

EFEK PEMODERASI KURS RUPIAH DALAM MODEL STRUKTURAL PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DI BEI

Iskandar Zulkarnain

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Bengkulu
zulkarnainiskandar121@yahoo.com

Abstract: *The objective of this research is to determine the effect of foreign exchange rate (IDR) as moderator variable in the influence of capital structure and dividend policy on Stock Prices of companies at IDX. In this research samples are 45 companies as the main mover of Indonesia Stock Indices. This research uses Panel Data Analysis (PDA) to test the hypotheses. The results show that: (1) capital structure (debt equity ratio) and dividend payout ratio have a significance influence on the stock price and the stock market, (2) exchange rate (US\$/IDR) has negative moderating effect on both capital structure and dividend payout ratio. In conclusion, this research support the theory of capital structure and dividend relevance, even in bear market in Indonesia. The decreasing IDR against US \$ causes the influence of capital structure and dividend policy on both the composite stock index and the stock prices.*

Key words: *debt equity ratio, dividend payout ratio, exchange rate, Panel Data Analysis.*

PENDAHULUAN

Salah satu kontribusi pengembangan ilmu manajemen keuangan terbaru adalah isu tentang optimalisasi struktur modal melalui pengaturan struktur hutang (Martellini & Canio, 2017). Isu tersebut merupakan upaya berkesinambungan dalam pengembangan ilmu manajemen keuangan perusahaan berdasarkan *grand theory* permulaan yang dikemukakan oleh Modigliani & Miller (2016, 1961). Isu tentang relevansi struktur modal maupun kebijakan dividen dalam keputusan strategik korporasi yang harus memaksimalkan nilai perusahaan yang direfleksikan oleh harga saham.

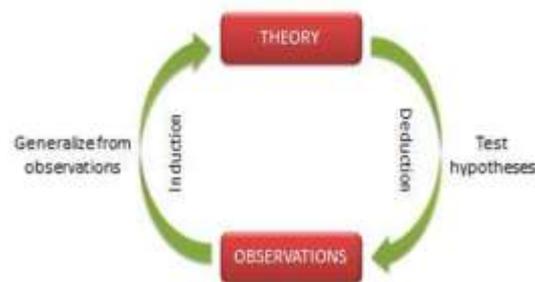
Isu tersebut mengedepankan pengaturan struktur hutang dalam *leverage* yang ditargetkan oleh perusahaan. Masing-masing komponen hutang dapat diatur durasi, besaran dan beban bunganya, sehingga terjadi komposisi yang paling minimal dalam hal beban hutang yang ditanggung oleh perusahaan. Masalahnya apakah isu tentang optimalisasi struktur modal dan kebijakan dividen masih tetap relevan dalam kondisi *bearish market* yang disebabkan oleh pelemahan nilai tukar rupiah terhadap Amerika (Takeyama, 2018, Ranajee, *et al.*, 2017, Abeywardhana, 2017).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji konsistensi teori optimalisasi struktur modal dan kebijakan dividen dalam fenomena keterpurukan kurs rupiah terhadap dolar Amerika. Sangat diperlukan untuk memastikan apakah teori struktur modal optimal dan kebijakan dividen tetap relevan dalam kondisi *bearish market* yang disebabkan oleh kurs rupiah terhadap dolar Amerika (Girgin & Nguyen, 2018, Knoll, 2017, San-Jose, *et al.*, 2013, Richards, *et al.*, 2009, Myers, 2001). Penelitian ini fokus pada saham-saham penggerak utama indeks harga saham gabungan (Bostan, *et al.*, 2018, Kremens & Martin, 2018, Megaravalli & Sampagnaro, 2018, Bag, *et al.*, Kvamvold & Lindset, 2018, 2017, Tornqvist, *et al.*, 1985).

METODE PENELITIAN

Rancangan penelitian ini menempatkan efek pemoderasian variabel makro ekonomi, yaitