</i> (Y)	0,037	0,018	2,078	0,038

Sumber: Hasil olah data menggunakan SmartPLS 3.3.9

Berdasar Tabel 5.25 dan 5.26 variabel laten (M₁ dan M₂) yang dapat memediasi konstruk (X₁ dan Y) dengan *t-statistic* > 1,96 dan *p-value* < 0,05 secara: 1) *full mediation* terdapat pada konstruk *capital structure* (X₂) melalui kebijakan dividen (M₁) terhadap *corporate value* (Y) dengan *t-statistic* 2,475 dan *p-value* 0,011, *capital structure* (X₂) melalui keputusan investasi (M₂) terhadap *corporate value* (Y) dengan *t-statistic* 2,012 dan *p-value* 0,022, *corporate governance* (X₅) melalui kebijakan dividen (M₁) terhadap *corporate value* (Y) dengan *t-statistic* 2,157 dan *p-value* 0,046,

corporate governance (X_5) melalui keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) dengan *t-statistic* 2,032 dan *p-value* 0,041. 2) *Partial mediation* terdapat pada konstruk *Profitability* (X_3) melalui kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) dengan *t-statistic* 2,877 dan *p-value* 0,004, *profitability* (X_3) melalui keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) dengan *t-statistic* 2,849 dan *p-value* 0,005, *corporate growth* (X_4) melalui kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) dengan *t-statistic* 2,831 dan *p-value* 0,005, *corporate growth* (X_4) melalui keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) dengan *t-statistic* 0,492 dan *p-value* 0,623, *market risk* (X_7) melalui keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) dengan *t-statistic* 2,078 dan *p-value* 0,038.

4. Uji Hipotesis

Menurut Haryono³⁰, uji hipotesis dapat diketahui dari nilai *t*-statistik dan nilai probabilitas. Dengan menggunakan tingkat signifikansi α sebesar 5%, pengujian hipotesis satu sampai sembilan didasarkan pada *path coefficient* dan *specific indirect effect* dari variabel-variabel penelitian. Pengujian signifikansi pengaruh-pengaruh ini dilakukan dengan metode *bootstrapping* seperti pada Tabel 5.25, dan 5.26. Apabila nilai *t*-statistik $> 1,96$ dan nilai probabilitas $< 0,05$, maka hipotesis penelitian diterima.

³⁰Siswoyo Haryono, *Metode SEM untuk Penelitian Manajemen dengan AMOS, LISREL, PLS*, 1st ed. (Bekasi: PT. Intermedia Personalia Utama, 2016), 182.

Berdasarkan kerangka konseptual dan hipotesis pada bab ketiga, tabel 5.25 dan 5.26 hasil uji Hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut.

a. **Hipotesis pertama:** Pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2).

1) Kebijakan dividen (M_1) sebagai variabel *intervening*

a) Pengaruh langsung

(1) $H_{a1a1} : b_{M_1} \neq 0$, pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap kebijakan dividen (M_1).

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *ownership structure* (X_1) terhadap kebijakan dividen (M_1) nilai *t-statistic* sebesar $0,828 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,408 < 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis H_{a1a1} dan menerima Hipotesis nul.

Pengujian ini membuktikan secara statistik *ownership structure* (X_1) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (M_1)

(2) $H_{a1b1} : b_Y \neq 0$, pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *ownership structure* (X_1) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $3,565 > 1,96$

dan nilai p -value sebesar $0,000 < 0,05$. Hasil pengujian ini mendukung Hipotesis H_{a1b1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *ownership structure* (X_1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *corporate value* (Y)

(3) $H_{a1c1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) nilai t -statistic sebesar $3,464 > 1,96$ dan nilai p -value sebesar $0,000 < 0,05$. Hasil pengujian ini mendukung Hipotesis H_{a1c1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik pengaruh kebijakan dividen (M_1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *corporate value* (Y)

b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$H_{aX_1} : bM_1 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah diduga kebijakan dividen (M_1) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *ownership structure* (X_1) dan *corporate value* (Y).

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) nilai t -

statistic sebesar $0,747 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,456 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis kerja dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa kebijakan dividen (M_1) tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap *corporate value* (Y).

2) Keputusan investasi (M_2) sebagai variabel *intervening*

a) Pengaruh langsung

(1) $H_{a1a2} : b_{M_2} \neq 0$, pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *ownership structure* (X_1) terhadap keputusan investasi (M_2) nilai *t-statistic* sebesar $1,363 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,174 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis H_{a1a2} dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *ownership structure* (X_1) tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi (M_2)

(2) $H_{a1b2} : b_Y \neq 0$, pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *ownership structure* (X_1) terhadap *corporate value* (Y) dengan koefisien jalur -0,227, nilai *t-statistic* sebesar $3,565 > 1,96$ dan nilai *p-*

value sebesar $0,000 < 0,05$. Hasil pengujian ini mendukung Hipotesis Ha_{1b2} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *ownership structure* (X_1) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *corporate value* (Y)

(3) $Ha_{1c2} : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar 3,560 > 1,96 dan nilai *p-value* sebesar $0,000 < 0,05$. Hasil pengujian ini mendukung Hipotesis Ha_{1c2} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik pengaruh keputusan investasi (M_2) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Corporate value* (Y)

b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$HaX_1 : bM_2 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah diduga keputusan investasi (M_2) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *ownership structure* (X_1) dan *corporate value* (Y).

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap *corporate value* (Y) melalui keputusan investasi

(M₂) nilai *t-statistic* sebesar $1,048 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,295 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis kerja dan mendukung Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa keputusan investasi (M₂) tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *ownership structure* (X₁) terhadap *corporate value* (Y).

b. **Hipotesis kedua:** Pengaruh *capital structure* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen (M₁) dan keputusan investasi (M₂).

1) Kebijakan dividen (M₁) sebagai variabel *intervening*

a) Pengaruh langsung

(1) Ha_{2a1} : $bM_1 \neq 0$, pengaruh *capital structure* (X₂) terhadap kebijakan dividen (M₁) signifikan

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *capital structure* (X₂) terhadap kebijakan dividen (M₁) dengan nilai koefisien jalur -0,142, nilai *t-statistic* sebesar $2,064 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,032 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis Ha_{2a1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *capital structure* (X₂) berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen (M₁)

- (2) $H_{a2b1} : bY \neq 0$, pengaruh *capital structure* (X_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *capital structure* (X_2) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $1,768 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,078 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis H_{a2b1} dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *capital structure* (X_2) tidak berpengaruh signifikan terhadap *corporate value* (Y)

- (3) $H_{a2c1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) dengan nilai koefien jalur -0,075, nilai *t-statistic* sebesar $3,464 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,001 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a2c1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik kebijakan dividen (M_1) berpengaruh negatif signifikan terhadap *corporate value* (Y)

- b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$H_{aX_2} : bM_1 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah kebijakan dividen (M_1) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *capital structure* (X_2) dan *corporate value* (Y).

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *capital structure* (X_2) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dengan nilai koefien jalur 0,018, nilai *t-statistic* sebesar 2,475 > 1,96 dan nilai *p-value* sebesar 0,011 < 0,05. Hasil pengujian ini mendukung Hipotesis kerja dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa kebijakan dividen (M_1) berpengaruh positif signifikan dalam memediasi pengaruh *capital structure* (X_2) terhadap *corporate value* (Y).

2) Keputusan investasi (M_2) sebagai variabel *intervening*

a) Pengaruh langsung

(1) $H_{a2a2} : bM_2 \neq 0$, pengaruh *capital structure* (X_2) terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *capital structure* (X_2) terhadap keputusan investasi (M_2) dengan nilai *path coefficient* - 0,129, nilai *t-statistic* sebesar 1,990 > 1,96 dan nilai *p-value* sebesar 0,017 < 0,05. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a2a2} dan menolak Hipotesis nul.

Pengujian ini membuktikan secara statistik *capital structure* (X_2) berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan investasi (M_2).

- (2) $H_{a2b2} : bY \neq 0$, pengaruh *capital structure* (X_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *capital structure* (X_2) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $1,768 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,078 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis H_{a2b2} dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *capital structure* (X_2) tidak berpengaruh signifikan terhadap *corporate value* (Y).

- (3) $H_{a2c2} : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) dengan nilai *path coefficient* 0,481, nilai *t-statistic* sebesar $3,560 > 1,96$, dan nilai *p-value* sebesar $0,000 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a2c2} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik keputusan

investasi (M_2) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

- b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$H_{aX_2} : bM_2 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah keputusan investasi (M_2) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *capital structure* (X_2) dan *corporate value* (Y).

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *capital structure* (X_2) terhadap *corporate value* (Y) melalui keputusan investasi (M_2) dengan nilai *path coefficient* 0,088, nilai *t-statistic* sebesar $2,012 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,022 < 0,05$. Hasil pengujian ini mendukung Hipotesis kerja dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa keputusan investasi (M_2) berpengaruh negatif signifikan dalam memediasi pengaruh *capital structure* (X_2) terhadap *corporate value* (Y).

- c. **Hipotesis ketiga:** Pengaruh *profitability* (X_3) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2).

- 1) Kebijakan dividen (M_1) sebagai variabel *intervening*

- a) Pengaruh langsung

(1) $H_{a3a1} : bM_1 \neq 0$, pengaruh *profitability* (X_3) terhadap kebijakan dividen (M_1) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *profitability* (X_3) terhadap kebijakan dividen (M_1) dengan koefisien jalur 0,244, nilai *t-statistic* sebesar $4,607 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,000 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a3a1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *profitability* (X_3) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen (M_1).

- (2) $H_{a3b1} : bY \neq 0$, pengaruh *profitability* (X_3) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *profitability* (X_3) terhadap *corporate value* (Y) dengan nilai *path coefficient* -0,115, nilai *t-statistic* sebesar $2,027 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,027 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a3b1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *profitability* (X_3) berpengaruh negatif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

- (3) $H_{a3c1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $3,464 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,001 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a3c1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik kebijakan dividen (M_1) berpengaruh negatif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$H_{aX_3} : bM_1 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah kebijakan dividen (M_1) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *profitability* (X_3) dan *corporate value* (Y).

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *profitability* (X_3) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dengan nilai *path coefficient* $-0,018$, nilai *t-statistic* sebesar $2,877 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,004 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis kerja dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa kebijakan dividen (M_1) berpengaruh negatif signifikan dalam memediasi pengaruh *profitability* (X_3) terhadap *corporate value* (Y).

2) Keputusan investasi (M_2) sebagai variabel *intervening*

a) Pengaruh langsung

- (1) $H_{a3a2} : bM_2 \neq 0$, pengaruh *profitability* (X_3) terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *profitability* (X_3) terhadap keputusan investasi (M_2) dengan koefisien jalur 0,533, nilai *t-statistic* sebesar $2,241 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,025 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a3a2} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *profitability* (X_3) berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi (M_2).

- (2) $H_{a3b2} : bY \neq 0$, pengaruh *profitability* (X_3) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *profitability* (X_3) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $2,027 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,027 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a3b2} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *profitability* (X_3) berpengaruh negatif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

(3) $H_{a3c2} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $3,560 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,000 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a3c2} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik keputusan investasi (M_2) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$H_{aX_3} : bM_2 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah keputusan investasi (M_2) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *profitability* (X_3) dan *corporate value* (Y).

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *profitability* (X_3) terhadap *corporate value* (Y). melalui keputusan investasi (M_2) nilai *t-statistic* sebesar $2,849 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,005 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis kerja dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini

membuktikan secara statistik bahwa keputusan investasi (M_2) berpengaruh positif signifikan dalam memediasi *profitability* (X_3) terhadap *corporate value* (Y).

d. **Hipotesis keempat:** Pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2).

1) Kebijakan dividen (M_1) sebagai variabel *intervening*

a) Pengaruh langsung

(1) $H_{a4a1} : b_{M_1} \neq 0$, pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap kebijakan dividen (M_1) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *corporate growth* (X_4) terhadap kebijakan dividen (M_1) dengan nilai *path coefficient* -0,283, nilai *t-statistic* sebesar $4,174 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,000 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a4a1} dan menolak Hipotesis nul.

Pengujian ini membuktikan secara statistik *corporate growth* (X_4) berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen (M_1).

(2) $H_{a4b1} : b_Y \neq 0$, pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *corporate growth* (X_4) terhadap

corporate value (Y) nilai *t-statistic* sebesar $2,249 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,028 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a4b1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *corporate growth (X₄)* berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value (Y)*.

(3) $H_{a4c1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value (Y)* signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value (Y)* nilai *t-statistic* sebesar $3,464 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,001 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a4c1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik kebijakan dividen (M_1) berpengaruh negatif signifikan terhadap *corporate value (Y)*.

b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$H_{aX_4} : bM_1 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah kebijakan dividen (M_1) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *corporate growth (X₄)* dan *corporate value (Y)*.

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *corporate growth*

(X_4) terhadap *corporate value* (Y). melalui kebijakan dividen (M_1) nilai *t-statistic* sebesar $2,831 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,005 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis kerja dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa kebijakan dividen (M_1) berpengaruh positif signifikan dalam memediasi pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap *corporate value* (Y).

2) Keputusan investasi (M_2) sebagai variabel *intervening*

a) Pengaruh langsung

(1) $H_{a4a2} : bM_2 \neq 0$, pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *corporate growth* (X_4) terhadap keputusan investasi (M_2) nilai *t-statistic* sebesar $0,458 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,647 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis H_{a4a2} dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *corporate growth* (X_4) tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi (M_2).

(2) $H_{a4b2} : bY \neq 0$, pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *corporate growth* (X_4) terhadap

corporate value (Y) nilai *t-statistic* sebesar $2,249 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,028 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a4b2} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *corporate growth (X₄)* berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value (Y)*.

(3) $H_{a4c2} : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value (Y)* signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value (Y)* nilai *t-statistic* sebesar $3,560 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,000 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a4c2} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik keputusan investasi (M_2) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value (Y)*

b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$H_{aX_4} : bM_2 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah keputusan investasi (M_2) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *corporate growth (X₄)* dan *corporate value (Y)*.

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *corporate growth*

(X₄) terhadap *corporate value* (Y). melalui keputusan investasi (M₂) nilai *t-statistic* sebesar $0,492 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,623 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis kerja dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa keputusan investasi (M₂) tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *corporate growth* (X₄) terhadap *corporate value* (Y).

e. **Hipotesis kelima:** Pengaruh *corporate governance* (X₅) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M₁) dan keputusan investasi (M₂).

1) Kebijakan dividen (M₁) sebagai variabel *intervening*

a) Pengaruh langsung

(1) $H_{a5a1} : b_{M_1} \neq 0$, pengaruh *corporate governance* (X₅) terhadap kebijakan dividen (M₁) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *corporate governance* (X₅) terhadap kebijakan dividen (M₁) nilai *t-statistic* sebesar $2,265 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,032 < 0,05$.

Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a5a1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *corporate governance* (X₅) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen (M₁).

- (2) $H_{a5b1} : bY \neq 0$, pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $0,673 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,501 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis H_{a5b1} dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *corporate governance* (X_5) tidak berpengaruh signifikan terhadap *corporate value* (Y).

- (3) $H_{a5c1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) dengan nilai *path coefficient* $-0,075$, nilai *t-statistic* sebesar $3,464 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,001 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a5c1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik kebijakan dividen (M_1) berpengaruh negatif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

- b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$H_{aX_5} : bM_1 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah kebijakan dividen (M_1) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *corporate governance* (X_5) dan *corporate value* (Y).

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value* (Y). melalui kebijakan dividen (M_1) dengan nilai *path coefficient* -0,012, nilai *t-statistic* sebesar $2,157 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,046 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis kerja dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa kebijakan dividen (M_1) berpengaruh negatif signifikan dalam memediasi *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value* (Y).

2) Keputusan investasi (M_2) sebagai variabel *intervening*

a) Pengaruh langsung

(1) $H_{a5a2} : bM_2 \neq 0$, pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *corporate governance* (X_5) terhadap keputusan investasi (M_2) dengan nilai *path coefficient* -0,050, nilai *t-statistic* sebesar $2,355 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,019 < 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis H_{a5a2} dan menerima Hipotesis nul.

Pengujian ini membuktikan secara statistik *corporate governance* (X_5) berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan investasi (M_2).

- (2) $H_{a5b2} : bY \neq 0$, pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $0,673 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,501 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis H_{a5b2} dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *corporate governance* (X_5) tidak berpengaruh signifikan terhadap *corporate value* (Y).

- (3) $H_{a5c2} : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $3,560 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,000 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a5c2} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik keputusan investasi (M_2) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

- b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$H_{aX_5} : bM_2 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah keputusan investasi (M_2) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *corporate governance* (X_5) dan *corporate value* (Y).

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value* (Y). melalui keputusan investasi (M_2) nilai *t-statistic* sebesar $2,032 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,041 < 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis kerja dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa keputusan investasi (M_2) berpengaruh negatif signifikan dalam memediasi *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value* (Y).

- f. **Hipotesis keenam:** Pengaruh *earning management* (X_6) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2).

- 1) Kebijakan dividen (M_1) sebagai variabel *intervening*

- a) Pengaruh langsung

(1) $H_{a6a1} : bM_1 \neq 0$, pengaruh *earning management* (X_6) terhadap kebijakan dividen (M_1) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *earning management* (X_6) terhadap kebijakan dividen (M_1) nilai *t-statistic* sebesar $0,153 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,878 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis H_{a6a1} dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *earning management* (X_6) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (M_1).

- (2) $H_{a6b1} : bY \neq 0$, pengaruh *earning management* (X_6) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *earning management* (X_6) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $2,238 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,032 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a6b1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *earning management* (X_6) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

- (3) $H_{a6c1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $3,464 > 1,96$

dan nilai p -value sebesar $0,001 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a6c1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik kebijakan dividen (M_1) berpengaruh negatif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$H_{aX_6} : bM_1 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah kebijakan dividen (M_1) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *earning management* (X_6) dan *corporate value* (Y).

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *earning management* (X_6) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) nilai t -statistic sebesar $0,153 < 1,96$ dan nilai p -value sebesar $0,878 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis kerja dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa kebijakan dividen (M_1) tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *earning management* (X_6) terhadap *corporate value* (Y).

2) Keputusan investasi (M_2) sebagai variabel *intervening*

a) Pengaruh langsung

(1) $H_{a6a2} : bM_2 \neq 0$, pengaruh *earning management* (X_6) terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *earning management* (X_6) terhadap keputusan investasi (M_2) nilai *t-statistic* sebesar $0,050 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,960 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis H_{a6a2} dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *earning management* (X_6) tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi (M_2).

- (2) $H_{a6b2} : bY \neq 0$, pengaruh *earning management* (X_6) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *earning management* (X_6) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $2,238 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,038 < 0,05$.

Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a6b2} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *earning management* (X_6) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

- (3) $H_{a6c2} : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, keputusan investasi (M_2) terhadap

corporate value (Y) nilai *t-statistic* sebesar $3,560 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,000 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a6c2} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik keputusan investasi (M_2) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value (Y)*.

- b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$H_{aX_6} : bM_2 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah keputusan investasi (M_2) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *earning management (X₆)* dan *corporate value (Y)*.

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *earning management (X₆)* terhadap *corporate value (Y)*. melalui keputusan investasi (M_2) nilai *t-statistic* sebesar $0,055 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,956 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis kerja dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa keputusan investasi (M_2) tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *earning management (X₆)* terhadap *corporate value (Y)*.

- g. **Hipotesis ketujuh:** Pengaruh *market risk (X₇)* terhadap *corporate value (Y)* melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2).

1) Kebijakan dividen (M_1) sebagai variabel *intervening*

a) Pengaruh langsung

(1) $H_{a7a1} : bM_1 \neq 0$, pengaruh *market risk* (X_7) terhadap kebijakan dividen (M_1) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *market risk* (X_7) terhadap kebijakan dividen (M_1) nilai *t-statistic* sebesar $0,449 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,654 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis H_{a7a1} dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *market risk* (X_7) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (M_1).

(2) $H_{a7b1} : bY \neq 0$, pengaruh *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $2,073 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,043 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a7b1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *market risk* (X_7) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

- (3) $H_{a7c1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $3,464 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,001 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a7c1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik kebijakan dividen (M_1) berpengaruh negatif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

- b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$H_{aX7} : bM_1 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah kebijakan dividen (M_1) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *Market Risk* (X_7) dan *corporate value* (Y).

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) nilai *t-statistic* sebesar $0,436 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,663 > 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis kerja dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa kebijakan dividen (M_1) tidak signifikan

dalam memediasi pengaruh *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y).

2) Keputusan investasi (M_2) sebagai variabel *intervening*

a) Pengaruh langsung

(1) $H_{a2} : b_{M_2} \neq 0$, pengaruh *market risk* (X_7) terhadap keputusan investasi (M_2) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *market risk* (X_7) terhadap keputusan investasi (M_2) nilai *t-statistic* sebesar $2,802 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,005 < 0,05$. Hasil pengujian ini menolak Hipotesis H_{a2} dan menerima Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *market risk* (X_7) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (M_1).

(2) $H_{a2} : b_Y \neq 0$, pengaruh *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, variabel *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $2,073 < 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,043 > 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a2} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik *market risk*

(X_7) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

(3) $H_{a7c2} : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $3,560 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,000 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a7c2} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik keputusan investasi (M_2) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

b) Pengaruh tidak langsung spesifik (Hipotesis efek mediasi dalam penelitian)

$H_{aX_7} : bM_2 : bY \neq 0$, Hipotesis kerja adalah keputusan investasi (M_2) berpengaruh sebagai mediator korelasi antara *market risk* (X_7) dan *corporate value* (Y).

Berdasar hasil uji efek mediasi pada efek tidak langsung spesifik Tabel 5.26, pengaruh *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y) melalui keputusan investasi (M_2) nilai *t-statistic* sebesar $2,078 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,038 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis kerja dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan

secara statistik bahwa keputusan investasi (M_2) positif signifikan dalam memediasi pengaruh *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y).

- h. **Hipotesis kedelapan:** Pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y).

$H_{a8a1} : bY \neq 0$, pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $3,464 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,001 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a8a1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik kebijakan dividen (M_1) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

- i. **Hipotesis kesembilan:** Pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y).

$H_{a9a1} : bY \neq 0$, pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) signifikan.

Berdasar hasil uji *path coefficient* dengan tingkat signifikansi 5%, keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y) nilai *t-statistic* sebesar $3,560 > 1,96$ dan nilai *p-value* sebesar $0,000 < 0,05$. Hasil pengujian ini menerima Hipotesis H_{a9a1} dan menolak Hipotesis nul. Pengujian ini membuktikan secara statistik keputusan investasi (M_2) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value* (Y).

BAB VI

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

Pembahasan hasil penelitian ini merupakan fase yang merujuk pada bab pertama sampai dengan bab kelima. Pembahasan dapat diartikan sebagai eksplorasi penjelasan makna secara teoretis kuantitatif dan kualitatif dari tahap pengumpulan data, pengujian dan analisis data berdasarkan tinjauan teoretis dan empiris untuk memferivikasi hasil positif, negatif atau netral dari hasil tinjauan empiris dalam penelitian. Urgensi dalam pembahasan hasil penelitian ini adalah alasan terjadinya suatu fenomena, hipotesis yang diajukan ditolak atau diterima sampai dengan menjadi temuan baru dan kebaruan dalam penelitian.

Konten dalam pembahasan hasil penelitian ini terdiri dari: *Pertama*, pembahasan hasil pengujian pengaruh langsung antar variabel penelitian dan pembahasan hasil pengujian pengaruh yang dimediasi oleh variabel kebijakan dividen dan keputusan investasi. *Kedua*, temuan dan kebaruan penelitian. *Ketiga*, kontribusi penelitian dan *Keempat*, keterbatasan penelitian.

A. Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis

Bagian ini membahas hasil pengujian hipotesis antar variabel laten secara langsung (*direct effect*) dan hasil pengujian hipotesis secara tidak langsung (*indirect effect*) yang merupakan hipotesis utama dalam penelitian, beserta penjelasan tentang persamaan dan perbedaan temuan dalam penelitian dengan tinjauan teoretis dan tinjauan praktis.

1. Pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2)

- a. Pengaruh langsung (*direct effect*)

- 1) Pengaruh *ownership structure* terhadap kebijakan dividen

Studi ini menemukan bahwa *ownership structure* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menjelaskan bahwa setiap peningkatan/penurunan struktur kepemilikan dari indikator kepemilikan manajerial dan kepemilikan masyarakat tidak ikut serta dalam peningkatan/penurunan kebijakan dividen yang diproksi oleh DPR dan DY. Artinya, keputusan dividen yang dibayarkan atau ditahan sebagai laba ditahan di akhir periode, tidak ditentukan oleh besar-kecilnya kepemilikan saham manajerial dan publik kan tetapi ditentukan oleh seberapa besar laba yang diperoleh oleh perusahaan. Temuan penelitian sebelumnya yang mendukung penelitian ini adalah Iswara dan Setyabudi (2020) menemukan struktur kepemilikan tidak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan temuan penelitian yang menolak penelitian ini adalah Reyna (2017), menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan dalam keluarga secara negatif memengaruhi pembayaran dividen.

Hasil pengujian ini tidak mendukung *agency theory*. Teori ini mengasumsikan bahwa pemegang saham sebagai

principal diasumsikan hanya tertarik pada hasil keuangan berupa pembagian dividen yang bertambah. Sedangkan manajer sebagai *agent* diasumsikan menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan yang tinggi dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut.

Menurut penulis, bidang industri emiten syariah pada periode amatan yang heterogen didominasi oleh perusahaan-perusahaan yang masih tumbuh dan berkembang, sehingga pembagian dividen tunai masih terkoversi menjadi laba yang ditahan. Penggunaan laba ditahan diharapkan membantu perusahaan yang bertumbuh-kembang untuk digunakan semaksimalnya dalam operasional perusahaan sehingga di kemudian hari dapat meningkatkan kemampuan perusahaan yang sekaligus dapat membayar dividen kepada para pemegang saham sebagai salah satu stimulus bagi investor yang turut serta dalam kepemilikan saham perusahaan. Ketidaktertarikan *shareholders* perusahaan terhadap pembagian dividen diasumsikan bahwa dividen yang diberikan masih dikenakan pajak penghasilan dan para *shareholders* lebih tertarik berburu keuntungan melalui *capital gain* yang didapatkan.

- 2) Pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap *corporate value* (Y).

Temuan ini membuktikan secara statistik bahwa *ownership structure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *corporate value*. Hal ini terjadi karena tidak optimalnya fungsi kontrol kepemilikan insider. Kepemilikan insider tidak dapat menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer. Sehingga nilai perusahaan menjadi rendah.

Temuan penelitian yang mendukung dalam penelitian ini adalah Kao et al. (2019), Nofrivul et al. (2017) menemukan struktur kepemilikan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan Iswara dan Setyabudi (2020) menemukan temuan yang berseberangan yaitu struktur kepemilikan tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi melalui *price to book value (PBV)*

Hasil ini tidak mendukung teori agensi dan teori informasi asimetri dijalankan sudah sesuai dengan koridor masing-masing agen dan principal. Dalam hal ini pihak pemegang saham tidak merasa puas atas pendelegasian kendali kepada manajer perusahaan, selaku agen perusahaan sesuai dengan kepentingan masing-masing.

b. Pengaruh tidak langsung (M_1 sebagai *intervening variable*)

Pengaruh variabel *ownership structure* terhadap variabel *corporate value* melalui kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini menemukan bahwa respon kebijakan dividen tidak signifikan berpengaruh dalam memediasi pengaruh *ownership structure* terhadap *corporate value*. Hasil ini menjelaskan bahwa adanya pembagian dividen oleh perusahaan di akhir periode akuntansi tidak mampu menentukan perubahan jumlah struktur kepemilikan saham beredar oleh manajerial dan publik investor terhadap peningkatan atau penurunan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Pembagian dividen itu merupakan pembagian laba bersih yang dibagikan oleh perusahaan, sehingga pembagian dividen itu tidak membuat kepemilikan itu berubah. Misalnya PT. ABC mempunyai 2 pemegang saham si A 20% dan si B 80% membukukan laba Rp100 milyar dan labanya dibagikan menjadi dividen, maka si A mendapatkan dividen sebesar Rp20 milyar dan si B mendapatkan Rp80 M. Sehingga tidak ada perubahan struktur kepemilikan. Jadi karena pembagian dividen tidak ada perpindahan kepemilikan, maka tinggi-rendahnya struktur kepemilikan tidak berubah karena dividen yang dibagikan sama dan tidak menentukan terhadap tinggi-rendahnya nilai perusahaan.

c. Pengaruh langsung (*direct effect*)

1) Pengaruh *ownership structure* (X_1) terhadap keputusan investasi (M_2)

Serupa dengan penelitian Rini,¹ hasil penelitian ini menemukan bahwa *ownership structure* tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil ini menunjukkan bahwa setiap peningkatan jumlah dalam struktur kepemilikan tidak meningkatkan keputusan investasi. Dari sudut investor penulis rasa tidak mutlak mempertimbangkan struktur kepemilikan dalam mempertimbangkan keputusan investasinya, karena bisa jadi faktor lain seperti kemampuan perusahaan yang menjadi pertimbangannya.

Temuan ini tidak mendukung teori agensi dan teori informasi asimetris. Teori agensi menyatakan bahwa struktur kepemilikan merupakan instrumen atau alat untuk mengurangi konflik kepentingan antar manajemen dan pihak berkepentingan lainnya.² Sedangkan pada teori informasi asimetri menjelaskan ketidakseimbangan informasi dapat dieliminasi melalui struktur kepemilikan antara pihak investor dalam dan investor luar melalui pengungkapan di pasar modal. Jika konsep tersebut tidak

¹Indah Sulisty Rini, "The Effect of Ownership Structure on Firm Value with Investment Decision as Intervening Variable (Empirical Study Of The Listed Companies In Indonesia Stock Exchange Period 2008-2014)," *International Journal of Social and Local Economic Governance* 3, no. 2 (October 2017): 99–110.

²Arshad Hasan and Safdar Ali Butt, "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies," *International Journal of Business and Management* 4, no. 2 (February 18, 2009): 50–57, accessed March 23, 2022, <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/view/491>.

diimplementasikan sesuai dengan alurnya, bisa menemui banyak kendala antara agen dan *principal*.

d. Pengaruh tidak langsung (M_2 sebagai *intervening variable*)

Pengaruh variabel *ownership structure* (X_1) terhadap variabel *corporate value* (Y) melalui keputusan investasi (M_2)

Hasil penelitian ini menemukan bahwa keputusan investasi tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *ownership structure* terhadap *corporate value*. Artinya, keputusan investasi tidak berhasil berperan dalam perubahan *corporate value* yang disebabkan oleh perubahan struktur kepemilikan perusahaan.

Keputusan investasi dalam penelitian ini adalah keputusan investasi untuk membeli saham karena proksi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *price earning ratio* (PER) dan *price to book value* (PBV). Secara teoritis *ownership structure* berpengaruh terhadap *corporate value* khususnya kepemilikan publik, kecuali yang dibandingkan adalah saham publik dan non publik. Kepemilikan publik tidak berpengaruh karena spesifikasi investor publik dalam laporan keuangan perusahaan tidak dijabarkan secara rinci. Kepemilikan publik sampai kapanpun selama tidak ada *corporate action* “pasti”, jika jumlahnya 20% tetap 20%. Walaupun yang 20% terpecah lagi, tapi untuk simplifikasi pada laporan keuangan perusahaan biasanya kepemilikan dengan jumlah di bawah 1% dan pembelian sahamnya di pasar sekunder.

Selama tidak memiliki saham di atas 1% maka kepemilikan publik sama saja terus 20%. Misalnya tiba-tiba saja dari kepemilikan 0,75% tiba-tiba Si A membeli saham dengan jumlah banyak hingga kepemilikan 2%, maka kepemilikan publik bisa turun menjadi 18 persen. Hal ini disebabkan karena data kepemilikan publik pada laporan tahunan perusahaan tidak jabarkan secara rinci. Jadi data yang diberikan perusahaan biasanya 20% publik, 80%nya milik 1 orang, misalnya kalau ini keputusan investor retail bisa dilihat dari nilai PER dan PBVnya. Temuan dalam penelitian ini mirip seperti hasil penelitian yang dilakukan Rini (2017) hanya saja proksi yang digunakan dalam variabel penelitian sedikit berbeda.

2. Pengaruh *capital structure* (X_2) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2)

- a. Pengaruh langsung (*direct effect*)

- 1) Pengaruh *capital structure* terhadap kebijakan dividen

Temuan ini menunjukkan bahwa *capital structure* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Artinya, setiap peningkatan struktur modal berperan dalam menurunkan pembagian dividen secara signifikan. Hasil ini menjelaskan bahwa keberadaan struktur modal yang diproksi oleh perbandingan total hutang dan hutang jangka panjang terhadap total ekuitas belum mampu mendongkrak terhadap peningkatan pembagian dividen karena kemampulabaan perusahaan akibat

penggunaan hutang tidak dioptimalkan. Temuan penelitian yang berbeda dari penelitian ini adalah Dewi et al. (2015) dan Abbas et al. (2016), menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Hasil pengujian ini mendukung *trade-off theory* yang menjelaskan terkait dengan struktur modal. Keputusan pembagian dividen terkait pengeluaran dana internal perusahaan telah mempertimbangkan struktur modal perusahaan. Dalam kasus ini, kami rasa, semakin tinggi rasio hutang perusahaan, maka semakin tinggi pula kewajiban perusahaan dalam memenuhinya. Energi perusahaan terbagi dalam memenuhi kewajibannya sehingga berdampak terhadap kemampuan perusahaan yang akhirnya berakibat ketidaksanggupan dalam pembayaran dividen.

2) Pengaruh *capital structure* (X_2) terhadap *corporate value* (Y)

Temuan dalam penelitian ini membuktikan secara statistik bahwa *capital structure* tidak berpengaruh signifikan terhadap *corporate value*. Artinya, peningkatan/penurunan struktur modal dalam perusahaan tidak berperan dalam menaikkan/menurunkan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa seideal apapun struktur modal dalam perusahaan tidak dapat membantu merubah tataran nilai perusahaan. Hasil penelitian yang menerima temuan ini adalah Nofrivul et al. (2017) menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Perubahan

debt to equity ratio jangka panjang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini memberikan informasi bahwa keputusan pembelanjaan perusahaan tidak menjadi pertimbangan investor di pasar modal. Dengan demikian sinyal berupa peningkatan utang tidak menjadi pertimbangan investor dalam mengambil keputusan investasi. Temuan yang berseberangan dengan penelitian ini adalah Wibowo (2021), Missy et al. (2016), Luu (2021), Antwi et al. (2014), menyatakan struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian dalam penelitian ini tidak mendukung *trade-off theory* yang menjelaskan terkait dengan struktur modal. *Trade off theory* ini menyatakan bahwa struktur modal optimal diperoleh dengan menyeimbangkan keuntungan *tax shield* akibat dari hutang dengan *financial distress cost* dan *agency cost* sehingga keuntungan dan biaya dari hutang saling *trade-off* satu sama lain.³ Penjelasan teori dengan ketidakberpihakan dalam penelitian ini adalah tidak adanya keuntungan *tax shield* akibat terlalu banyaknya hutang perusahaan. Salah satu penyebabnya karena kondisi covid 19. Pada pencatatan laporan keuangan emiten sampel tahun buku 2020, rata-rata rasio hutangnya tinggi sedangkan keuntungan yang diperoleh minimum. Sehingga keuntungan yang didapatkan dan biaya yang dikeluarkan tidak

³Richard A Brealey, Stewart C Myers, and A J Marcus, Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan, 5th ed., vol. 1 (Jakarta: Erlangga, 2008).

saling *trade off* satu sama lainnya, hal ini kebanyakan terjadi pada perusahaan kelas menengah ke bawah dengan tingkat *sustainability* yang rendah.

b. Pengaruh tidak langsung (M_1 sebagai *intervening variable*)

Pengaruh variabel *capital structure* (X_2) terhadap variabel *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1)

Hasil penelitian kami menunjukkan bahwa pengujian efek mediasi pengaruh *capital structure* terhadap *corporate value* melalui kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan dalam memediasi hubungan tersebut. Artinya, setiap peningkatan *capital structure* perusahaan dapat meningkatkan *corporate value* dengan peran penting kebijakan pembagian dividen perusahaan.

Jika dilihat dari sisi ekuitas modal disetor dan saham biasa pada laporan keuangan, intinya sama-sama berperan terhadap kebijakan dividen. Dividen pasti dibagikan dari perolehan laba perusahaan. Menjadi tidak logis jika perusahaan tidak memperoleh laba tetapi membagikan dividen. Jika dalam hal ini laba yang secara tunai dikonversi menjadi laba ditahan, maka tentu saja ada perubahan dalam struktur modal. Karena laba yang ditahan itu otomatis dipergunakan dalam segala keperluan perusahaan. Setelah laba ditahan itu dimanfaatkan oleh perusahaan, bisa merubah struktur modal perusahaan yang dapat menentukan juga terhadap perubahan nilai perusahaan.

c. Pengaruh langsung (*direct effect*)

1) Pengaruh *capital structure* (X_2) terhadap keputusan investasi (M_2)

Mirip dengan temuan Arafat et al. (2014) bahwa temuan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *capital structure* berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil ini mengindikasikan bahwa setiap peningkatan struktur modal dapat menurunkan keputusan investasi.

Hasil pengujian ini mendukung Teori Modigliani-Miller (MM) tanpa Pajak. Dalam teori ini perusahaan selalu berusaha untuk meminimalkan nilai pajak yang dibayarkan. Menurut hemat kami, berdasar teori tersebut perusahaan dapat menghemat pajak dengan menggunakan hutang, karena beban bunga yang berasal dari hutang dapat mengurangi pajak. Dari sudut emiten, dalam keputusan berinvestasi terkait dengan pendanaan, menggunakan teori tersebut menjadi prosedur teknis teori yang diimplementasikan, sehingga rendahnya keputusan investasi bisa berasal dari aspek tersebut, karena implementasi dari teori tersebut bisa berjalan dengan sendirinya, yaitu dengan memanfaatkan hutang untuk menghemat pajak, walaupun dengan keputusan investasi yang minimal. Dari sudut pandang investor meninjau keputusan investasi tidak mutlak diperlukan dalam perhitungan struktur modal perusahaan. Meninjau tujuan investasi dan kecukupan modal yang dipunyai beserta penerapan analisa

fundamental dan teknikal sudah bisa dalam membuat keputusan berinvestasi di pasar modal.

d. Pengaruh tidak langsung (M_2 sebagai *intervening variable*)

Pengaruh variabel *capital structure* (X_2) terhadap variabel *corporate value* (Y) melalui keputusan investasi (M_2)

Penelitian kami menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan dalam memediasi pengaruh *capital structure* terhadap *corporate value*. Artinya, Adanya keputusan investasi berperan dalam meningkatkan *corporate value* yang disebabkan oleh peningkatan *capital structure*.

Keputusan investasi yang baik dan optimal jika dilakukan terhadap perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi dan bertumbuh, maka akan sangat menarik minat investor, seperti aksi *right issue* atau penambahan modal perusahaan. Tidak adanya penambahan modal melalui tindakan *right issue*, menyebabkan investor berbondong-bondong untuk melakukan aksi *right issue* tersebut yang dikonversi menjadi saham. Hasil biaya konversi yang dilakukan oleh investor bisa menjadi modal segar bagi perusahaan.

Jika perusahaan melakukan penambahan modal baru lewat aksi apapun baik *right issue*, *warrant*, IPO dan lain-lain, otomatis dapat merubah nilai *capital structure* yang diproksi oleh DER/LDER yang diukur oleh total hutang/hutang jangka panjang dibagi modal sendiri. Dalam sudut pandang investor, jika diasumsikan tidak ada

penambahan hutang, otomatis nilai DERnya semakin baik karena modalnya semakin besar. Jadi ketika modalnya semakin besar karena ada keputusan investasi (uang masuk), membuat investor berbondong-bondong untuk membeli saham perusahaan tersebut. Ekuitas akan semakin meningkat seandainya perusahaan tidak mempunyai hutang. Penerbitan saham baru perusahaan atau dengan berhutang baru, penanganannya disesuaikan dengan kondisi masing-masing perusahaan.

Adanya peran keputusan investasi diasumsikan adanya aksi perusahaan melalui penambahan modal dari right issue, warrant dan lain-lain. Sehingga dalam struktur modalnya, ekuitas meningkat dan tidak ada penambahan dalam porsi hutang. Akibatnya, rasio DER atau LDERnya membaik mendekati nol lagi karena ada dana segar dari investor yang baru masuk, sehingga dapat menaikkan nilai perusahaan. Temuan penelitian ini belum ada dalam penelitian sebelumnya, sehingga bisa menjadi kebaruan temuan dalam penelitian ini.

3. Pengaruh *profitability* (X_3) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2)

a. Pengaruh langsung (*direct effect*)

1) Pengaruh *profitability* (X_3) terhadap kebijakan dividen (M_1)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *profitability* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pembuktian secara statistik menunjukkan koefisien jalur positif dan signifikan. berarti peningkatan profitabilitas dapat meningkatkan dividen. Semakin besar kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba, maka semakin besar pula kesempatan perusahaan untuk membagikan dividen kepada pemegang saham. Temuan penelitian ini kurang mendukung temuan penelitian Lembong (2020), Tamrin et al. (2017). Profitabilitas yang diukur dengan *net profit margin* (NPM) berpengaruh negatif tetapi signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Artinya, nilai profitabilitas yang diukur dengan *net profit margin* (NPM) bukan merupakan dasar bagi jumlah dividen yang bisa dibagikan oleh manajemen perusahaan kepada para pemegang saham.

Hasil pengujian statistik terhadap data empiris penelitian ini mendukung *cash flow signalling hypothesis* yang berpendapat bahwa profitabilitas yang tinggi menunjukkan kinerja keuangan yang tinggi, dan merupakan *signal* bahwa perusahaan memiliki kualitas kontrol dan kinerja yang baik serta prospek masa depan yang lebih baik. Profitabilitas yang tinggi berdampak pada fleksibilitas keuangan perusahaan, sehingga perusahaan mampu membayar dividen kepada pemegang saham.

Sinyal pembayaran dividen kepada pemegang saham berdampak pada kenaikan nilai perusahaan. Pembayaran dividen

dapat meningkatkan nilai perusahaan di masa depan karena banyak investor yang menginginkan pembagian dividen.

2) Pengaruh *profitability* (X_3) terhadap *corporate value* (Y)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap *corporate value*. Artinya, setiap kenaikan *profitability* dapat menurunkan nilai perusahaan. Temuan penelitian ini kurang mendukung temuan penelitian yang dilakukan oleh Missy et al. (2016), Rasyid (2015), Setiawanta et al. (2021), Nugroho dan Halik (2021) dan didukung oleh Tamrin et al. (2017) Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan menghasilkan laba tinggi tidak dapat menambah nilai ekuitasnya. Kemampuan perusahaan menghasilkan laba dapat menentukan kemampuan pendanaan dalam membiayai pertumbuhan perusahaan dan pembagian dividen bagi pemilik saham. Informasi profitabilitas yang tinggi dianggap sebagai sinyal yang dapat dipercaya,

Peningkatan profitabilitas memberikan sinyal kepada pasar modal bahwa kontrol dan operasional perusahaan sangat baik, sehingga investor di pasar modal bisa menilai tinggi saham perusahaan. Perusahaan mendapat penilaian positif dari pasar, dan harga saham naik. Kemampuan perusahaan dalam

menghasilkan laba dapat menyediakan dana internal untuk membiayai pertumbuhan perusahaan.

b. Pengaruh tidak langsung (M_1 sebagai *intervening variable*)

Pengaruh variabel *profitability* (X_3) terhadap variabel *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1)

Studi ini menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan dalam memediasi pengaruh *profitability* terhadap *corporate value*. Hal ini berarti bahwa setiap peningkatan profitabilitas berdampak terhadap penurunan nilai perusahaan karena adanya kebijakan pembagian dividen.

Diasumsikan data yang diambil setelah dividen dibagikan, maka dari pengalaman semua perusahaan yang membagikan dividen (apalagi dalam jumlah besar), harga sahamnya bisa turun yang disebabkan oleh perilaku pasar, terutama saham-saham yang sangat tinggi dalam membagi dividen. Pengalaman dalam pembelian MPMX honda, dimana pencatatan hasil penjual *spare part* dimasukkan kedalam laba perusahaan sehingga omzet perusahaan tersebut menjadi tinggi sekali pada saat laporan keuangannya dipublis, sedangkan labanya dibagikan semua sebagai dividen, sehingga banyak investor yang memborong saham tersebut sampai harganya naik ketika dividen sudah dibagikan (*cumdate* selesai).

Secara *cumdate*, harga saham terkoreksi otomatis karena tidak ada yang berminat untuk membeli saham tersebut disebabkan

harganya sudah terlalu tinggi. Jadi, alasan berpengaruh negatif karena kondisi data pada saat *cumdate*. sebelum *cumdate* harga saham mengalami kenaikan yang drastis, ketika harganya sudah mengalami kenaikan pada level tertentu, masa *cumdatenya* berakhir. Logikanya, tidak ada yang mau membeli sesuatu yang harganya sudah mahal. Tekanan jual yang sangat tinggi menyebabkan saham tersebut kurang laku, sehingga harga saham terkoreksi tajam dan menyebabkan turunnya nilai perusahaan.

c. Pengaruh langsung (*direct effect*)

1) Pengaruh *profitability* (X_3) terhadap keputusan investasi (M_2)

Temuan kami menunjukkan bahwa *profitability* berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi. Artinya peningkatan profitabilitas bisa meningkatkan keputusan berinvestasi pada perusahaan tersebut. Semakin besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, maka semakin besar pula kesempatan perusahaan untuk berinvestasi dibidang usaha lainnya atau yang sejenis. Temuan penelitian ini mendukung temuan penelitian Prasetya dan Yulianto (2019), Yunus (2021) bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi.

Hasil pengujian statistik terhadap data empiris penelitian ini mendukung *signalling theory* yang berpendapat bahwa Informasi terkait profitabilitas perusahaan yang tinggi dapat

memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Menurut hemat peneliti, jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*).

d. Pengaruh tidak langsung (M_2 sebagai *intervening variable*)

Pengaruh variabel *profitability* (X_3) terhadap variabel *corporate value* (Y) melalui keputusan investasi (M_2)

Hasil penelitian ini membuktikan keputusan investasi berpengaruh positif signifikan dalam memediasi *profitability* terhadap *corporate value*. Makna dari efek mediasi ini memosisikan keputusan investasi sebagai stimulus antara profitabilitas dan nilai perusahaan. *Corporate value* tinggi disebabkan oleh profitabilitas tinggi karena adanya pembagian dividen, logika dasarnya pada hukum permintaan dan penawaran. Jika permintaan terhadap saham perusahaan tinggi akibat keputusan beli investor, maka harga saham tersebut bisa meningkat yang berakibat pada peningkatan nilai perusahaan.

Temuan dalam penelitian ini tidak didukung dan ditolak oleh hasil penelitian manapun, maka temuan penelitian dianggap sebagai kebaruan dalam hasil penelitian ini.

4. Pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2)

a. Pengaruh langsung (*direct effect*)

1) Pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap kebijakan dividen (M_1)

Serupa dengan temuan Nugraha dan Susanti (2021), hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *corporate growth* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya, peningkatan pertumbuhan perusahaan dapat mengakibatkan penurunan kebijakan dividen. Menurut hemat peneliti, perusahaan yang bertumbuh dan berkembang, *cashflow* pendanaan perusahaan sangat dinamis. Maksud dari pertumbuhan perusahaan berkorelasi terbalik ini disebabkan karena keuntungan yang seharusnya dibagikan sebagai dividen tunai, dikonversi jadi laba ditahan dan dipergunakan untuk pengembangan perusahaan. Tentunya, pembagian dividen yang tertunda bagi investor tersebut di kemudian hari bisa mendapatkan sejumlah kompensasi proporsional atas hak para investor.

Hasil pengujian ini mendukung *stewardship theory* yang menyatakan bahwa di dalam banyak kondisi, manajer justru termotivasi untuk berusaha secara optimal untuk mencapai kepentingan pemilik bahkan kepentingan shareholders dan *stakeholder*, salah satunya dengan mengoptimalkan laba ditahan untuk kepentingan kemaslahatan bersama.

2) Pengaruh *corporate growth* (X_4) terhadap *corporate value* (Y)

Hasil penelitian ini menemukan bahwa *corporate growth* berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value*. Artinya, setiap peningkatan *corporate growth* yang diproksi dengan *profit growth* pada penelitian ini dapat meningkatkan nilai perusahaan yang diproksi menggunakan nilai Tobin's Q. Hal ini menjelaskan bahwa progresifitas tingkat keuntungan perusahaan yang sedang bertumbuh besar menjadi target investor untuk bisa memiliki sahamnya. Akibat *demand* terhadap saham perusahaan tersebut meningkat, maka bisa berdampak terhadap peningkatan nilai perusahaan yang tercermin pada kenaikan harga sahamnya.

Temuan penelitian mendukung penelitian yang dilakukan oleh Syahrial et al. (2020) dimana pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, dan menolak penelitian Missy et al. (2016) yang menyatakan

pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian ini mendukung *signalling theory* sehubungan dengan perusahaan yang mempunyai pertumbuhan yang tinggi dapat memberikan sinyal positif mengenai prospek perusahaan di masa depan. Investor lebih berminat menginvestasikan dananya pada perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi, dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya rendah.

b. Pengaruh tidak langsung (M_1 sebagai *intervening variable*)

Pengaruh variabel *corporate growth* (X_4) terhadap variabel *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan dalam memediasi pengaruh *corporate growth* terhadap *corporate value*. Temuan ini menunjukkan bahwa adanya pembagian dividen oleh perusahaan, mampu memediasi peningkatan *corporate growth* yang diproksi dengan pertumbuhan keuntungan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Pertumbuhan tingkat keuntungan perusahaan linier dengan pembagian dividen. Peningkatan jumlah dividen yang dibagikan menjadi stimulus investor untuk ikut andil dalam kepemilikan perusahaan. Hal ini merupakan sinyal bagi peningkatan nilai perusahaan.

Dengan adanya pembagian dividen berarti perusahaan punya laba untuk dibagikan yang disebabkan pertumbuhan perusahaan tersebut naik secara signifikan. Adanya kebijakan dividen yang menyebabkan *corporate growth* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, karena jika pertumbuhan perusahaan itu baik maka investor masih berpikir bahwa ke depannya perusahaan masih bagus sehingga dilakukan keputusan pembelian, apalagi dividen yang dibagikan lancar sehingga saham perusahaan dibeli berulang oleh investor yang berakibat pada naiknya nilai perusahaan. Perusahaan yang lancar bagi dividen dan memiliki *growth* yang bagus merupakan primadona investor dalam jangka panjang.

Temuan dari efek mediasi kebijakan deviden ini terkategori sebagai efek mediasi parsial yang tidak ada dalam penelitian sebelumnya sehingga menjadi temuan kebaruan dalam penelitian ini.

c. Pengaruh langsung (*direct effect*)

1) Pengaruh *corporate growth* (X₄) terhadap keputusan investasi (M₂)

Pengujian ini membuktikan secara statistik *corporate growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil pengujian terhadap pertumbuhan perusahaan yang diproksi oleh pertumbuhan laba setelah mengalami eliminasi indikator menunjukkan bahwa setiap peningkatan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap keputusan

investasi. Temuan penelitian yang tidak mendukung penelitian ini adalah Prasetya dan Yulianto (2019) yang mengemukakan *corporate growth* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

Hasil pengujian ini tidak mendukung teori *permanent income hypothesis*⁴ menyatakan bahwa ekspektasi penghasilan di masa depan dapat menentukan jumlah kekayaan yang tersedia untuk dikonsumsi. Dari pemaparan teori dapat diuraikan lebih lanjut terkait keputusan investasi. Untuk kasus pada teori tersebut menurut hemat peneliti bisa berjalan pada kondisi *default economic* dalam artian, kondisi perekonomian berjalan dengan normal tanpa ada *force major* di dalamnya. Ketika kondisi wabah covid 19 merajalela di pasar global, khususnya di Indonesia peta pertumbuhan ekonomi nasional menjadi tidak beraturan, khususnya perusahaan-perusahaan nasional mulai berbenah perlahan untuk menghadapi ketidakpastian di masa pandemi. Berdasar latar histori itulah keputusan sebuah investasi, mayoritas tidak hanya berdasar pertumbuhan perusahaan. Jika berdasar hal tersebut, hasil yang di dapatkan tidak sesuai dengan yang diharapkan.

d. Pengaruh tidak langsung (M_2 sebagai *intervening variable*)

⁴Milton Friedman, A Theory of the Consumption Function, First paperback printing., National Bureau of economic research general series 63 (Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2008). 127.

Pengaruh variabel *corporate growth* (X_4) terhadap variabel *corporate value* (Y) melalui keputusan investasi (M_2)

Temuan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan investasi tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *corporate growth* terhadap *corporate value*. Artinya, keputusan investasi yang diproksi oleh PER dan PBV tidak sukses sebagai mediator dalam menjelaskan hubungan *corporate growth* terhadap *corporate value*.

Hasil ini menjelaskan bahwa keputusan investasi yang dilakukan investor bukan karena perusahaan bertumbuh tetapi cuma metode menabung yang dilakukan oleh investor. Temuan dalam penelitian ini belum ada rujukan temuan penelitian sebelumnya, sehingga bisa menjadi temuan kebaruan dalam penelitian.

5. Pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2)

a. Pengaruh langsung (*direct effect*)

1) Pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap kebijakan dividen (M_1)

Serupa dengan penelitian sebelumnya, Dewi et al. (2015), Tamrin et al. (2017), Nguyen et al. (2021), Rodrigues et al. (2020). Temuan dalam penelitian ini membuktikan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan *corporate governance* dapat meningkatkan jumlah dividen yang

dibagikan. Dari temuan tersebut, tata kelola perusahaan yang baik dapat meningkatkan kebijakan pembagian dividen, karena konflik keagenan bisa diminimalisir, sehingga manajer dalam kepentingan menjalankan tugas seimbang antara keberpihakan terhadap perusahaan dan penegang saham.

Pengujian ini mendukung *Agency theory* yang menjelaskan peran dari *corporate governance* sebagai suatu mekanisme untuk menyesuaikan kepentingan manajemen dengan pemilik saham, khususnya peran *corporate governance* dalam mengurangi *agency problem* dalam perusahaan.⁵

2) Pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value* (Y)

Studi ini menolak temuan penelitian Rashedi dan Dargahi (2019), Alharbi (2018), Feviana dan Supatmi (2021), Kartika (2021), Manu et al. (2019) bahwa *corporate governance* tidak berpengaruh signifikan terhadap *corporate value*. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa peningkatan/penurunan *corporate governance* tidak dapat meningkatkan/menurunkan *corporate value*. Artinya, *corporate governance* tidak berperan penting terhadap *corporate value*.

Pengujian ini tidak mendukung *Agency theory* yang menjelaskan *good corporate governance* merupakan penerapan

⁵Shelby J. Solomon et al., "Agency Theory and Entrepreneurship: A Cross-Country Analysis," *Journal of Business Research* 122 (January 2021): 466–476, accessed November 18, 2021, <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0148296320305798>.

dari “*the right man on the right job*” sesuai dengan porsi dan kapasitas masing-masing agen perusahaan dari jajaran manajer, direksi hingga komisaris. Menurut peneliti pada kasus ini, dari teori agensi yang menjadi alasan mendasar tidak didukung dalam penelitian ini bahwa dalam emiten sampel penelitian perusahaan-perusahaan tersebut, jumlah komposisi rata-rata yang masuk jajaran *board director dan komisioner* setiap perusahaan sedikit jumlahnya.⁶ Kinerja perusahaan diyakini bertambah baik jika jumlah orang-orang yang duduk di jajaran tersebut lebih banyak, dalam artian, istilah “tambah kepala tambah baik” dalam sumbangsaran pemikiran. Artinya, semakin jumlah orang-orang yang tepat menduduki posisi tersebut di atas rata-rata, maka tata kelola perusahaan berkinerja semakin baik.

b. Pengaruh tidak langsung (M_1 sebagai *intervening variable*)

Pengaruh variabel *corporate governance* (X_5) terhadap variabel *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1)

Studi ini menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan dalam memediasi *corporate governance* terhadap *corporate value*. Hasil ini menunjukkan bahwa tingginya *corporate governance* dapat menurunkan nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Artinya, kebijakan dividen berperan penting dalam memediasi hubungan *corporate governance* terhadap *corporate*

⁶Berdasar dari Tabel 5.11 (Statistik Deskriptif *Corporate Governance* dalam penelitian ini)

governance, meskipun perannya berakibat terhadap penurunan nilai perusahaan.

Lebih ke manajemen sumber daya manusia, banyaknya dewan komisaris dan direksi menjadi tidak efektif. Kepentingan para manajerial perusahaan berbenturan dengan visi-misi perusahaan, meskipun dividen yang dibagikan lancar. Banyaknya jumlah dewan komisaris dan direksi yang berkinerja tidak baik dan tidak proporsional terkait dengan skala ukuran perusahaan dapat menurunkan nilai perusahaan. Temuan ini juga tidak terdapat pada temuan penelitian sebelumnya, sehingga menjadi kebaruan dalam penelitian ini.

c. Pengaruh langsung (*direct effect*)

- 1) Pengaruh *corporate governance* (X_5) terhadap keputusan investasi (M_2)

Serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh Gill et al. (2012), hasil penelitian kami menunjukkan bahwa *corporate governance* berpengaruh positif pada keputusan investasi. Hasil ini membuktikan secara statistik bahwa *corporate governance* berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi (M_2). Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa peningkatan *corporate governance* berakibat pada peningkatan keputusan investasi. Alasan yang mendasar dari hasil pengujian tersebut adalah manajer sebagai agen perusahaan mempunyai otonomi

yang luas dalam pengambilan keputusan investasi. Meskipun jumlah komposisi jajaran dalam *board director dan komisioner* di atas rata-rata dari perusahaan lainnya, tetapi mereka diberi otonomi yang luas dalam menjalankan perusahaan, maka berakibat terhadap peningkatan kinerja perusahaan, terutama dalam pengambilan keputusan investasi. Temuan yang kurang mendukung dalam penelitian ini adalah Shahid dan Abbas (2019) menyatakan bahwa *corporate governance* berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan investasi.

Pengujian ini mendukung *stewardship theory* yang menjelaskan tentang *corporate governance* dengan keterlibatan pengelola yang mempunyai otonomi luas untuk membuat keputusan strategis (salah satunya dalam investasi) yang pertanggungjawabannya tidak ambigu dan beririsan dengan pihak lain.

d. Pengaruh tidak langsung (M₂ sebagai *intervening variable*)

Pengaruh variabel *corporate governance* (X₅) terhadap variabel *corporate value* (Y) melalui keputusan investasi (M₂)

Studi ini menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh negatif signifikan dalam memediasi *corporate governance* terhadap *corporate value*. Hasil ini menunjukkan bahwa tingginya *corporate governance* bisa menurunkan nilai perusahaan melalui keputusan investasi. Artinya, keputusan investasi mempunyai peran penting

dalam memediasi pengaruh *corporate governance* terhadap nilai perusahaan, meskipun peranannya rendah. Keputusan investor untuk membeli saham perusahaan terkait dengan masalah kualitas kinerja dewan komisaris dan dewan direksi, bukan karena masalah kuantitas dewan komisaris dan direksi perusahaan. Kualitas kinerja dewan komisaris dan dewan direksi yang tidak baik berakibat terhadap turunnya nilai perusahaan.

6. Pengaruh *earning management* (X_6) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2)

a. Pengaruh langsung (*direct effect*)

1) Pengaruh *earning management* (X_6) terhadap kebijakan dividen (M_1)

Serupa dengan temuan penelitian yang dilakukan oleh Abbadi et al. (2020), hasil penelitian kami menunjukkan bahwa *earning management* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan/penurunan manajemen laba tidak memberi pengaruh apapun terhadap perubahan dividen yang dibagikan. Pihak manajemen sudah mengetahui tingkat kemampuan perusahaan sebenarnya yang “dirahasiakan ke publik” akibat dari efek manipulasi manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan. Sedangkan Ahmed et al. (2018) menemukan hal

yang berbeda dalam penelitiannya bahwa *earning management* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil pengujian dalam penelitian ini sudah sesuai dengan *asimetric information theory*. Implikasi teori tersebut menunjukkan bahwa pihak manajer sangat mengetahui terhadap kondisi perusahaan daripada prinsipal yang kurang mempunyai kontrol terhadap perusahaan akibat kurang *update* terhadap informasi riil yang terjadi di dalam perusahaan tersebut. Walaupun dalam pencatatan akuntansi keuangan yang dipublis perusahaan itu labanya naik signifikan misalnya, karena laba tersebut tidak mencerminkan kondisi yang sebenarnya, maka pembagian dividen tidak bisa dilakukan oleh perusahaan karena tidak memenuhi syarat dalam pembagian dividen. Akhirnya, menimbulkan pertanyaan pihak prinsipal terkait dengan laba yang ditahan tersebut.

2) Pengaruh *earning management* (X_6) terhadap *corporate value* (Y)

Temuan penelitian yang mendukung penelitian ini Julio dan Yook (2016), Abbas dan Ayub (2019). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *earning management* berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value*. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan manajemen laba dapat meningkatkan nilai perusahaan. Artinya, jika manajer melakukan manajemen laba

sesuai prosedur yang benar tanpa adanya rekayasa pencatatan akuntansi, sedangkan kinerja perusahaan baik dengan kemampulabaan yang tinggi maka dengan sendirinya dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya.

Hasil penelitian ini mendukung *asimetric information theory*, dimana pihak manajer lebih mengetahui lebih awal informasi yang terjadi pada perusahaan, kondisi tersebut tidak diperbolehkan bagi investor untuk “main mata” dengan orang dalam perusahaan. Berkolusi dengan “orang dalam” Inilah yang disebut dengan *Insider trading*, dimana dalam implementasinya transaksi ini tidak diperbolehkan di Pasar Modal Syariah.

b. Pengaruh tidak langsung (M_1 sebagai *intervening variable*)

Pengaruh variabel *earning management* (X_6) terhadap variabel *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1)

Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa kebijakan dividen tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *earning management* terhadap *corporate value*. Hasil ini menunjukkan bahwa setiap peningkatan/penurunan *earning management* tidak berpengaruh apapun terhadap peningkatan/penurunan *corporate value* karena adanya pembagian dividen.

Menurut peneliti, alasan yang mendasar atas hasil pengujian ini bahwa proksi variabel *earning management* ini adalah

discretionary accrual (DA). DA ini memberikan pengertian pihak manajemen bisa memanipulasi pendapatan akrual untuk mencapai laporan keuangan yang diinginkan. Jika hal ini terjadi, maka pengaruh *earning management* (X_6) terhadap *corporate value* seharusnya berpengaruh positif signifikan, karena alasan tertentu, yang terlihat dan yang dilaporkan tidak sesuai dengan kenyataan. Earning management seperti istilah *window dressing* dalam implementasinya.

Dalam konteks ini *earning management* dikaitkan dengan mempercantik laporan keuangan guna menarik investor dalam keputusan pembelian saham. Meskipun dividen yang dibagikan lancar tetapi *earning management* tidak menentukan tinggi-rendahnya nilai perusahaan. Hal ini diasumsikan karena investor besar sangat paham terhadap rahasia umum ini. investor-investor besar yang mampu memengaruhi nilai perusahaan sudah paham terhadap fenomena tersebut sehingga tidak berdampak terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian ini tidak mendukung *asimetric information theory*, dimana terjadi informasi yang tidak seimbang antara agen (manajemen) dan principal (owners) terkait dengan kondisi *update* perusahaan. Informasi asimetri antara manajemen dan pemilik memberikan kesempatan bagi manajer untuk melakukan kegiatan manipulasi laporan laba perusahaan guna meningkatkan nilai

perusahaan pada saat tertentu, sehingga seolah-olah perusahaan berkinerja baik melalui peningkatan harga saham yang memberi sinyal terhadap tingginya nilai perusahaan tersebut. Temuan penelitian yang mendukung dan menolak dari penelitian lainnya tidak ada, sehingga temuan ini sebagai kebaruan dalam penelitian terutama pengaruh hubungan antar variabel.

c. Pengaruh langsung (*direct effect*)

1) Pengaruh *earning management* (X_6) terhadap keputusan investasi (M_2)

Serupa dengan temuan penelitian Rahmawati et al. (2015) menyatakan bahwa *earning management* tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil ini menunjukkan bahwa setiap peningkatan/penurunan *earning management* tidak berperan apapun terhadap peningkatan/penurunan keputusan investasi. Temuan penelitian yang menolak adalah Julio dan Yook (2016) menyatakan bahwa *earning management* berpengaruh keputusan investasi.

d. Pengaruh tidak langsung (M_2 sebagai *intervening variable*)

Pengaruh variabel *earning management* (X_6) terhadap variabel *corporate value* (Y) melalui keputusan investasi (M_2)

Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa keputusan investasi tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *earning management* terhadap *corporate value*. Hasil ini menunjukkan bahwa setiap peningkatan/penurunan *earning management* tidak berperan apapun terhadap peningkatan/penurunan *corporate value* melalui keputusan investasi.

Secara teoretis jika keputusan investor terhadap pembelian saham itu besar, otomatis nilai *corporate value* semakin meningkat. Trik menggunakan *earning management* (mempercantik laporan keuangan) dianggap sudah menjadi rahasia umum. Sasarannya biasanya terhadap investor-investor kelas kakap. Namun karena investor-investor sekelas tersebut sudah mengetahui terhadap trik tersebut, sedangkan investor retail biasanya mengekor terhadap investor kelas kakap, maka *earning management* tidak dapat menentukan perubahan *corporate value*.

Temuan penelitian yang mendukung dan menolak dari penelitian lainnya tidak ada, sehingga temuan ini sebagai kebaruan dalam penelitian terutama pengaruh hubungan antar variabel.

7. Pengaruh *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2)
 - a. Pengaruh langsung (*direct effect*)
 - 1) Pengaruh *market risk* (X_7) terhadap kebijakan dividen (M_1)

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *market risk* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini membuktikan bahwa peningkatan/penurunan *market risk* tidak berpengaruh sama sekali terhadap kebijakan dividen. Temuan penelitian yang tidak mendukung penelitian ini adalah Wibowo (2021), risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan

Hubungan risiko pasar dengan kebijakan dividen secara umum mempunyai hubungan yang signifikan. Jika keduanya tidak berpengaruh secara signifikan dalam penelitian ini tentunya ada faktor lain dalam sistem kinerja perusahaan yang mampu meredam pengaruh tersebut. Faktor utama menurut peneliti terkait manajemen yang harus selalu mengidentifikasi risiko yang timbul akibat suatu kejadian. Contoh pada kasus pandemi. Meskipun trend risiko pasar meningkat tapi ketika diimbangi dengan kemampuan perusahaan, niscaya pembagian dividen tetap dilaksanakan walaupun dalam kondisi ekonomi sulit.

Pengujian terhadap teori yang mendukung bisa dilakukan dengan teori portfolio⁷ dimana untuk mengeliminasi risiko bisa melakukan inovasi dan diversifikasi usaha agar menjaga segala bentuk kepastian yang ada termasuk risiko pasar. Dengan salah

⁷Suad Husnan, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, 5th ed. (Yogyakarta: Percetakan AMP YKPN, 2015), 156.

satu cara itulah tingkat kemampulabaaan perusahaan bisa terjaga dan pembagian dibiden tidak terlalu terpengaruh dengan kondisi tersebut.

2) Pengaruh *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y)

Serupa dengan temuan penelitian Wibowo (2021), menunjukkan bahwa risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa peningkatan risiko pasar dapat menurunkan nilai perusahaan. Nugroho dan Halik (2021) menolak temuan ini yang menyatakan bahwa risiko sistematis tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Menurut peneliti, dari hasil pengujian dapat diartikan bahwa kondisi tersebut secara general wajar adanya karena jika risiko tersebut tidak dikelola dengan baik, tentunya bisa menurunkan kinerja perusahaan yang linier dengan penurunan nilai perusahaan tersebut. Sebagai pembeda, seorang pengelola harus berinisiatif dalam menyikapi risiko tersebut sehingga harga saham perusahaan tetap stabil bahkan harganya meningkat. Mekasnisme pasar memang tidak bisa dilawan. Dengan memetakan atmosfer risiko yang ada bisa memodifikasi cara penanganan risiko.

b. Pengaruh tidak langsung (M_1 sebagai *intervening variable*)

Pengaruh variabel *market risk* (X_7) terhadap variabel *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1)

Studi ini menemukan bahwa kebijakan dividen tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *market risk* terhadap *corporate value*. Hasil ini menunjukkan bahwa besar-kecilnya risiko tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan jika membagikan dividen.

Kebijakan dividen dalam skala mikro pembagiannya itu pasti, setelah melalui proses musyawarah beberapa bulan sebelumnya dalam RUPS. Ketika sudah diputuskan detail teknis pembagian dividen, berapapun saham yang dimiliki akan dibayarkan dividennya sesuai porsi masing-masing kepemilikan saham tersebut. Yang berpengaruh langsung terhadap beta saham adalah fluktuasi harga pasar. Ketidakberpengaruhan beta saham terhadap nilai perusahaan karena adanya pembagian dividen tersebut, lebih cenderung dikarenakan keberagaman strategi investor selain menggunakan beta saham dalam pengambilan keputusan. Jika dividennya lancar dibagikan, maka besar-kecilnya risiko tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Temuan penelitian yang mendukung dan menolak dari penelitian lainnya tidak ada, sehingga temuan ini sebagai kebaruan dalam penelitian terutama pengaruh hubungan antar variabel.

c. Pengaruh *market risk* (X_7) terhadap keputusan investasi (M_2)

Temuan penelitian yang mirip dengan penelitian ini adalah Puspitaningtyas (2017) menyatakan bahwa *Market risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa peningkatan *Market risk* dapat menurunkan keputusan investasi.

Pengujian terhadap teori yang mendukung bisa dilakukan dengan teori portfolio dimana untuk untuk mengeliminasi risiko bisa melakukan inovasi dan diversifikasi usaha agar menjaga segala bentuk kepastian yang ada termasuk risiko pasar. Dengan salah satu cara itulah tingkat kemampulabaaan perusahaan bisa terjaga dan pembagian dibiden tidak terlalu terpengaruh dengan kondisi tersebut.

d. Pengaruh tidak langsung (M_2 sebagai *intervening variable*)

Pengaruh variabel *market risk* (X_7) terhadap variabel *Corporate value* (Y) melalui keputusan investasi (M_2)

Pengujian ini membuktikan secara statistik bahwa keputusan investasi positif signifikan dalam memediasi pengaruh *market risk* terhadap *corporate value*. Hasil ini menunjukkan bahwa Keputusan investasi terkait dengan banyaknya investor yang membeli saham dengan karakteristik berisiko karena fluktuasi harga sahamnya yang tinggi bisa berakibat terhadap nilai perusahaan yang meningkat. Kasus ini terjadi pada karakterisitik investor yang memiliki jiwa *risk taker* dalam pengambilan keputusan investasinya. Semakin harga saham berfluktuasi, kecenderungan investor *risk taker* bertransaksi

dalam jangka pendek bisa meningkat yang berakibat terhadap peningkatan *corporate value*. Temuan penelitian yang mendukung dan menolak dari penelitian lainnya tidak ada, sehingga temuan ini sebagai kebaruan dalam penelitian terutama pengaruh hubungan antar variabel.

8. Variabel Kebijakan Dividen (M_1)

Pengaruh kebijakan dividen (M_1) terhadap *corporate value* (Y).

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value*. Hal ini menjelaskan bahwa bahwa setiap kenaikan dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan. Besarnya pembagian dividen yang dilakukan oleh perusahaan mampu menarik jumlah investor yang berakibat pada tingginya permintaan terhadap saham yang bersangkutan. Jika permintaan banyak, maka harga saham tersebut akan meningkat yang berakibat naiknya nilai perusahaan tersebut.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Dang et al. (2021) dan Syahri dan Robiyanto (2020) menemukan bahwa kebijakan dividen memiliki dampak yang signifikan terhadap nilai perusahaan dari perusahaan yang menerapkan kebijakan pembayaran dividen yang lebih tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang tidak membayar dividen atau membayar dividen rendah tidak mengalami dampak yang signifikan dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Temuan dari penelitian ini mendukung *dividend signalling theory*⁸ menjelaskan, pada kondisi asimetri informasi, terjadi kesenjangan informasi antara perusahaan dan investor. Berdasar teori tersebut, upaya untuk mengurangi kesenjangan informasi dilakukan melalui kebijakan dividen. Kenaikan dan penurunan dividen merupakan sinyal tentang prospek perusahaan. Penurunan jumlah dividen dianggap sebagai berita buruk karena mengindikasikan kondisi perusahaan yang tidak baik mengakibatkan reaksi negatif. Sebaliknya, naiknya pembayaran dividen dianggap sebagai berita baik sehingga investor bereaksi positif

9. Variabel Keputusan Investasi (M_2)

Pengaruh keputusan investasi (M_2) terhadap *corporate value* (Y).

Temuan penelitian yang serupa dengan penelitian ini adalah temuan Arafat et al. (2014), Dama et al (2020), Julio dan Yook (2016), Prasetya dan Yulianto (2019). menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value*. Artinya, setiap peningkatan keputusan investasi berpengaruh terhadap peningkatan *corporate value*. Temuan yang bertentangan dengan penelitian ini adalah penelitian Putri dan Puryandani (2020), bahwa keputusan investasi tidak signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan,

Hasil pengujian ini mendukung *agency theory*, dimana dalam hal keputusan investasi, pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajer sebagai pihak yang ditunjuk atau diberi wewenang oleh para pemegang

⁸Sudipto Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy," *The Bell Journal of Economics* 10, no. 1 (1979): 259–270, accessed July 9, 2022, <https://www.jstor.org/stable/3003330?origin=crossref>.

saham (*agent*) untuk mengeksekusi keputusan investasi yang tepat demi tumbuh-kembangnya perusahaan tersebut.

Pembahasan hasil analisis statistik terhadap uji efek mediasi *ownership structure* (X_1), *capital structure* (X_2), *profitability* (X_3), *corporate growth* (X_4), *corporate governance* (X_5), *earning management* (X_6), *market risk* (X_7) terhadap *corporate value* (Y) melalui kebijakan dividen (M_1) dan keputusan investasi (M_2) sesuai dengan tujuan penelitian dan kerangka konsep penelitian tentang perbedaan atau persamaan hasil temuan dengan teori dan penelitian terdahulu, dapat diringkaskan-sajikan seperti pada Tabel 6.1 berikut.

Tabel 6.1
Perbedaan atau Persamaan Temuan Penelitian ini
dengan Penelitian Terdahulu

No.	Temuan Penelitian	Teori	Penelitian Terdahulu	Mendukung/Menolak Teori dan Penelitian Terdahulu
1a.	($X_1 \rightarrow M_1 \rightarrow Y$). M_1 sebagai mediator tidak signifikan memengaruhi hubungan X_1 terhadap Y .	Agency Theory (Jensen and Meckling, 1976)	Iswara dan Setyabudi (2020). Positif dan signifikan memediasi	Menolak Agency Theory (Jensen and Meckling, 1976)
1b.	($X_1 \rightarrow M_2 \rightarrow Y$). M_2 sebagai mediator tidak signifikan memengaruhi hubungan X_1 terhadap Y .	Agency Theory (Jensen and Meckling, 1976)	Rini (2017) Positif dan signifikan memediasi	Menolak Agency Theory (Jensen and Meckling, 1976)
2a.	($X_2 \rightarrow M_1 \rightarrow Y$). M_1 sebagai mediator, positif signifikan memengaruhi hubungan X_2	Trade-Off Theory Myers dan Majluf (1963).	Hairudin dan Desmon (2020) Positif dan signifikan memediasi	Mendukung Trade-Off Theory Myers dan Majluf (1963). Hairudin dan Desmon (2020)

No.	Temuan Penelitian	Teori	Penelitian Terdahulu	Mendukung/Menolak Teori dan Penelitian Terdahulu
	terhadap Y			
2b.	(X2→M2→Y). M2 sebagai mediator, positif signifikan memengaruhi hubungan X2 terhadap Y	<i>Trade-Off Theory</i> Myers dan Majluf (1963).	Monica dan Akhmadi (2017), Fachmi (2021). Positif dan signifikan memediasi	Mendukung <i>Trade-Off Theory</i> Myers dan Majluf (1963). Monica dan Akhmadi (2017), Fachmi (2021).
3a.	(X3→M1→Y). M1 sebagai mediator, negatif signifikan memengaruhi hubungan X3 terhadap Y	<i>Cash flow signalling hypothesis</i> (Lintner, 1956)	—	Kurang mendukung <i>Cash flow signalling hypothesis</i> (Lintner, 1956)
3b.	(X3→M2→Y) M1 sebagai mediator, positif signifikan memengaruhi hubungan X3 terhadap Y	<i>Cash Flow Signalling Hypothesis</i> (Lintner, 1956)	—	Mendukung <i>Cash Flow Signalling Hypothesis</i> (Lintner, 1956)
4a.	(X4→M1→Y) M1 sebagai mediator, positif signifikan memengaruhi hubungan X4 terhadap Y	<i>Permanent Income Hypothesis</i> (Friedman, 1971)	—	Mendukung <i>Permanent Income Hypothesis</i> (Friedman, 1971)
4b.	(X4→M2→Y) M2 sebagai mediator, tidak signifikan memengaruhi hubungan X4 terhadap Y	<i>Permanent Income Hypothesis</i> (Friedman, 1971)	—	Menolak <i>Permanent Income Hypothesis</i> (Friedman, 1971)
5a.	(X5→M1→Y) M1 sebagai mediator, tidak signifikan memengaruhi hubungan X5 terhadap Y	<i>Agency Theory</i> (Jensen and Meckling, 1976)	Rosida dan Sundari (2021),	Menolak <i>Agency Theory</i> (Jensen and Meckling, 1976)

No.	Temuan Penelitian	Teori	Penelitian Terdahulu	Mendukung/Menolak Teori dan Penelitian Terdahulu
5b.	(X5→M2→Y). M2 sebagai mediator, negatif signifikan memengaruhi hubungan X5 terhadap Y	Agency Theory (Jensen and Meckling, 1976)	Ratnawardhani (2017)	Kurang Mendukung Agency Theory (Jensen and Meckling, 1976)
6a.	(X6→M1→Y). M1 sebagai mediator, tidak signifikan memengaruhi hubungan X6 terhadap Y	Agency Theory (Jensen and Meckling, 1976)	—	Menolak Agency Theory (Jensen and Meckling, 1976)
6b.	(X6→M2→Y). M2 sebagai mediator, tidak signifikan memengaruhi hubungan X6 terhadap Y	Agency Theory (Jensen and Meckling, 1976)	—	Menolak Agency Theory (Jensen and Meckling, 1976)
7a.	(X7→M1→Y). M1 sebagai mediator, tidak signifikan memengaruhi hubungan X7 terhadap Y	Teori Portfolio (Markowitz, 1952)	—	Menolak Teori Portfolio (Markowitz, 1952)
7b.	(X7→M2→Y). M2 sebagai mediator, positif signifikan memengaruhi hubungan X7 terhadap Y	Teori Portfolio (Markowitz, 1952)	—	Mendukung Teori Portfolio (Markowitz, 1952)
8.	(M1→Y). M1 berpengaruh negatif signifikan terhadap Y	Dividend Signalling Theory (Bhattacharya, 1979)	Lashgari dan Moghaddam (2015), Sulistiono dan Yusna (2020). Positif dan signifikan	Kurang mendukung Dividend Signalling Theory (Bhattacharya, 1979)
9.	(M2→Y). M2 berpengaruh positif	Signalling Theory Leland dan	Dama et al (2020), Syahri dan Robiyanto	Mendukung Signalling Theory Leland dan Pyle

No.	Temuan Penelitian	Teori	Penelitian Terdahulu	Mendukung/Menolak Teori dan Penelitian Terdahulu
	signifikan terhadap Y	Pyle (1977)	(2020), Sulhan dan Purnamasari (2020), Sulistiono dan Yusna (2020), Dama et al (2020)	(1977) Sulhan dan Purnamasari (2020), Sulistiono dan Yusna (2020), Dama et al (2020)

Sumber: Pembahasan hasil analisis statistik terhadap uji efek mediasi dalam penelitian ini

B. Temuan dan Kebaruan Penelitian.

Kebaruan dalam penelitian terletak pada temuan uji efek mediasi sebagai berikut.

1. a. Kebijakan dividen tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *ownership structure* terhadap *corporate value*. Temuan ini senada dengan penelitian Iswara dan Setyabudi⁹ menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berperan penting dalam memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap *corporate value*.
- b. Keputusan investasi tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *ownership structure* terhadap *corporate value*. Serupa dengan hasil penelitian Rini¹⁰ menunjukkan bahwa signifikan dalam memediasi pengaruh *ownership structure* terhadap *corporate value*.
2. a. Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan dalam memediasi pengaruh *capital structure* terhadap *corporate value*. Temuan ini

⁹Ulfah Setia Iswara and Teguh Gunawan Setyabudi, "The Influence of Profitability and Structure of Ownership on Company Value With Dividend Policy As An Intervening Variable," *Jurnal Akuntansi Kajian Ilmiah Akuntansi (JAK)* 7, no. 1 (January 29, 2020): 1–8, accessed January 15, 2022, <http://e-jurnal.lppmunsera.org/index.php/Akuntansi/article/view/1400>.

¹⁰Indah Sulisty Rini, "The Effect of Ownership Structure on Firm Value with Investment Decision as Intervening Variable (Empirical Study of The Listed Companies In Indonesia Stock Exchange Period 2008-2014)," *International Journal of Social and Local Economic Governance* 3, no. 2 (October 2017): 99–110.

serupa dengan hasil penelitian Hairudin dan Desmon,¹¹ menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat memediasi hubungan antara struktur modal dan *corporate value*, serta mendukung *Trade-Off Theory* Myers dan Majluf.¹² Dalam efek mediasi yang diperankan oleh kebijakan dividen tersebut bersifat *full mediation*.

- b. Keputusan investasi berpengaruh negatif signifikan dalam memediasi pengaruh *capital structure* terhadap *corporate value* seperti hasil temuan Monica dan Akhmadi.¹³ Mirip dengan pengaruh *capital structure* terhadap *corporate value* yang dimediasi oleh kebijakan dividen, yang dimediasi oleh keputusan investasi ini juga termasuk kategori *full mediation*. Hal ini menjelaskan bahwa keputusan investasi sangat penting peranannya dalam memediasi pengaruh *capital structure* terhadap *corporate value*, serta mendukung *Trade-Off Theory* Myers dan Majluf.¹⁴

3. a. Kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan dalam memediasi pengaruh *profitability* terhadap *corporate value*. Temuan ini belum

¹¹Hairudin and Desmon, "The Effect of Capital Structure on Firm Value by Using Dividend Policy as an Intervening Variable (Study on Pharmaceutical Sub Sector Companies)," *Diskursus Ilmu Manajemen STIESA* 17, no. 01 (2020): 70–87, accessed January 15, 2022, <https://ojs.stiesa.ac.id/index.php/dimensia>.

¹² Stewart C. Myers and Nicholas S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics* 13, no. 2 (1984): 187–221. North-Holland, accessed March 7, 2022, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X84900230>.

¹³Lara Monica and Uzair Achmadi, "Struktur Modal dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan," *Agregat: Jurnal Ekonomi dan Bisnis* 1, no. 2 (September 2017): 221–230, accessed January 16, 2022, <http://journal.uhamka.ac.id/index.php/agregat>.

¹⁴ Myers and Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have."

ada yang meneliti sebelumnya. Dalam efek mediasi yang diperankan oleh kebijakan dividen tersebut bersifat *partial mediation*.

- b. Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan dalam memediasi *profitability* terhadap *corporate value*. studi ini belum ada yang meneliti sebelumnya. Dalam efek mediasi yang diperankan oleh Keputusan investasi juga bersifat *partial mediation*. Temuan ini mendukung *Cash Flow Signalling Hypothesis*.¹⁵
4. a. Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan dalam memediasi pengaruh *corporate growth* terhadap *corporate value*. Temuan ini belum ada yang meneliti sebelumnya. Sifat dari uji efek mediasinya adalah *partial mediation*. Hasil ini penelitian ini mendukung *Permanent Income Hypothesis*.¹⁶
 - b. Keputusan investasi tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *corporate growth* terhadap *corporate value*. studi ini belum ada yang meneliti sebelumnya.
5. a. Kebijakan dividen (M_1) berpengaruh negatif signifikan dalam memediasi *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value*. Berbeda dengan temuan Rosida dan Sundari¹⁷ yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh *good corporate governance* terhadap *corporate value*. Sedangkan

¹⁵John Lintner, "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes.," *The American Economic Review* 46, no. 2 (1956): 97–113.

¹⁶ Milton Friedman, *The Permanent Income Hypothesis: A Theory of the Consumption Function*, National bureau of economic research 63 (Princeton, New Jersey: Princeton university press, 1971), <http://www.nber.org/chapters/c4405>.

¹⁷Fatimah Nur Rosida and Siti Sundari, "Pengaruh Good Corporate Governance dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen" 1, no. 1 (2021): 10.

kemiripan ditemukan dalam penelitian Ratnawardhani¹⁸ yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen memediasi dampak *corporate governance* terhadap nilai perusahaan

- b. Keputusan investasi (M_2) berpengaruh negatif signifikan dalam memediasi *corporate governance* (X_5) terhadap *corporate value*. Temuan ini belum ada yang meneliti sebelumnya.
6. a. Kebijakan dividen (M_1) tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *earning management* (X_6) terhadap *corporate value*. studi ini belum ada yang meneliti sebelumnya.
- b. Keputusan investasi (M_2) tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *earning management* (X_6) terhadap *corporate value*. Temuan ini belum ada yang meneliti sebelumnya.
7. a. Kebijakan dividen (M_1) tidak signifikan dalam memediasi pengaruh *market risk* (X_7) terhadap *corporate value*. Temuan ini belum ada yang meneliti sebelumnya.
- b. Keputusan investasi (M_2) positif signifikan dalam memediasi pengaruh *market risk* (X_7) terhadap *corporate value*. Studi ini belum ada yang meneliti sebelumnya. Sifat dari uji efek mediasinya adalah *full mediation*. Temuan ini mendukung Teori Portfolio oleh Markowitz.
8. Kebijakan dividen (M_1) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value*. Temuan ini senada Sulistiono dan Yusna¹⁹ dan Syahri.²⁰

¹⁸Eki Andhika Ratnawardhani, "Kebijakan Deviden sebagai Variabel Intervening atas Pengaruh Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan," *Jurnal Akuntansi Aktual* 4, no. 2 (2017): 9, accessed July 30, 2022, <http://journal.um.ac.id/index.php/jaa>.

9. Keputusan investasi (M_2) berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value*. Hasil penelitian ini serupa dengan Hasanuddin²¹. Sulistiono dan Yusna²² dan mendukung *Signalling Theory*.

C. Kontribusi Penelitian

Temuan dalam penelitian ini dapat dijadikan referensi bagi investor dan manajemen perusahaan terkait dengan pengambilan keputusan dalam kebijakan deviden dan keputusan investasi,

D. Keterbatasan Penelitian.

1. Keterbatasan penelitian ini terjadi karena masih adanya variabel di luar penelitian yang masih belum dimasukkan dalam model, sehingga tidak semua informasi dapat diungkapkan oleh data yang dikumpulkan sehingga dari pengujian R^2 diperoleh bahwa variabel Y hanya dapat dijelaskan oleh variabel X_1 sampai dengan X_7 hanya sekitar 28,9%. Variabel M_1 hanya dapat dijelaskan oleh variabel X_1 sampai dengan X_7 hanya sekitar 10,1% sedangkan M_2 hanya dapat dijelaskan oleh variabel X_1 sampai dengan X_7 hanya sekitar 27,5% sisanya merupakan kontribusi variabel lain yang tidak terdapat dalam model..

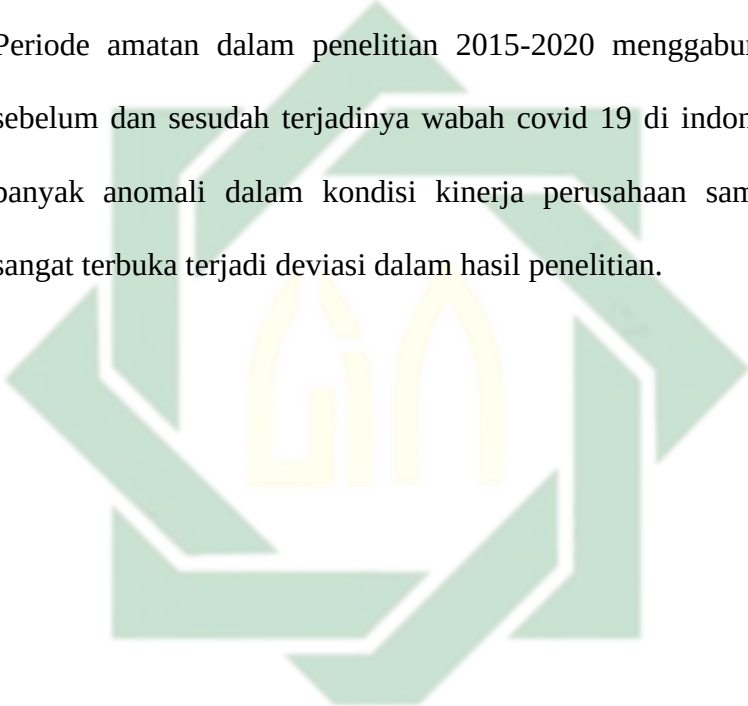
¹⁹ Sugeng Sulistiono and Yusna, "Analysis of the Effect of Funding Decision and Dividend Policy on the Firm Value and Investment Decision as Mediation (Study on Manufacturing Companies in Indonesia Stock Exchange)," in *Proceedings of the 1st Annual Management, Business and Economic Conference (AMBEC 2019)*, vol. 136 (Batu, Indonesia: Atlantis Press, 2020), 173–177, accessed March 31, 2022, <https://www.atlantis-press.com/article/125938776>.

²⁰ Alfi Syahri and Robiyanto, "The Effect Investment, Funding, and Dividend Policy Toward the Company Value," *International Journal of Social Science and Business* 4, no. 3 (2020): 372–382, accessed January 16, 2022, <https://ejournal.undiksha.ac.id/index.php/IJSSB/index>.

²¹ Rusdiah Hasanuddin, "The Influence of Investment Decisions, Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value" (n.d.): 10.

²² Sulistiono and Yusna, "Analysis of the Effect of Funding Decision and Dividend Policy on the Firm Value and Investment Decision as Mediation (Study on Manufacturing Companies in Indonesia Stock Exchange)."

2. Asumsi dalam penelitian ini adalah bahwa emiten sampel dalam penelitian yang tergabung dalam ISSI dianggap memiliki karakteristik yang sama karena penyusunan laporan keuangan dengan standar akuntansi keuangan yang sama tanpa memperhatikan jenis industrinya sehingga terjadi bias dalam hasil penelitian.
3. Periode amatan dalam penelitian 2015-2020 menggabungkan periode sebelum dan sesudah terjadinya wabah covid 19 di indonesia, sehingga banyak anomali dalam kondisi kinerja perusahaan sampel, sehingga sangat terbuka terjadi deviasi dalam hasil penelitian.



UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

BAB VII

KESIMPULAN, IMPLIKASI TEORETIS DAN SARAN

A. KESIMPULAN

Berdasar uraian hasil penelitian dan pembahasan terkait uji efek mediasi dalam penelitian ini, maka penulis menyimpulkan sebagai berikut.

1. a. Adanya pembagian dividen di akhir periode akuntansi tidak mampu menentukan perubahan jumlah struktur kepemilikan saham beredar khususnya *public ownership* terhadap peningkatan atau penurunan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Dengan tidak adanya perubahan struktur kepemilikan karena adanya pembagian dividen, maka tinggi-rendahnya struktur kepemilikan tidak menentukan terhadap tinggi-rendahnya nilai perusahaan.
- b. Adanya keputusan investasi (aksi beli) yang dilakukan investor tidak berperan dalam menentukan perubahan *corporate value* yang disebabkan oleh perubahan struktur kepemilikan. Hal ini terkait data publis laporan keuangan perusahaan yang tidak dilaporkan secara rinci porsi kepemilikan publiknya. Dari pengamatan, selama keputusan beli mempunyai porsi kurang dari satu persen, maka tidak ada perubahan pencatatan porsi struktur kepemilikan dalam laporan keuangan. Tidak adanya perubahan dalam struktur kepemilikan ini yang menyebabkan nilai perusahaan juga stagnan.

2. a. Kebijakan pembagian dividen yang dilakukan oleh perusahaan sebagai laba ditahan bisa merubah *capital structure* perusahaan karena laba ditahan menjadi modal segar dalam menjalankan perusahaan. Sehingga peningkatan *capital structure* dapat menyebabkan *corporate value* yang semakin meningkat.
- b. Adanya peran keputusan investasi diasumsikan adanya aksi perusahaan melalui penambahan modal, nial dari right issue, warrant dan lain-lain. Sehingga dalam struktur modalnya, modal perusahaan meningkat dan tidak ada penambahan dalam porsi hutang. Akibatnya, rasio DER atau LDERnya membaik mendekati nol lagi karena ada dana segar dari investor yang baru masuk, sehingga dapat menaikkan nilai perusahaan.
3. a. Alasan berpengaruh negatif karena kondisi data pada saat sesudah tanggal ditetapkannya para investor yang berhak mendapatkan dividen (*cumdate*). sebelum *cumdate* harga saham mengalami kenaikan yang drastis, ketika harganya sudah mengalami kenaikan pada level tertentu, masa *cumdatenya* berakhir. Logikanya, tidak ada yang mau membeli sesuatu yang harganya sudah mahal. Tekanan jual yang sangat tinggi menyebabkan saham tersebut kurang laku, sehingga harga saham terkoreksi tajam dan menyebabkan turunnya nilai perusahaan.
- b. *Corporate value* tinggi disebabkan oleh profitabilitas tinggi karena adanya pembagian dividen, logika dasarnya pada hukum permintaan

dan penawaran. Jika permintaan terhadap saham perusahaan tinggi tinggi akibat keputusan beli investor, maka harga saham tersebut bisa meningkat yang berakibat pada peningkatan nilai perusahaan.

4. a. Dengan adanya pembagian dividen berarti perusahaan punya laba untuk dibagikan yang disebabkan pertumbuhan perusahaan tersebut naik secara signifikan. Adanya kebijakan dividen yang menyebabkan *corporate growth* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, karena jika pertumbuhan perusahaan itu baik maka investor masih berpikir bahwa ke depannya perusahaan masih bagus sehingga dilakukan keputusan pembelian, apalagi dividen yang dibagikan lancar sehingga saham perusahaan dibeli berulang oleh investor yang berakibat pada naiknya nilai perusahaan.
- b. Keputusan investasi yang tidak sukses sebagai mediator dalam menjelaskan hubungan *corporate growth* terhadap *corporate value* bukan karena perusahaan bertumbuh tetapi cuma metode menabung yang dilakukan oleh investor.
5. a. Lebih ke manajemen sumber daya manusia, banyaknya dewan komisaris dan direksi, dirasa tidak efektif. Kepentingan para manajerial perusahaan bersinggungan dengan visi-misi perusahaan, meskipun dividen yang dibagikan lancar. Banyaknya jumlah dewan komisaris dan direksi yang berkinerja tidak baik dan tidak proporsional terkait dengan skala ukuran perusahaan dapat menurunkan nilai perusahaan

- b. Keputusan investor untuk membeli saham perusahaan terkait dengan masalah kualitas kinerja dewan komisaris dan dewan direksi, bukan karena masalah kuantitasnya. Meskipun jumlah dewan direksi dan dewan komisaris itu tinggi, sedangkan kualitas kinerja dewan komisaris dan dewan direksi tidak baik, maka berakibat terhadap turunnya nilai perusahaan.
6. a. Meskipun dividen yang dibagikan lancar tetapi *earning management* tidak menentukan tinggi-rendahnya nilai perusahaan. Hal ini diasumsikan karena investor besar sangat paham terhadap aksi mempercantik laporan keuangan ini. Karena para investor besar yang mampu memengaruhi nilai perusahaan sudah paham terhadap fenomena tersebut sehingga *earning management* tidak berdampak apapun terhadap nilai perusahaan walaupun ada pembagian dividen yang dilakukan perusahaan.
- b. Secara teoretis jika keputusan investor terhadap pembelian saham itu besar, otomatis nilai *corporate value* semakin meningkat. Trik menggunakan *earning management* (mempercantik laporan keuangan) dianggap sudah menjadi rahasia umum. Sasarannya biasanya terhadap investor-investor kelas kakap. Namun karena investor-investor sekelas tersebut sudah mengetahui terhadap trik tersebut, sedangkan investor retail biasanya mengekor terhadap investor kelas kakap, maka *earning management* tidak dapat menentukan perubahan *corporate value*.

7. a. Ketidakberpengaruhan beta saham terhadap nilai perusahaan karena adanya pembagian dividen, lebih cenderung dikarenakan keberagaman strategi investor selain menggunakan beta saham dalam pengambilan keputusan. Jika dividennya lancar dibagikan, maka besar-kecilnya risiko tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
b. Keputusan investasi terkait dengan banyaknya investor yang membeli saham dengan karakteristik berisiko karena fluktuasi harga sahamnya tinggi bisa berakibat terhadap nilai perusahaan yang meningkat. Kasus ini terjadi pada karakteristik investor yang memiliki jiwa *risk taker* dalam pengambilan keputusan investasinya. Semakin harga saham berfluktuasi, kecenderungan investor *risk taker* bertransaksi dalam jangka pendek bisa meningkat yang berakibat terhadap peningkatan *corporate value*.
8. Besarnya dividen yang dibagikan berdampak pada tingginya nilai perusahaan. Investor menganggap bahwa perubahan dividen merupakan isyarat atau sinyal tentang prospek aliran kas perusahaan di masa yang akan datang (*signaling effect*), sehingga peningkatan dividen akan meningkatkan nilai perusahaan atau sebaliknya penurunan dividen akan menurunkan nilai perusahaan
9. Banyaknya keputusan investasi (beli) yang dilakukan oleh investor mengakibatkan jumlah permintaan saham meningkat. Peningkatan jumlah permintaan menyebabkan harga saham naik. Kenaikan harga saham mencerminkan peningkatan nilai perusahaan.

B. Implikasi Teoretis

1. a. Kebijakan dividen tidak berperan penting dalam menentukan perubahan *corporate value* yang disebabkan oleh perubahan *ownership structure*. Temuan ini mendukung penelitian Iswara dan Setyabudi.¹
- b. Keputusan investasi tidak berperan penting dalam menentukan perubahan *corporate value* yang disebabkan oleh perubahan *ownership structure*. Temuan ini mendukung penelitian Rini² yang menggunakan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional sebagai proksi dari struktur kepemilikan.
2. a. Kebijakan dividen berperan penting dalam menentukan rendahnya *corporate value* yang disebabkan oleh tingginya *profitability*. Temuan ini mendukung penelitian Hairudin dan Desmon,³ bahwa kebijakan dividen dapat memediasi hubungan antara struktur modal dan *corporate value*.

UIN SUNAN AMPEL
S U R A B A Y A

¹Ulfah Setia Iswara and Teguh Gunawan Setyabudi, "The Influence of Profitability and Structure of Ownership on Company Value With Dividend Policy As An Intervening Variable," *Jurnal Akuntansi Kajian Ilmiah Akuntansi (JAK)* 7, no. 1 (January 29, 2020): 1–8, accessed January 15, 2022, <http://e-jurnal.lppmunsera.org/index.php/Akuntansi/article/view/1400>.

²Indah Sulistyio Rini, "The Effect of Ownership Structure on Firm Value with Investment Decision as Intervening Variable (Empirical Study Of The Listed Companies In Indonesia Stock Exchange Period 2008-2014)," *International Journal of Social and Local Economic Governance* 3, no. 2 (October 2017): 99–110.

³Hairudin and Desmon, "The Effect of Capital Structure on Firm Value by Using Dividend Policy as an Intervening Variable (Study on Pharmaceutical Sub Sector Companies)," *Diskursus Ilmu Manajemen STIESA* 17, no. 01 (2020): 70–87, accessed January 15, 2022, <https://ojs.stiesa.ac.id/index.php/dimensia>.

- b. Keputusan investasi berperan penting dalam menentukan rendahnya *corporate value* yang disebabkan oleh tingginya *profitability*. Temuan ini mendukung penelitian Monica dan Akhmadi,⁴
3. a. Kebijakan dividen berperan penting dalam menentukan rendahnya *corporate value* yang disebabkan oleh tingginya *profitability*. Temuan ini sepengetahuan penulis belum ada yang meneliti sebelumnya terkait dengan uji efek mediasi terhadap variabel yang penulis teliti.
 - b. Keputusan investasi berperan penting dalam menentukan rendahnya *corporate value* yang disebabkan oleh tingginya *profitability*. Temuan ini belum ada kajian empirisnya.
4. a. Kebijakan dividen berperan penting dalam menentukan tingginya *corporate value* yang disebabkan oleh tingginya *corporate growth*. Temuan ini juga belum ada hasil penolakan dan dukungan dari tinjauan empiris lainnya.
 - b. Sedangkan keputusan investasi tidak berperan penting dalam menentukan perubahan *corporate value* yang disebabkan oleh perubahan *corporate growth*. Uji efek mediasi ini belum ada yang meneliti sebelumnya.
5. a. Kebijakan dividen dan keputusan investasi berperan penting dalam menentukan rendahnya *corporate value* yang disebabkan oleh tingginya *corporate governance*. Temuan ini menolak hasil penelitian

⁴Lara Monica and Uzair Achmadi, "Struktur Modal dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan," *Agregat: Jurnal Ekonomi dan Bisnis* 1, no. 2 (September 2017): 221–230, accessed January 16, 2022, <http://journal.uhamka.ac.id/index.php/agregat>.

Rosida dan Sundari⁵ bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh *good corporate governance* terhadap *corporate value*.

- b. Keputusan investasi berperan penting dalam menentukan rendahnya *corporate value* yang disebabkan oleh tingginya *corporate governance*. Hasil penelitian yang menolak dan mendukung belum ada sebelumnya, sehingga juga merupakan kebaruan dalam penelitian.
6. a. Kebijakan dividen tidak berperan penting dalam menentukan perubahan *corporate value* yang disebabkan oleh perubahan *earning management*. Hasil ini juga belum ada kajian empiris sebelumnya yang menguji efek mediasi terkait variabel penelitian.
- b. Keputusan investasi tidak berperan penting dalam menentukan perubahan *corporate value* yang disebabkan oleh perubahan *earning management*.
7. a. Kebijakan dividen dan keputusan investasi tidak berperan penting dalam menentukan perubahan *corporate value* yang disebabkan oleh perubahan *market risk*. Temuan yang mendukung dan menolak belum ada sepengetahuan penulis.
- b. Keputusan investasi tidak berperan penting dalam menentukan perubahan *corporate value* yang disebabkan oleh perubahan *market risk*. Sama dengan efek mediasi kebijakan dividen, uji efek mediasi ini juga belum ada penelitian terdahulu, sehingga penelitian ini merupakan pionir dari penelitian-penelitian yang lain.

⁵Fatimah Nur Rosida and Siti Sundari, "Pengaruh Good Corporate Governance dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen" 1, no. 1 (2021): 10.

8. Kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap *corporate value*. Temuan ini mendukung *dividend signalling theory*⁶ dan mendukung penelitian Dang et al. (2021) dan Syahri dan Robiyanto (2020).
9. Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap *corporate value*. Temuan ini mendukung *agency theory* dan temuan Arafat et al. (2014), Dama et al (2020), Julio dan Yook (2016), Prasetya dan Yulianto (2019). Dan menolak penelitian Putri dan Puryandani (2020).

C. SARAN-SARAN

1. Saran untuk penelitian selanjutnya

Berdasarkan uraian hasil pembahasan, temuan dan keterbatasan penelitian pada bagian sebelumnya, maka untuk penelitian di masa mendatang disarankan sebagai berikut.

- a. Penelitian berikutnya dapat menambahkan variabel laten lainnya serta ketepatan dan kesesuaian proksi pengukuran yang belum dimasukkan dalam model penelitian ini, untuk memperoleh model penelitian yang lebih representatif. Misalnya, penambahan variabel kebijakan pendanaan beserta proksi yang digunakan.
- b. Penggunaan periode yang seragam misal dengan memilah periode sesudah dan sebelum terjadinya pandemi atau bencana, sehingga sebaran datanya tidak terlalu melebar.

⁶Sudipto Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy," *The Bell Journal of Economics* 10, no. 1 (1979): 259, accessed July 9, 2022, <https://www.jstor.org/stable/3003330?origin=crossref>.

- c. Penelitian berikutnya dapat dilakukan dengan periode waktu yang lebih lama dan dilakukan pada perusahaan yang memiliki karakteristik yang sama untuk memperkecil deviasi terhadap hasil penelitian.
2. Saran bagi emiten di Pasar Modal Syariah Indonesia dan investor.
 - a. Kontribusi temuan dalam penelitian ini diharapkan dapat berguna dalam *decision making* tentang kebijakan dividen, kebijakan pendanaan dan keputusan investasi emiten yang listing di Bursa Efek Indonesia, khususnya terhadap saham-saham syariah yang tergabung dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).
 - b. Investor dapat menjadikan hasil penelitian ini sebagai salah satu referensi dalam pengambilan keputusan berinvestasi di Pasar Modal Syariah.
3. Saran bagi pemerintah

Pemerintah dapat menggunakan penelitian di dunia akademis termasuk penelitian ini sebagai referensi dalam penyusunan kebijakan ekonomi dan fiskal.

DAFTAR PUSTAKA

- Abbadi, Sinan S., Murad Y. Abuaddous, Hanady T. Bataineh, and Abdulla E. Muttairi. "The Impact of Earnings Management on Dividend Policy: Evidence From Kuwait." *International Journal of Financial Research* 11, no. 5 (October 5, 2020): 518–526. Accessed January 15, 2022. <http://www.sciedu.ca/journal/index.php/ijfr/article/view/18332>.
- Abbas, Asad, and Usman Ayub. "Role of Earnings Management in Determining Firm Value: An Emerging Economy Perspective." *International Journal of Advanced And Applied Sciences* 6, no. 6 (June 2019): 103–116. Accessed January 15, 2022. <http://www.science-gate.com/IJAAS/2019/V6I6/1021833ijaas201906015.html>.
- Abbas, Asad, Shujahat Haider Hashmi, and Anwar Fazil Chishti. "Dividend Policy and Capital Structure: Testing Endogeneity." *SSRN Electronic Journal* (2016). Accessed March 27, 2022. <https://www.ssrn.com/abstract=2745726>.
- Abdallah, Abed Al-Nasser. "Corporate Governance Practices, Ownership Structure, and Corporate Performance in the GCC Countries" (2017): 18.
- Abolarinwa, Samson Ige, Cosmas Ikechukwu Asogwa, Charity A. Ezenwakwelu, Timinepere O. Court, and Samuel Adedoyin. "Corporate Growth Strategies and Financial Performance of Quoted Manufacturing Firms in Nigeria: The Mediating Role of Global Economic Crises." Edited by Tor Eriksson. *Cogent Economics & Finance* 8, no. 1 (January 1, 2020): 1750259. Accessed March 11, 2022. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2020.1750259>.
- Abor, Joshua. "The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana." *The Journal of Risk Finance* 6, no. 5 (December 2005): 438–445. Accessed November 28, 2020. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/15265940510633505/full/html>.
- Abrar, Besnedi, Riandra Ghazyla, and Dila Arisandi. "Analysis the Impact of Profitability, Liquidity, Leverage and Company Size on Dividend Policy." *Indonesian Management and Accounting Research* 16, no. 2 (June 25, 2019): 1. Accessed January 6, 2022. <https://www.trijurnal.lemlit.trisakti.ac.id/imar/article/view/4676>.
- Adair, Philippe, and Mohamed Adaskou. "Trade-off-Theory vs. Pecking Order Theory and the Determinants of Corporate Leverage: Evidence from a Panel Data Analysis upon French SMEs (2002–2010)." Edited by David McMillan. *Cogent Economics & Finance* 3, no. 1 (December 31, 2015): 1006477. Accessed March 7, 2022. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2015.1006477>.

- Ahmed, Farhan, Neha Advani, and Sahabia Kanwal. "Earnings Management and Dividend Policy: Empirical Evidence from Major Sectors of Pakistan." *International Journal of Economics and Financial Issues* 8, no. 3 (2018): 182–190. www.econjournals.com.
- Amarneh (al), Asmaa, and Hdeel Yaseen. "Corporate Governance and Dividend Policy in Jordan." *International Journal of Economics and Finance* 6, no. 4 (March 26, 2014): 210. Accessed January 15, 2022. <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijef/article/view/32749>.
- Alamsyah, Agus Rahman, and Zainul Muchlas. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, dan IOS terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur terdaftar di BEI." *Jurnal Ilmiah Bisnis dan Ekonomi Asia* 12, no. 1 (February 1, 2018): 9–16. Accessed January 15, 2022. <https://jibeka.stie.asia.ac.id/index.php/jibeka/article/view/5>.
- Harbi (al), Abdulrahman. "An Assessment of the Impact of Corporate Governance Practices on the Values of Firms in the United Kingdom and Kingdom of Saudi Arabia: A Comparative Study Using the Ethical Process Thinking Model (EPTM)." Dissertation, University of Hull, 2018.
- Ali, Muqaddam Oyetunj, and Wuri Handayani. "Impact of Audit Committee Expertise and Audit Committee Independence on Internal Audit Function." *International Journal of Social Science and Economic Research* 3, no. 3 (2018): 950–958.
- Allini, Alessandra, Soliman Rakha, David G. McMillan, and Adele Caldarelli. "Pecking Order and Market Timing Theory in Emerging Markets: The Case of Egyptian Firms." *Research in International Business and Finance* 44 (April 2018): 297–308. Accessed March 7, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S027553191730017X>.
- Masawa (al), Amal Mohammed, Rasidah Mohd-Rashid, Hamdan Amer Al-Jaifi, and Shaker Dahan Al-Duais. "Audit Committee Characteristics and the Moderating Effect of Malaysian Code of Corporate Governance on IPO Liquidity." *Management Research Review* ahead-of-print, no. ahead-of-print (January 1, 2021). Accessed March 12, 2022. <https://doi.org/10.1108/MRR-06-2021-0428>.
- Aloui, Mouna, Bassem Salhi, and Anis Jarboui. "Market Risk, Corporate Governance, and the Regulation during the Recent Financial Crisis: The French Context." *International Journal of Managerial Finance* 15, no. 5 (April 17, 2019): 700–718. Accessed January 15, 2022. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJMF-06-2018-0177/full/html>.
- Ammann, Manuel, David Oesch, and Markus M. Schmid. "Corporate Governance and Firm Value: International Evidence." *Journal of Empirical Finance*

- 18, no. 1 (January 2011): 36–55. Accessed November 17, 2020. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0927539810000757>.
- Ang, Robert. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. 1st ed. Jakarta: Media Soft Indonesia, 2012.
- Antwi, Samuel. “Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana.” *International Journal of Business and Social Science* 3, no. 22 (November 2012): 103–111. Accessed July 1, 2022. www.ijbssnet.com.
- Antwi, Samuel, Ebenezer Fiifi Emire Atta Mills, and Xicang Zhao. “Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana.” *International Journal of Business and Social Science* 3, no. 22 (November 2012): 103–111. Accessed January 7, 2022. www.ijbssnet.com.
- Anwer, Zaheer, Shamsheer Mohamad, Andrea Paltrinieri, and M. Kabir Hassan. “Dividend Payout Policy of Shariah Compliant Firms: Evidence from United States.” *Pacific-Basin Finance Journal* 69 (October 2021): 101422. Accessed January 4, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0927538X20300639>.
- Arafat, M Yasser, Ari Warokka, Ruswiati Suryasaputra, and Othman Yeop Abdullah Graduate School of Business, Universiti Utara Malaysia, UUM Sintok –Malaysia. “Capital Structure and Investment Decision: What Does Emerging Consumer Goods Industry Tell Us?” *Journal of Financial Studies & Research* (March 10, 2014): 1–11. Accessed January 6, 2022. <http://www.ibimapublishing.com/journals/JFSR/2014/220243/220243.html>.
- Asqalani (al), Al-Hafidz Ibnu Hajar. *Bulughu Al-Maram Min Adillati al-Ahkam*. Bayrut: Dar Ahya al-Ulum, 1991.
- Atiningsih, Suci, and Khairina Nur Izzaty. “The Effect Firm Size on Company Value with Profitability as Intervening Variable and Dividend Policy as Moderating Variable.” *International Journal of Economics, Business and Accounting Research* 5, no. 4 (2021): 378–388. Accessed January 15, 2022. <https://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/IJEBAR>.
- Aziz, Abdul. “Fenomena BCA.” Situs Web Berita. *Investor Daily*, Oktober 2021. Accessed February 20, 2022. <https://investor.id/editorial/266980>.
- Bacha, Sami. “Corporate Governance Practices and Audit Quality: Do They Matter for the Cost of Debt?” *Theoretical Economics Letters* 09, no. 07 (2019): 2262–2282. Accessed June 29, 2022. <http://www.scirp.org/journal/doi.aspx?DOI=10.4236/tel.2019.97143>.
- Balasubramanian, N., Bernard S. Black, and Vikramaditya Khanna. “The Relation between Firm-Level Corporate Governance and Market Value: A Case Study of India.” *Emerging Markets Review* 11, no. 4 (December 2010):

- 319–340. Accessed November 30, 2020.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1566014110000270>.
- Bataineh, Hanady. “The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy of Listed Firms in Jordan.” Edited by Collins G. Ntim. *Cogent Business & Management* 8, no. 1 (January 1, 2021): 1863175. Accessed March 27, 2022.
<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23311975.2020.1863175>.
- Be’dard, Jean, Sonda Marrakchi Chtourou, and Lucie Courteau. “The Effect of Audit Committee Expertise, Independence, and Activity on Aggressive Earnings Management.” *AUDITING: A Journal of Practice & Theory* 23, no. 2 (September 1, 2004): 13–35. Accessed March 12, 2022.
<https://meridian.allenpress.com/ajpt/article/23/2/13/54386/The-Effect-of-Audit-Committee-Expertise>.
- Bebchuk, Lucian A., and Michael S. Weisbach. “The State of Corporate Governance Research.” *Review of Financial Studies* 23, no. 3 (March 2010): 939–961. Accessed March 11, 2022.
<https://academic.oup.com/rfs/article-lookup/doi/10.1093/rfs/hhp121>.
- Beneish, Messod D. “Earnings Management: A Perspective.” *Managerial Finance* 27, no. 12 (2001): 3–17. Accessed March 12, 2022.
<https://doi.org/10.1108/03074350110767411>.
- Ben-Nasr, Hamdi, and Hatem H. Ghouma. “Dividend Policy and Religion: International Evidence from Firms with Islamic Label.” *Emerging Markets Review* (July 2021): 100840. Accessed December 30, 2021.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1566014121000480>.
- Bhagat, Sanjai, and Bernard S. Black. “The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance.” *SSRN Electronic Journal* (1998): 231–274. Accessed March 12, 2022.
<http://www.ssrn.com/abstract=133808>.
- Bimo, Irenius Dwinanto, Engelbertha Evrantine Silalahi, and Ni Luh Gde Lydia Kusumadewi. “Corporate Governance and Investment Efficiency in Indonesia: The Moderating Role of Industry Competition.” *Journal of Financial Reporting and Accounting* ahead-of-print, no. ahead-of-print (January 1, 2021). Accessed January 7, 2022.
<https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2020-0351>.
- Black, Bernard S., Inessa Love, and Andrei Rachinsky. “Corporate Governance Indices and Firms’ Market Values: Time Series Evidence from Russia.” *Emerging Markets Review* 7, no. 4 (December 2006): 361–379. Accessed November 30, 2020.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1566014106000495>.
- Brealey, Richard A, Stewart C Myers, and A J Marcus. *Dasar–dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. 5th ed. Vol. 1. Jakarta: Erlangga, 2008.

- Brennan, David. "Capital Investment Decisions." In *Process Industry Economics*, 209–242. London-United Kingdom: Elsevier, 2020. Accessed March 16, 2022.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780128194669000080>.
- Brigham, Eugene F., and Joel F. Houston. *Fundamentals of Financial Management*. Fourteenth edition. Boston, MA, USA: Cengage Learning, 2016.
- Brown, Lawrence D., and Marcus L. Caylor. "Corporate Governance and Firm Valuation." *Journal of Accounting and Public Policy* 25, no. 4 (July 2006): 409–434. Accessed November 17, 2020.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0278425406000482>.
- Budagaga, Akram. "Dividend Payment and Its Impact on the Value of Firms Listed on Istanbul Stock Exchange: A Residual Income Approach." *International Journal of Economics and Financial Issues* 7, no. 2 (2017): 370–376. Accessed March 16, 2022. www.econjournals.com.
- Céspedes, Jacelly, Maximiliano González, and Carlos A. Molina. "Ownership and Capital Structure in Latin America." *Journal of Business Research* 63, no. 3 (March 2010): 248–254. Accessed November 28, 2020.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S014829630900068X>.
- Chalak, Karim, and Daniel Kim. "Measurement Error in Multiple Equations: Tobin's q and Corporate Investment, Saving, and Debt." *Journal of Econometrics* 214, no. 2 (February 2020): 413–432. Accessed March 8, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0304407619301575>.
- Chandra. *Financial Management-Theory and Practice*. New Delhi: Tata McGraw-Hill Publishing Company Ltd, 2012.
- Chang, Winston W., and Han Eol Ryu. "Export Rivalry, Vertically-Related Markets, and Optimal Public Ownership Policy." *Economic Modelling* 54 (April 2016): 392–401. Accessed March 9, 2022.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0264999316000146>.
- Chen, Chao, and Genserik Reniers. "Economic Approaches for Making Prevention and Safety Investment Decisions in the Process Industry." In *Methods in Chemical Process Safety*, 4:355–378. Belgium: Elsevier, 2020. Accessed March 16, 2022.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S246865142030009X>.
- Chen, Li-Ju, and Shun-Yu Chen. "The Influence of Profitability on Firm Value with Capital Structure as the Mediator and Firm Size and Industry as Moderators." *Investment Management and Financial Innovations* 8, no. 3 (2011): 9.
- Cheng, Yu-Shu, Yi-Pei Liu, and Chu-Yang Chien. "Capital Structure and Firm Value in China: A Panel Threshold Regression Analysis." *African Journal*

- of *Business Management* 4, no. 12 (September 18, 2010): 2500–2507. Accessed January 21, 2022. <http://www.academicjournals.org/AJBM>.
- Chin, Wynne W. “How to Write Up and Report PLS Analyses.” In *Handbook of Partial Least Squares*, edited by Vincenzo Esposito Vinzi, Wynne W. Chin, Jörg Henseler, and Huiwen Wang, 655–690. Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg, 2010. Accessed May 5, 2022. http://link.springer.com/10.1007/978-3-540-32827-8_29.
- Choi, Daewoung, Seungho Choi, Yong Kyu Gam, and Hojong Shin. “Pyramidal Ownership Structure and Investment Decision: Evidence from a Regulatory Reform.” *John Wiley and Sons Limited* 30, no. 1 (January 2022): 55–79. Accessed January 6, 2022. <https://doi.org/10.1111/corg.12407>.
- Chung, Kee H., and Stephen W. Pruitt. “A Simple Approximation of Tobin’s q.” *Financial Management* 23, no. 3 (1994): 70. Accessed March 8, 2022. <http://doi.wiley.com/10.2307/3665623>.
- Cohen, Jacob. *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences*. 2nd ed. Hillsdale, N.J: L. Erlbaum Associates, 1988. Accessed May 5, 2022. <https://www.taylorfrancis.com/books/9781134742707>.
- Copeland, Thomas E., and J. Fred Weston. *Financial Theory and Corporate Policy*. 3rd ed. Reading, Mass: Addison-Wesley, 1988.
- Creswell, John W. *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*. 3rd ed. Thousand Oaks, Calif: Sage Publications, 2009.
- Crowther, David, and Shahla Seifi. *Corporate Governance and International Business*. Ventus Publishing ApS, 2011. Accessed November 29, 2020. <https://bookboon.com/en/corporate-governance-and-international-business-ebook>.
- Cyril, Ubesie Madubuko, and Okeke Hyginus Odinaka. “Effect of Corporate Growth Indicators on Company’s Value in the Nigerian Manufacturing Sector.” *Journal of Theoretical & Applied Statistics* 3, no. 2 (2013): 31–37.
- Dama, Hais, Meriyana Franssisca Dunga, and Firdza Salma Hasiru. “Investment Decision, Market Capitalization, and Company Value.” *International Journal of Advanced Research* 8, no. 12 (December 31, 2020): 696–704. Accessed April 2, 2022. <https://www.journalijar.com/article/35399/investment-decision,-market-capitalization,-and-company-value/>.
- Dang, Hung Ngoc, Van Thi Thuy Vu, Xuan Thanh Ngo, and Ha Thi Viet Hoang. “Impact of Dividend Policy on Corporate Value: Experiment in Vietnam.” *International Journal of Finance & Economics* 26, no. 4 (October 2021):

- 5815–5825. Accessed January 15, 2022. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/ijfe.2095>.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner. “Accounting Choice in Troubled Companies.” *Journal of Accounting and Economics* 17, no. 1–2 (January 1994): 113–143. Accessed March 13, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0165410194900078>.
- Dechow, Patricia M. “Detecting Earnings Management.” *The Accounting Review* 70, no. 2 (1995): 193–225.
- Dechow, Patricia M., Amy P. Hutton, Jung Hoon Kim, and Richard G. Sloan. “Detecting Earnings Management: A New Approach.” *Journal of Accounting Research* 50, no. 2 (May 2012): 275–334. Accessed February 1, 2021. <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1475-679X.2012.00449.x>.
- Dechow, Patricia M., Scott A. Richardson, and Irem Tuna. “Why Are Earnings Kinky? An Examination of the Earnings Management Explanation.” *Review of Accounting Studies* 8, no. 2/3 (2003): 355–384. Accessed March 13, 2022. <http://link.springer.com/10.1023/A:1024481916719>.
- Dewata, Evada, and Isnurhadi Banaluddin. “The Effect of Ownership Structure on Firm Value in Indonesia.” *EBES Istanbul* (May 2012): 21.
- Din, Shahab Ud, Muhammad Arshad Khan, Majid Jamal Khan, and Muhammad Yar Khan. “Ownership Structure and Corporate Financial Performance in an Emerging Market: A Dynamic Panel Data Analysis.” *International Journal of Emerging Markets* ahead-of-print, no. ahead-of-print (January 1, 2021). Accessed March 24, 2022. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2019-0220>.
- Ding, Ning, Kalimullah Bhat, and Khalil Jebran. “Debt Choice, Growth Opportunities and Corporate Investment: Evidence from China.” *Financial Innovation* 6, no. 1 (December 2020): 31. Accessed March 27, 2022. <https://jfin-swufe.springeropen.com/articles/10.1186/s40854-020-00194-1>.
- Dorimulu, Primus. “Disertasi Minimnya Pemodal Lokal Antar Kiki Raih Doktor Dengan Cum Laude.” Situs Web Berita, January 26, 2019. Accessed February 20, 2022. <https://www.beritasatu.com/ekonomi/534772>.
- Eisenberg, Theodore, Stefan Sundgren, and Martin T Wells. “Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms_.” *Journal of Financial Economics* (1998): 21.
- Ejem, Chukwu Agwu, and Udochukwu Godfrey Ogbonna. “Modelling Dividend Policy And Firms’ Value Relations In Nigeria.” *International Journal of Economics and Financial Issues* 9, no. 6 (November 1, 2019): 171–176. Accessed March 16, 2022. <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/8849>.

- Halaby (el), Sherif, Mohammed Alzunaydi, and Mahmoud El-Ghazaly. "The Determinants of Capital Structure and Dividend Policy: Empirical Evidence from the Kingdom of Saudi Arabia Market." *International Journal of Business Ethics and Governance* 1, no. 2 (May 31, 2018): 45–71. Accessed March 27, 2022. <https://ijbeg.com/index.php/1/article/view/16>.
- Elton, Edwin J. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Ninth edition. Hoboken, NJ: Wiley, 2014.
- Farooq, Omar, and Mohamed Derrabi. "Effect of Corporate Governance Mechanisms on the Relationship between Legal Origins and Cost of Debt: Evidence from the Middle East and North Africa (MENA) Region." *African Journal of Business Management* 6, no. 7 (February 22, 2012): 2706–2715. Accessed March 12, 2022. <http://www.academicjournals.org/AJBM>.
- Feviana, Dwi Lia, and Supatmi. "Good Corporate Governance Affects Company Value with Earnings Management as Intervening Variables in BUMN." *International Journal of Social Science and Business* 5, no. 1 (March 15, 2021). Accessed March 21, 2022. <https://ejournal.undiksha.ac.id/index.php/IJSSB/article/view/31530>.
- Feviana, Dwi Lia, and Supatmi Supatmi. "Good Corporate Governance Affects Company Value with Earnings Management as Intervening Variables in BUMN." *International Journal of Social Science and Business* 5, no. 1 (March 15, 2021): 16–25.
- Gill, Amarjit, Suraj P Sharma, Harvinder S Mand, and Neil Mathur. "The Relationship between Corporate Governance and the Investment Decision of Small Business Firms in India." *Journal of Finance and Investment Analysis* 1, no. 2 (May 31, 2012): 41–59.
- Ginting, Remila Aprilia. "The Effect Of Capital Structure, Earning Management, Profitability, Free Cash Flow And Environment Cost On Firm Value With Dividend Policy As Moderating Variables In Pharmaceutical Sub Sector Companies Listed On The 2007-2019 Indonesia Stock Exchange Period." *Jurnal Sains Sosio Humaniora* 5, no. 2 (2021): 15.
- Giriati. "Free Cash Flow, Dividend Policy, Investment Opportunity Set, Opportunistic Behavior and Firm's Value: (A Study About Agency Theory)." *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 219 (May 2016): 248–254. Accessed December 30, 2021. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1877042816300738>.
- Gitman, Lawrence J., and Chad J. Zutter. *Principles of Managerial Finance*. 13th ed., Global ed. Boston: Pearson, 2012.
- Gitman, Lawrence J, and Chad J Zutter. *Principles of Managerial Finance*, 2015. Accessed November 18, 2021.

<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&scope=site&db=nlebk&db=nlabk&AN=1419056>.

- Gitman, Lawrence J., and Chad J. Zutter. *Principles of Managerial Finance*. 14th ed. The Pearson series in finance. England: Pearson, 2015. www.pearsonglobaleditions.com.
- Glickman, Edward A. "Capital Structure." In *An Introduction to Real Estate Finance*, 281–306. Elsevier, 2014. Accessed February 20, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780123786265000103>.
- Goyal, Vidhan K, and Chul W Park. "Board Leadership Structure and CEO Turnover." *Journal of Corporate Finance* 8, no. 1 (2002): 49–66. Accessed March 12, 2022. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00028-1](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00028-1).
- Gupta, Amit Kumar. "Innovation Dimensions and Firm Performance Synergy in the Emerging Market: A Perspective from Dynamic Capability Theory & Signaling Theory." *Technology in Society* 64 (February 2021): 101512. Accessed March 7, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0160791X20313154>.
- Haddad, Kamal, and Babak Lotfaliei. "Trade-off Theory and Zero Leverage." *Finance Research Letters* 31 (December 2019): 165–170. Accessed March 7, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1544612318307621>.
- Hair, Joseph F., G. Tomas M. Hult, Christian M. Ringle, Marko Sarstedt, Nicholas P. Danks, and Soumya Ray. *Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) Using R: A Workbook*. Classroom Companion: Business. Cham: Springer International Publishing, 2021. Accessed May 5, 2022. <https://link.springer.com/10.1007/978-3-030-80519-7>.
- Hair, Joseph F., G. Tomas M. Hult, Christian M. Ringle, and Marko Sarstedt. *A Primer on Partial Least Squares Structural Equations Modeling (PLS-SEM)*. 17th ed. Los Angeles: SAGE, 2014.
- Hairudin, and Desmon. "The Effect of Capital Structure on Firm Value by Using Dividend Policy as an Intervening Variable (Study on Pharmaceutical Sub Sector Companies)." *Diskursus Ilmu Manajemen STIESA* 17, no. 01 (2020): 70–87. Accessed January 15, 2022. <https://ojs.stiesa.ac.id/index.php/dimensia>.
- Hamid, Rahmad Solling, and Suhardi M Anwar. *Structural Equation Modeling (SEM) Berbasis Varian: Konsep Dasar dan Aplikasi dengan Program SmartPLS 3.2.8 dalam Riset Bisnis*. 1st ed. Jakarta Pusat: PT Inkubator Penulis Indonesia, 2019.
- Hanafi, Mamduh M, and Abdul Halim. *Analisis laporan keuangan*. 5th ed. Vol. 2. Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2018.

- Hardjanti, Rani. "Flash Back Krismon 1998, Kesaksian Mochtar Riady Rush hingga Pinjaman IMF." Situs Web Berita, September 27, 2020. Accessed February 21, 2022. <https://economy.okezone.com/read/2020/09/27/320/2284499>.
- Hartono, Jogyanto. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. 10th ed. Vol. 1. Yogyakarta: BPFE, 2015.
- Hasan, Arshad, and Safdar Ali Butt. "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies." *International Journal of Business and Management* 4, no. 2 (February 18, 2009): 50–57. Accessed March 23, 2022. <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/view/491>.
- Hasanuddin, Rusdiah. "The Influence of Investment Decisions, Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value." *Jurnal Economic Resources* 4, no. 1 (Agustus 2021): 39–48.
- Hashim, Hafiza Aishah, and Muneer Amrah. "Corporate Governance Mechanisms and Cost of Debt: Evidence of Family and Non-Family Firms in Oman." *Managerial Auditing Journal* 31, no. 3 (March 7, 2016): 314–336. Accessed March 12, 2022. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MAJ-12-2014-1139/full/html>.
- He, Wei, and NyoNyo A. Kyaw. "Ownership Structure and Investment Decisions of Chinese SOEs." *Research in International Business and Finance* 43 (January 2018): 48–57. Accessed January 6, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0275531917304701>.
- Healy, Paul M. "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions." *Journal of Accounting and Economics* 7, no. 1–3 (April 1985): 85–107. Accessed March 13, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0165410185900291>.
- Healy, Paul M, and Krishna G Palepu. "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature\$." *Journal of Accounting and Economics* 31 (2001): 405–440.
- Herman, Muhammad Barro, and Agus Purwanto. "Pengaruh Manajemen Laba, Risiko Pasar, Komite Audit, Audit Eksternal, dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Pasar." *Diponegoro Journal of Accounting* 4 (2015): 1–12.
- Hernawati, Retno Indah, Imam Ghozali, Etna Nur Afri Yuyeta, and Andri Prastiwi. "The Effect of Income and Earnings Management on Firm Value: Empirical Evidence from Indonesia." *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8, no. 4 (April 30, 2021): 105–112. Accessed January 18, 2022. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO4.0105>.

- Hirdinis. "Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability." *International Journal of Economics and Business Administration* 7, no. 1 (February 1, 2019): 174–191. Accessed January 4, 2022. <http://ijeba.com/journal/204>.
- Hossain, S M Khaled, Imtiaz Sultan, and Mekail Ahmed. "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence Manufacturing Companies Listed in Dhaka Stock Exchange." *International Journal of Financial, Accounting, and Management* 3, no. 3 (2021): 227–243. Accessed March 24, 2022. <https://doi.org/10.35912/ijfam.v3i3.621>.
- Hung, Dang, Vu Van, Ngo Xuan, and Hoang Thi Viet Ha. "Impact of Dividend Policy on Corporate Value: Experiment in Vietnam." *International Journal of Finance & Economics* 26, no. 4 (August 21, 2020): 4857–4861.
- Husnan, Suad. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. 5th ed. Yogyakarta: Percetakan AMP YKPN, 2015.
- Ifada, Luluk Muhimatul, Sri Sulistyowati, and Maya Indriastuti. "Capital Structure and Dividend Policy Role in Building Stock Price." *JURNAL ASET (AKUNTANSI RISET)* 13, no. 2 (2021): 249–258.
- Ikatan Akuntan Indonesia. "Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 23." PPIAI, Agustus 1994. Accessed March 15, 2022. <https://hsmco.webs.com/download/psak/PSAK23Pendapatan.pdf>.
- Indriani, Poppy, Darmawan Darmawan, and Siti Nurhawa. "Analisis Manajemen Laba Terhadap Nilai Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Studi Khusus: Perusahaan Dagang Otomotif)." *Jurnal Akuntansi & Keuangan* 5. 1 (March 2014): 19–32.
- Iswara, Ulfah Setia, and Teguh Gunawan Setyabudi. "The Influence Of Profitability And Structure Of Ownership On Company Value With Dividend Policy As An Intervening Variable." *Jurnal Akuntansi Kajian Ilmiah Akuntansi (JAK)* 7, no. 1 (January 29, 2020): 1–8. Accessed January 15, 2022. <http://e-jurnal.lppmunsera.org/index.php/Akuntansi/article/view/1400>.
- Jatmiko, Indra, and Retno Kusumastuti. "Ownership Structure and Dividend Policy in Non-Financial Company." *MIMBAR, Jurnal Sosial dan Pembangunan* 33, no. 1 (June 1, 2017): 21. Accessed January 5, 2022. <http://ejournal.unisba.ac.id/index.php/mimbar/article/view/1965>.
- Jensen, Michael C. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems." *The Journal of Finance* XLVIII, no. 3 (1993): 831–880.
- Jensen, Michael C, and William H Meckling. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3 (1976): 305–360.

- Jiraporn, Pornsit, Jang-Chul Kim, Young Sang Kim, and Pattanaporn Kitsabunnarat. "Capital Structure and Corporate Governance Quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS)." *International Review of Economics & Finance* 22, no. 1 (April 2012): 208–221. Accessed November 1, 2020. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1059056011001274>.
- Jogiyanto. *Konsep & Aplikasi Struktural, Equation, Modeling Berbasis Varian dalam Penelitian Bisnis*. 1st ed. Yogyakarta: UPP AMP YKPN, 2011.
- Jones, Jennifer J. "Earnings Management During Import Relief Investigations." *Journal of Accounting Research* 29, no. 2 (1991): 193–228. Accessed March 13, 2022. <https://www.jstor.org/stable/2491047?origin=crossref>.
- Julio, Brandon, and Youngsuk Yook. "Earnings Management and Corporate Investment Decisions." *Finance and Economics Discussion Series* 2016, no. 086. 2016-086 (November 2016): 1–34. Accessed January 15, 2022. <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/earnings-management-and-corporate-investment-decisions.htm>.
- Kabir, M. Humayun. "Positive Accounting Theory and Science." *Journal of CENTRUM Cathedra: The Business and Economics Research Journal* 3, no. 2 (September 10, 2010): 136–149. Accessed March 13, 2022. <http://centrumwebs.pucp.edu.pe/jcc/vol/3/issue/2/article/3>.
- Kao, Mao-Feng, Lynn Hodgkinson, and Aziz Jaafar. "Ownership Structure, Board of Directors and Firm Performance: Evidence from Taiwan." *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 19, no. 1 (February 4, 2019): 189–216. Accessed March 26, 2022. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/CG-04-2018-0144/full/html>.
- Karmani, Majdi, Aymen Ajina, and Rym Boussaada. "An Investigation Of The Relation Between Corporate Governance And Liquidity: Empirical Evidence From France." *Journal of Applied Business Research (JABR)* 31, no. 2 (March 3, 2015): 631. Accessed March 12, 2022. <https://clutejournals.com/index.php/JABR/article/view/9118>.
- Kartika. "Analysis Of Size, Roa, And Growth Of Corporate Value; With Variable Capital Structure As Intervening." *International journal of science, engineering, and information technology* 04, no. 02 (July 2020): 203–208. <https://journal.trunojoyo.ac.id/ijseit>.
- Kartika, Indri. "Corporate Governance, Corporate Social Responsibility and Firm Value: Evidence from Indonesia." *International Journal of Business Economics (IJBE)* 3, no. 1 (February 25, 2021): 64–80. Accessed January 15, 2022. <http://jurnal.umsu.ac.id/index.php/ijbe/article/view/7912>.
- Kasmir. *Pengantar Manajemen Keuangan*. 2nd ed. Vol. 5. Jakarta: Kencana, 2016.

- Khan, Zeeshan, Suresh Ramakrishnan, Muhammad Faizan Malik, and Mohib Ullah. "Impact of Growth Opportunities on Dividend Policy: Evidence on the Role of CEO Duality in the Emerging Economy of Pakistan." *International Journal of Innovation* 11, no. 12 (2020): 783–794. www.ijicc.net.
- Khanchel, Imen. "Corporate Governance: Measurement and Determinant Analysis." *Managerial Auditing Journal* 22, no. 8 (September 18, 2007): 740–760. Accessed March 11, 2022. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/02686900710819625/full/html>.
- Khurana, Inder K., and William J. Moser. "Institutional Ownership and Tax Aggressiveness." *SSRN Electronic Journal* (2009). Accessed March 9, 2022. <http://www.ssrn.com/abstract=1464106>.
- Klein, April. "Firm Performance and Board Committee Structure." *The Journal of Law and Economics* 41, no. 1 (April 1998): 275–304. Accessed March 12, 2022. <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/467391>.
- Kluvers, Ron, and John Tippet. "An Exploration of Stewardship Theory in a Not-for-Profit Organisation." *Accounting Forum* 35, no. 4 (December 2011): 275–284. Accessed March 6, 2022. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1016/j.accfor.2011.04.002>.
- Kodongo, Odongo, Thabang Mokoaleli-Mokoteli, and Leonard K. Maina. "Capital Structure, Profitability and Firm Value: Panel Evidence of Listed Firms in Kenya." *SSRN Electronic Journal* (2014). Accessed November 2, 2020. <http://www.ssrn.com/abstract=2465422>.
- Kothari, S.P., Andrew J. Leone, and Charles E. Wasley. "Performance Matched Discretionary Accrual Measures." *Journal of Accounting and Economics* 39, no. 1 (February 2005): 163–197. Accessed March 13, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0165410104000849>.
- Kruk, Sylwia. "Impact of Capital Structure on Corporate Value—Review of Literature." *Journal of Risk and Financial Management* 14, no. 4 (April 1, 2021): 155. Accessed January 6, 2022. <https://www.mdpi.com/1911-8074/14/4/155>.
- Kusuma, Imtizar Jauhara, and Dr Dian Anita Nuswantara. "The Effect of Good Corporate Governance on Firm Value." *Journal of Economics, Business, and Government Challenges* 4, no. 1 (2021): 1–8.
- Kusuma, Imtizar Jauhara, Dr Dian Anita Nuswantara, and M Si. "The Effect of Good Corporate Governance on Firm Value." *Journal of Economics, Business, and Government Challenges* 4, no. 1 (2021): 1–8.
- Kusumawati, Yulia Tri. "The Effect Of Financial Performance And Growth Opportunity On Investment Decisions In Food And Beverage Companies

- In Indonesia Stock Exchange.” *Jurnal Ekonomi dan Manajemen* 14, no. 1 (January 29, 2020): 144–157. Accessed January 15, 2022. <https://journals.umkt.ac.id/index.php/JEM/article/view/253>.
- Lashgari, Zahra, and Roghiyeh Rangzan Moghaddam. “Effects of Dividend Policy on Investment Decisions.” *Journal of Applied Environmental and Biological Sciences* 5, no. 118 (2015): 415–420. Accessed March 31, 2022. www.textroad.com.
- Latan, Hengky, and Imam Ghozali. *Partial Least Squares Knsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 2.0 M3 Untuk Penelitian Empiris*. 1st ed. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro, 2012.
- Lembong, Herningsih Sutri. “The Effect of Profitability on Dividend Policy in Indonesian State-Owned Banks.” *Journal of International Conference Proceedings* 3, no. 2 (October 19, 2020): 121–130. Accessed January 6, 2022. <http://ejournal.aibpm.org/index.php/JICP/article/view/911>.
- Lindenberg, Eric B., and Stephen A. Ross. “Tobin’s q Ratio and Industrial Organization.” *The Journal of Business* 54, no. 1 (1981): 1–32. Accessed March 8, 2022. <http://www.jstor.org/stable/2352631>.
- López-Iturriaga, Félix J., and Juan Antonio Rodríguez-Sanz. “Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equations Analysis of Spanish Companies.” *Journal of Management and Governance* 5, no. 2 (2001): 179–204. Accessed November 28, 2020. <http://link.springer.com/10.1023/A:1013078225905>.
- Luu, Duc Huu. “The Impact of Capital Structure on Firm Value: A Case Study in Vietnam.” *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8, no. 5 (May 30, 2021): 287–292. Accessed January 6, 2022. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO5.0287>.
- Madyan, Muhammad, Nugroho Sasikirono, Sumiati, and Harlina Meidiaswati. “The Impact of Public Ownership and Share Warrants on Market Performance of IPOs: Evidence from the Indonesian Stock Exchange (IDX).” *Asia Pacific Management Review* 25, no. 4 (December 2020): 226–234. Accessed March 9, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1029313219302556>.
- Malavia Mardani, R. . Moeljadi, . Sumiati, and N Khusniyah Indrawati. “Ownership Structure, Corporate Governance and Dividend Policy: Evidence from Indonesia.” *KnE Social Sciences* 3, no. 10 (November 12, 2018): 1249–1255. Accessed January 15, 2022. <https://knepublishing.com/index.php/Kne-Social/article/view/3466>.
- Mandacı, Pınar, and Guluzar Gumus. “Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey.” *South East European Journal of Economics and Business* 5, no. 1 (April 1, 2010): 57–

66. Accessed March 10, 2022. <https://content.sciendo.com/doi/10.2478/v10033-010-0005-4>.
- Mansour, Walid, Karima Saci, and Saida Khalifa. "How Do Financing Conditions Impact Firm Behavior? Evidence from the Gulf Zone." *Emerging Markets Finance and Trade* 53, no. 4 (April 3, 2017): 952–967. Accessed July 1, 2021. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/1540496X.2016.1248555>.
- Marangu, Kenneth, and Ambrose Jagongo. "Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables." *Global Journal of Commerce & Management Perspective* 3, no. 6 (2014): 50–56. Accessed March 8, 2022. www.gifre.org.
- Martono, Agus Harjito. *Manajemen Keuangan*. 2nd ed. Yogyakarta: Ekonisia, 2018.
- Marughu, Aimonomhe Jafaru, and Appolos Nwabuisi Nwaobia. "Corporate Governance and Investors' Decision in Quoted Deposit Money Bank in Nigeria." *European Journal of Business and Management Research* 5, no. 6 (November 11, 2020): 1–11. Accessed January 15, 2022. <https://ejbmr.org/index.php/ejbmr/article/view/599>.
- Marzano, Riccardo. "One More Ride on the Merry-Go-Round! Public Ownership and Delayed Competition in Local Public Services." *Journal of Comparative Economics* 43, no. 4 (November 2015): 981–996. Accessed March 9, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0147596715000359>.
- Maulina, Gilda, Nila Firdausi Nuzula, and Cacik Rut Damayanti. "Corporate Governance, Capital Structure, And Corporate Investment: An Empirical Study On Proper Manufacturing Industry In Indonesia." *Jurnal Aplikasi Manajemen* 19, no. 1 (March 1, 2021): 130–140.
- Mazzotta, Romilda, and Stefania Veltri. "The Relationship between Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. Evidence from the Italian Stock Exchange." *Journal of Management & Governance* 18, no. 2 (May 2014): 419–448. Accessed March 12, 2022. <http://link.springer.com/10.1007/s10997-012-9230-9>.
- Meilanova, Denis Riantiza. "Jaga Kepercayaan Nasabah, Ini yang Dilakukan AXA Mandiri." Situs Web Berita, September 6, 2021. Accessed February 21, 2022. <https://finansial.bisnis.com/read/20210906/215/1438713>.
- Miller, Gregory S. "Earnings Performance and Discretionary Disclosure." *Journal of Accounting Research* 40, no. 1 (March 2002): 173–204. Accessed March 12, 2022. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1475-679X.00043>.

- Mirchandani, Anita, and Namrata Gupta. "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on the Performance: A Case of Selected Banks in UAE." *International Journal of Economics and Financial* 8, no. 3 (2018): 10.
- Missy, Yuanita. "Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)." Disertasi, STIESIA, 2016.
- Missy, Yuanita, Budiyanto, and Slamet Riyadi. "Influence of Capital Structure, Size and Growth on Profitability and Corporate Value." *International Journal of Business and Finance Management Research* 4 (2016): 80–101. Accessed March 19, 2022. <http://bluepenjournals.org/ijbfmr>.
- Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *The American Economic Review* 48, no. 3 (1958): 261–297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>.
- Monica, Lara, and Uzair Achmadi. "Struktur Modal dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan." *Agregat: Jurnal Ekonomi dan Bisnis* 1, no. 2 (September 2017): 221–230. Accessed January 16, 2022. <http://journal.uhamka.ac.id/index.php/agregat>.
- Montgomery, Brian. "Basics of Financial Management." In *Biopharmaceutical Processing*, 1171–1189. Elsevier, 2018. Accessed March 6, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780081006238000542>.
- Munawir, S. *Analisa Laporan Keuangan*. 17th ed. Vol. 4. Yogyakarta: Liberty, 2016.
- Murphy, Albert, and Kudret Topyan. "Corporate Governance: A Critical Survey of Key Concepts, Issues, and Recent Reforms in the US." *Employee Responsibilities and Rights Journal* 17, no. 2 (June 2005): 75–89. Accessed March 11, 2022. <http://link.springer.com/10.1007/s10672-005-3879-z>.
- Mustapha, Mazlina, and Ayoib Che Ahmad. "Agency Theory and Managerial Ownership: Evidence from Malaysia." *Managerial Auditing Journal* 26, no. 5 (May 24, 2011): 419–436. Accessed March 10, 2022. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/02686901111129571/full/html>.
- Myers, Stewart C. "Capital Structure." *Journal of Economic Perspectives* 15, no. 2 (May 1, 2001): 81–102. Accessed November 28, 2020. <https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/jep.15.2.81>.
- Myers, Stewart C. *Risk and Return for Regulated Industries*. 1st edition. Boston, MA: Elsevier, 2017.

- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13, no. 2 (1984): 187-221. North-Holland. Accessed March 7, 2022. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X84900230>.
- Naufa, Ahmad Maulin, I Wayan Nuka Lantara, and Wee-Yeap Lau. "The Impact of Foreign Ownership on Return Volatility, Volume, and Stock Risks: Evidence from ASEAN Countries." *Economic Analysis and Policy* 64 (December 2019): 221–235. Accessed January 21, 2021. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0313592618304090>.
- Naveed, Farrukh. "Institutional Shareholding and the Dividend Payout Policy of Islamic Mutual Funds: Evidence from International Islamic Funds Industry." *Borsa Istanbul Review* 21, no. 2 (June 2021): 125–132. Accessed December 30, 2021. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S221484502030051X>.
- Nguyen, Ha Viet, Hung Ngoc Dang, and Hung Hoang DAU. "Influence of Corporate Governance on Dividend Policy in Vietnam." *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8, no. 2 (February 28, 2021): 893–902. Accessed January 15, 2022. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO2.0893>.
- Nikiforou, Militsa, Stelios N. Georgiou, and Panayiotis Stavrinides. "Attachment to Parents and Peers as a Parameter of Bullying and Victimization." *Journal of Criminology* 2013 (May 15, 2013): 1–9. Accessed March 15, 2022. <https://www.hindawi.com/journals/jcrim/2013/484871/>.
- Nofrivul, Bambang Subroto, Moeljadi, and Djumahir. "Corporate Governance, Ownership Structure, Capital Structure and Firm Value: Studies on The Indonesia Stock Exchange Issuer." *International Journal of Business, Economics and Law* 12, no. 2 (April 2017).
- Nugraha, Nugi Mohammad, and Neneng Susanti. "Dividend Policy: Effect of Insider Ownership, Company Growth, and Profitability." *Dividend Policy* (2021): 9.
- Nugroho, Mulyanto, and Abdul Halik. "The Effect of Growth and Systematic Risk on the Firm's Value: Profitability as a Mediating Variable." *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura* 23, no. 3 (March 31, 2021): 466–476. Accessed January 15, 2022. <https://journal.perbanas.ac.id/index.php/jebav/article/view/2468>.
- Nurlela, Sulastris, Umar Hamdan Aj, and Agustina Hanafi. "The Influence Of Investment Decisions And Financing Decisions On Firm Value With Profitability As Intervening Variables(Empirical Study On Companies Listed In Indonesian Sharia Stock Index)." *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding* 6, no. 2 (May 16, 2019):

447. Accessed January 15, 2022.
<https://ijmmu.com/index.php/ijmmu/article/view/758>.
- Oktaviani, Retno Fuji. "Effect of Firm Growth and Firm Size on Company Value with Earning Per Share As Moderation." *EAJ (ECONOMICS AND ACCOUNTING JOURNAL)* 3, no. 3 (December 10, 2020): 219. Accessed January 15, 2022.
<http://openjournal.unpam.ac.id/index.php/EAJ/article/view/6776>.
- Otoritas Jasa Keuangan. "Pengantar Daftar Efek Syariah." *Efek yang dapat dimuat dalam Daftar Efek Syariah yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan*. Accessed January 2, 2022.
<https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/daftar-efek-syariah/Default.aspx>.
- Paniagua, Jordi, Rafael Rivelles, and Juan Sapena. "Corporate Governance and Financial Performance: The Role of Ownership and Board Structure." *Journal of Business Research* 89 (August 2018): 229–234. Accessed January 21, 2021.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0148296318300663>.
- Prasetya, Ra'uf Alvian, and Agung Yulianto. "Determinants of Investment Decisions with Growth Opportunities as Moderating Variable." *Accounting Analysis Journal* 8, no. 1 (2019): 17–23.
<https://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/aaj>.
- Pratama, Akhdi Martin. "BPKH Suntik Modal Rp 1 Triliun ke Bank Muamalat." *Situs Web Berita*, January 2022. Accessed February 20, 2022.
<https://money.kompas.com/read/2022/01/01/110300026>.
- Pratt, Jamie. *Financial Accounting in an Economic Context*. 8. ed., Internat. stud. version. Hoboken, NJ: Wiley, 2011.
- Puspa Dewi, Raras, Suhadak, and Siti Ragil Handayani. "The Effects of Capital Structure and Good Corporate Governance on Dividend Policy and Firm Value an Empirical Research at Banks Listed In Indonesia Stock Exchange For The Period Of 2008-2012." *Profit* 09, no. 02 (September 1, 2015): 51–69. Accessed January 15, 2022.
<https://profit.ub.ac.id/index.php/profit/article/view/630>.
- Puspa Dewi, Raras, Suhadak, and Siti Ragil Handayani. "The Effects of Capital Structure and Good Corporate Governance on Dividend Policy and Firm Value an Empirical Research at Banks Listed in Indonesia Stock Exchange for The Period Of 2008-2012." *Profit* 09, no. 02 (September 1, 2015): 51–69. Accessed January 16, 2022.
<https://profit.ub.ac.id/index.php/profit/article/view/630>.
- Puspitaningtyas, Zarah. "Estimating Systematic Risk for the Best Investment Decisions on Manufacturing Company in Indonesia." *Investment Management and Financial Innovations* 14, no. 1 (March 31, 2017): 46–

54. Accessed January 15, 2022. <https://businessperspectives.org/journals/investment-management-and-financial-innovations/issue-247/estimating-systematic-risk-for-the-best-investment-decisions-on-manufacturing-company-in-indonesia>.
- Putri, Sonia Nanda Aprilia, and Siti Puryandani. "The Influence of Cash Flow, Leverage and Profitability on Investment Decisions in Financial Distress Companies (All Companies Listed on Indonesia Stock Exchange of 2017-2019):" Semarang, Indonesia, 2020. Accessed March 27, 2022. <https://www.atlantis-press.com/article/125953988>.
- Rahmawati, S., Sri Wahyu Agustiningsih, and Erna Setiany. "The Effect of Earnings Management with Special Item to Investment Decision: Empirical Study at Manufacture Firm Listed in Indonesia Stock Exchange 2008-2010." *International Journal of Monetary Economics and Finance* 8, no. 2 (2015): 111–125. Accessed January 15, 2022. <http://www.inderscience.com/link.php?id=70777>.
- Rashedi, Hadi, and Toraj Dargahi. "Examining the Effect of Corporate Governance on the Relationship between Firm Value of Firms Listed on the Tehran Stock Exchange." *Journal of Modern Developments in Management and Accounting* 2, no. 5 (2019): 9.
- Rasyid, Abdul. "Effects of Ownership Structure, Capital Structure, Profitability and Company's Growth towards Firm Value." *International Journal of Business and Management Invention* 4, no. 4 (2015): 25–31.
- Ratnawardhani, Eki Andhika. "Kebijakan Deviden Sebagai Variabel Intervening atas Pengaruh Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan." *Jurnal Akuntansi Aktual* 4, no. 2 (2017): 134–141. Accessed January 15, 2022. <http://journal.um.ac.id/index.php/jaa>.
- Raza, Syed Ali, Syed Tehseen Jawaid, and Adeel Hussain. "Risk and Investment Decisions in Stock Markets: Evidence from Four Asian Countries." *International Journal of Managerial and Financial Accounting* 6, no. 3 (2014): 227. Accessed January 15, 2022. <http://www.inderscience.com/link.php?id=65240>.
- Rini, Indah Sulisty. "The Effect of Ownership Structure on Firm Value with Investment Decision as Intervening Variable (Empirical Study Of The Listed Companies In Indonesia Stock Exchange Period 2008-2014)." *International Journal of Social and Local Economic Governance* 3, no. 2 (October 2017): 99–110.
- Riwu Manu, Rolens E.H., Taher Alhabsji, Sri Mangesti Rahayu, and Nila Firdausi Nuzula. "The Effect of Corporate Governance on Profitability, Capital Structure and Corporate Value." *Research Journal of Finance and Accounting* (2019): 13.

- Riyanto, Bambang. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. 4th ed. Vol. 7. \Yogyakarta: BPFE, 2014.
- Rodrigues, Ricardo, J. Augusto Felício, and Pedro Verga Matos. “Corporate Governance and Dividend Policy in the Presence of Controlling Shareholders.” *Journal of Risk and Financial Management* 13, no. 8 (July 26, 2020): 162. Accessed January 15, 2022. <https://www.mdpi.com/1911-8074/13/8/162>.
- Ronen, Joshua, Varda Lewinstein Yaari, and Varda Yaari. *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*. Springer series in accounting scholarship. New York: Springer Science + Business Media, 2008. Accessed March 12, 2022. <http://doi:10.1007/978-0-387-25771-6>.
- Rosida, Fatimah Nur, and Siti Sundari. “Pengaruh Good Corporate Governance dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen” 1, no. 1 (2021): 10.
- Ross, Stephen A. “The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach.” *The Bell Journal of Economics* 8, no. 1 (1977): 23. Accessed November 28, 2020. <https://www.jstor.org/stable/3003485?origin=crossref>.
- Ross, Stephen A., Randolph Westerfield, Jeffrey F. Jaffe, and Bradford D. Jordan. *Corporate Finance: Core Principles & Applications*. Fifth edition. The McGraw-Hill education series in finance, insurance, and real estate. New York, NY: McGraw-Hill Education, 2018.
- Sa’diyah, Chalimatuz. “Relationship Between Profitability, Investment Decisions On Firm Value: A Study Of Listed Banks In Indonesia.” *JBMP (Jurnal Bisnis, Manajemen dan Perbankan)* 7, no. 2 (September 20, 2021): 69–88.
- Salim, M.Noor, and Rina Susilowati. “The Effect of Internal Factors on Capital Structure and Its Impact on Firm Value: Empirical Evidence From The Food and Beverages Industry Listed on Indonesian Stock Exchange 2013-2017.” *International Journal of Engineering Technologies and Management Research* 6, no. 7 (March 31, 2020): 173–191. Accessed November 2, 2020. https://www.granthaalayahpublication.org/ijetmr-ojms/index.php/ijetmr/article/view/18_IJETMR19_A07_1194.
- San Martín Reyna, Juan Manuel. “Ownership Structure and Its Effect on Dividend Policy in the Mexican Context.” *Contaduría y Administración* 62, no. 4 (October 2017): 1199–1213. Accessed March 27, 2022. <http://www.cya.unam.mx/index.php/cya/article/view/1687>.
- Santioso, Linda, Nurainun Bangun, and Yuniarwati Yuniarwati. “Factors Affect Company Value In Manufacturing Companies Listed In Indonesia Stock Exchange.” *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 22, no. 1 (June 26, 2020): 1–12. Accessed December 2, 2021. <http://jurnaltsm.id/index.php/JBA/article/view/440>.

- Santosa, Perdana Wahyu, Ovinda Aprilia, and Martua Eliakim Tambunan. "The Intervening Effect of the Dividend Policy on Financial Performance and Firm Value in Large Indonesian Firms." *International Journal of Financial Research* 11, no. 4 (July 8, 2020): 408. Accessed January 15, 2022.
<http://www.sciedupress.com/journal/index.php/ijfr/article/view/16892>.
- Sartono, Agus. *Manajemen Keuangan International*. 5th ed. Yogyakarta: BPFE, 2016.
- Schipper, Katherine. "Commentary on Earnings Management." *Accounting Horizons* 3, no. 4 (1989): 91-102.
- Schleifer, Andrei, and Robert Vishny. "A Survey of Corporate Governance." *The Journal of Finance* 52, 2 (June 2007): 737-783.
- Segrestin, Blanche, and Armand Hatchuel. "Beyond Agency Theory, a Post-Crisis View of Corporate Law: A Post-Crisis View of Corporate Law." *British Journal of Management* 22, no. 3 (September 2011): 484-499. Accessed March 11, 2022. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-8551.2011.00763.x>.
- Setiawan, Doddy, Bandi Bandi, Lian Kee Phua, and Irwan Trinugroho. "Ownership Structure and Dividend Policy in Indonesia." *Journal of Asia Business Studies* 10, no. 3 (January 1, 2016): 230-252.
- Setiawanta, Yulita, St Dwiarto Utomo, Imang Dapit Pamungkas, and Luluk Muhimatul. "The Impact of Profitability on Firm Value: Does Environmental Performance Play a Mediation Role?" *Journal of Hunan University (Natural Sciences)* 48, no. 7 (July 2021): 9.
- Shaikh, Ibrahim A., and Gina Colarelli O'Connor. "Understanding the Motivations of Technology Managers in Radical Innovation Decisions in the Mature R&D Firm Context: An Agency Theory Perspective." *Journal of Engineering and Technology Management* 55 (January 2020): 101553. Accessed March 7, 2022.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0923474820300011>.
- Shan, Yuan George, Qingliang Tang, and Junru Zhang. "The Impact of Managerial Ownership on Carbon Transparency: Australian Evidence." *Journal of Cleaner Production* 317 (October 2021): 128480. Accessed March 9, 2022.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0959652621026913>.
- Shimasaki, Craig. "Company Growth Stages and the Value of Corporate Culture." In *Biotechnology Entrepreneurship*, 527-540. Elsevier, 2020. Accessed January 19, 2021.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780128155851000358>.

- Shivdasani, Anil, and David Yermack. "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis." *The Journal of Finance* LIV, no. 5 (1999): 1829–1853. Accessed March 12, 2022. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00168>.
- Shivdasani, Anil, and Marc Zenner. "Best Practices in Corporate Governance: What Two Decades of Research Reveals." *Journal of Applied Corporate Finance* 16, no. 2–3 (March 2004): 29–41. Accessed March 12, 2022. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1745-6622.2004.tb00536.x>.
- Siagian, Ferdinand, Sylvia V. Siregar, and Yan Rahadian. "Corporate Governance, Reporting Quality, and Firm Value: Evidence from Indonesia." *Journal of Accounting in Emerging Economies* 3, no. 1 (February 22, 2013): 4–20. Accessed November 17, 2020. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/20440831311287673/full/html>.
- Silim, Desi Teliana. "Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan Sektor Non Keuangan yang Terdaftar di BEI Periode 2012-2016." *Calyptra* 7, no. 2 (2018): 2531–2550.
- Silva, Samanthi. "Corporate Contributions to the Sustainable Development Goals: An Empirical Analysis Informed by Legitimacy Theory." *Journal of Cleaner Production* 292 (April 2021): 125962. Accessed March 7, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0959652621001827>.
- Subing, Hesty Juni Tambuati, and Gusni. "Risiko Sistematis, Ukuran Perusahaan, Corporate Governance, Leverage Dan Kebijakan Dividen." *Dinamika Global* (Desember 2016).
- Subramaniam, Ravichandran K., Mohammed Shaiban, and Susela Devi Suppiah. "Growth Opportunities and Dividend Policy: Some Evidence on the Role of Ethnicity in an Emerging Economy." *Corporate Ownership and Control* 12, no. 1 (2014): 126–138. Accessed January 15, 2022. <http://www.virtusinterpress.org/GROWTH-OPPORTUNITIES-AND-DIVIDEND.html>.
- Sudiyatno, Bambang. "Peran Kinerja Perusahaan dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, dan Kebijakan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan." Disertasi, UNDIP, 2010.
- . "Peran Kinerja Perusahaan dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, dan Kebijakan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)." Disertasi, Universitas Diponegoro, 2010.
- Sudiyatno, Bambang, Elen Puspitasari, Titiek Suwarti, and Maulana Muhammad Asyif. "Determinants of Firm Value and Profitability: Evidence from Indonesia." *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 7, no.

- 11 (November 30, 2020): 769–778. Accessed March 26, 2022. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO11.769>.
- Sugiarto. *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan & Informasi Asimetri*. Cet. 1. Yogyakarta: Graha Ilmu, 2009.
- Sugiyono. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. 19th ed. Bandung: Alfabeta, 2013.
- Sulhan, Muhammad, and Tri Yeni Herliana. “The Effect of Liquidity and Profitability to Dividend Policy with Asset Growth as Moderating Variable (Study on Property Sector, Real Estate and Building Construction Listed on Indonesia Stock Exchange).” In *Proceedings of the 2018 International Conference on Islamic Economics and Business (ICONIES 2018)*. Kota Malang, Indonesia: Atlantis Press, 2019. Accessed March 27, 2022. <https://www.atlantis-press.com/article/125920500>.
- Sulhan, Muhammad, and Puji Endah Purnamasari. “The Effect of Funding Policy, Investment Policy, and Dividend Policy on the Firm Value through Good Corporate Governance as an Intervening Variable.” *Global Review of Islamic Economics and Business* 8, no. 1 (November 23, 2020): 49–58. Accessed January 15, 2022. <http://ejournal.uin-suka.ac.id/febi/grieb/article/view/1173>.
- Sulistiono, Sugeng, and Yusna. “Analysis of the Effect of Funding Decision and Dividend Policy on the Firm Value and Investment Decision as Mediation (Study on Manufacturing Companies in Indonesia Stock Exchange).” In *Proceedings of the 1st Annual Management, Business and Economic Conference (AMBEC 2019)*, 136:173–177. Batu, Indonesia: Atlantis Press, 2020. Accessed March 31, 2022. <https://www.atlantis-press.com/article/125938776>.
- Sumatriani. “Asean Corporate Governance Scorecard, Kinerja Keuangan, Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Terhadap Nilai Perusahaan.” Disertasi, Universitas Hasanuddin, 2017.
- Susanti, Neneng, Azhar Affandi, Aldrin Herwany, and Universitas Widyatama. “Implications of Ownership Structure on Firm Value with Financial Decision as Intervening Variable (State-Owned Enterprise Sector of Indonesia Stock Exchange).” *International Journal of Innovation* 9, no. 12 (2019): 17.
- Sutrisno. “Corporate Governance, Profitability, and Firm Value Study on the Indonesian Islamic Index.” *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam (Journal of Islamic Economics and Business)* 6, no. 2 (December 11, 2020): 292.
- Sutrisno, and Bagus Panuntun. “Profitablity and Liquidity on Corporate Value through Dividend Policy as Intervening Variabel: Empirical Study on Islamic Capital Market.” *Buletin Studi Ekonomi* 25, no. 2 (August 31,

- 2020): 249–264. Accessed January 15, 2022. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/bse/article/view/61908>.
- Sutrisno, Sutrisno. “Corporate Governance, Profitability, And Firm Value Study On The Indonesian Sharia Stock Index.” *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam (Journal of Islamic Economics and Business)* 6, no. 2 (December 11, 2020): 292–303. Accessed January 15, 2022. <https://e-journal.unair.ac.id/JEBIS/article/view/23231>.
- Syahri, Alfi, and Robiyanto. “The Effect Investment, Funding, and Dividend Policy Toward the Company Value.” *International Journal of Social Science and Business* 4, no. 3 (2020): 372–382. Accessed January 16, 2022. <https://ejournal.undiksha.ac.id/index.php/IJSSB/index>.
- Syahrial, Muhammad, Yuliansyah, and Sudrajat. “The Effect of Company Growth on Firm Value with Debt Policy as Moderation in Service Sector Industries.” *International Journal for Innovation Education and Research* 8, no. 8 (August 1, 2020): 445–453. Accessed March 26, 2022. <https://ijer.net/ijer/article/view/2538>.
- Tamrin, Muhammad, H Rahman Mus, and Aryati Arfah. “Effect of Profitability and Dividend Policy on Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Indonesian Manufacturing Sectors.” *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)* 19, no. 10. VIII (October 2017): 9. Accessed January 15, 2022. www.iosrjournals.org.
- Tandelilin, Eduardus. *Pasar Modal: Manajemen Portofolio & Investasi*. 1st ed. Yogyakarta: Kanisius, 2017.
- Thamrin, K.M. Husni, Sulastris, Mukhlis, Abdul Bashir, Hilda Tri Lestari, and Isnurhadi. “Financing Decision and Dividend Policy to Corporate Value.” In *Proceedings of the 5th Sriwijaya Economics, Accounting, and Business Conference (SEABC 2019)*. Palembang, Indonesia: Atlantis Press, 2020. Accessed March 16, 2022. <https://www.atlantispress.com/article/125940801>.
- Utama, Cynthia Afriani, Sidharta Utama, and Fitriany Amarullah. “Corporate Governance and Ownership Structure: Indonesia Evidence.” *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 17, no. 2 (April 3, 2017): 165–191. Accessed March 26, 2022. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/CG-12-2015-0171/full/html>.
- Van Horne, James C., and John Martin Wachowicz. *Fundamentals of Financial Management*. 13th ed. Harlow, England; New York: Financial Times/Prentice Hall, 2009.
- Vijayakumaran, Ratnam. “Impact of Managerial Ownership on Investment and Liquidity Constraints: Evidence from Chinese Listed Companies.” *Research in International Business and Finance* 55 (January 2021):

101321. Accessed March 9, 2022.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0275531920309284>.
- Villadsen, Bente, Michael J. Vilbert, Dan Harris, and A. Lawrence Kolbe. "Effects of Capital Structure on Cost of Capital." In *Risk and Return for Regulated Industries*, 137–164. Elsevier, 2017. Accessed January 29, 2022.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780128125878000071>.
- Vintila, Georgeta, and Stefan Cristian Gherghina. "An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Governance Ratings and Listed Companies' Performance." *International Journal of Business and Management* 7, no. 22 (October 22, 2012): p46. Accessed November 17, 2020. <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/view/19653>.
- Virag, Peter. "Control In Agile IS Development Projects: Looking Beyond Agency Theory." *Procedia Computer Science* 181 (2021): 3–14. Accessed March 7, 2022.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1877050921001265>.
- Vogel, Hans-Arthur. "Capital Structure, Capital Cost, and Capital Productivity." In *Foundations of Airport Economics and Finance*, 105–113. Elsevier, 2019. Accessed February 20, 2022.
<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B978012810528300007X>.
- Wang, Peixin, Jiaming Yu, and Jiawen Cui. "Empirical Research on the Impact of Dividend Policy to Enterprise Value in Chinese Real Estate Listed Companies." In *ICCREM 2013*, 815–825. Karlsruhe, Germany: American Society of Civil Engineers, 2013. Accessed March 16, 2022.
<http://ascelibrary.org/doi/10.1061/9780784413135.076>.
- Wareza, Monica. "Luar Biasa! Dari Rugi, Aneka Tambang Bisa Cetak Laba Rp 1,2 T." Situs Web Berita, September 28, 2021. Accessed February 21, 2022. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20210928090504-17-279649>.
- Weil, Roman L, Patricia C O'Brien, Michael M Maher, Clyde P Stickney, and Kathleen Fitzgerald. *Accounting: The Language of Business*. 11th ed. Glen Ridge, NJ.: Thomas Horton and Daughters, 2005.
- Wibowo, Agung. "How Does Company Performance, Systematic Risk and Capital Structure Affect The Corporate Value: Empirical Study on the Indonesian Capital Market." *International Journal of Economics and Management Studies* 8, no. 10 (October 2021): 45–50.
- Widyasari, Frederica. "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dan Risiko pada Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek indonesia." Disertasi, UGM, 2019.

- Wijaya, Bayu Irfandi, and I.B. Panji Sedana. "Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen dan Kesempatan Investasi sebagai Variabel Mediasi)." *E-Jurnal Manajemen Unud* 4, no. 12 (2015): 4477–4500.
- Wolfe, Joseph, and Antonio Sauaia. "The Tobin q as a Business Game Performance Indicator." *Simulation & Gaming* 36 (June 1, 2005): 238–249.
- Wulandari, Tri. "Analisis Pengaruh Political Connection dan Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan." *Diponegoro Journal of Accounting* 2, no. 1 (2013): 1–12. <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>.
- Yang, Jie. "Innovation Capability and Corporate Growth: An Empirical Investigation in China." *Journal of Engineering and Technology Management* 29, no. 1 (January 2012): 34–46. Accessed March 11, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0923474811000427>.
- Yermack, David. "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors." *Journal of Financial Economics* 40, no. 2 (February 1996): 185–211. Accessed March 12, 2022. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0304405X95008445>.
- Yuniningsih. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. 1st ed. Sidoarjo: Indomedia Pustaka, 2018.
- Yunus, Rahmad Setiawan. "Pengaruh Leverage dan Profitabilitas terhadap Keputusan Investasi." *Humanities, Management and Science Proceedings* 1, no. 2 (2021): 17.
- Yusheng, Kong, Samuel Asubonteng, and Alex Antei-Adje. "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from Ghana." *European Journal of Business and Management Research* 4, no. 6 (December 6, 2019). Accessed March 11, 2022. <https://ejbmr.org/index.php/ejbmr/article/view/140>.
- Zhang, Hong, Shuai Gao, Michael J. Seiler, and Chen Jiawei. "Ownership Structure, Diversification, and Corporate Performance Based on Structural Equation Modeling." *Journal of Real Estate Portfolio Management* 22, no. 1 (January 1, 2016): 63–73. Accessed March 10, 2022. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/10835547.2016.12089980>.
- Zhu, Feifei. "Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study: Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study." *International Review of Finance* 14, no. 3 (September 2014): 393–429. Accessed March 12, 2022. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/irfi.12034>.

- Zitouni, Teber. "Index Approach of Corporate Governance." *Global Journal of Management and Business* 16, no. 2 (2016). Accessed March 31, 2022. <https://journalofbusiness.org/index.php/GJMBR/article/view/1949>.
- Zollo, Maurizio, and Edward Freeman. "Re-Thinking the Firm in a Post-Crisis World." *European Management Review* 7, no. 4 (December 2010): 191–194. Accessed March 11, 2022. <http://doi.wiley.com/10.1057/emr.2010.20>.
- Zuckweiler, Kathryn M., Kirsten M. Rosacker, and Suzanne K. Hayes. "Business Students' Perceptions of Corporate Governance Best Practices." *Corporate Governance* 16, no. 2 (April 4, 2016): 361–376. Accessed March 11, 2022. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/CG-08-2015-0117/full/html>.
- Zulkifly Ramly. "Impact of Corporate Governance Quality on the Cost of Equity Capital in an Emerging Market: Evidence from Malaysian Listed Firms." *African Journal of Business Management* 6, no. 4 (February 1, 2012). Accessed March 12, 2022. <http://www.academicjournals.org/AJBM/abstracts/abstracts/abstracts2012/1Feb/Ramly.htm>.
- "Data Produk Daftar Efek Syariah." *Pengantar Daftar Efek Syariah*. Accessed March 17, 2022. <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/daftar-efek-syariah/Default.aspx>.
- "Dividend Yield - Pengertian, Contoh, dan Cara Menghitungnya - Cermati.com." Accessed June 26, 2022. <https://www.cermati.com/artikel/dividend-yield-pengertian-contoh-dan-cara-menghitungnya>.
- "Indeks Saham Syariah," October 3, 2020. Accessed March 17, 2022. <https://syariahsaham.id/indeks-saham-syariah/>.
- "Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)." *Indeks Saham Syariah*. Accessed March 17, 2022. <https://www.idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/>.
- "Memaknai Ukuran, Beta, dan Portofolio Bagus." *investor.id*. Last modified November 19, 2020. Accessed June 26, 2022. <https://investor.id/opinion/228638/memaknai-ukuran-beta-dan-portofolio-bagus>.
- Roadmap Pasar Modal Syariah 2020 - 2024*. Jakarta: Direktorat Pasar Modal Syariah OJK, 2020. Accessed February 13, 2022. www.ojk.go.id.
- "Saham Syariah." *Produk Syariah*. Accessed March 17, 2022. <https://www.idx.co.id/idx-syariah/produk-syariah/>.
- "Surah Al-Baqarah - سُورَةُ الْبَقَرَةِ | Qur'an Kemenag." Accessed June 28, 2022. <https://quran.kemenag.go.id/surah/2/261>.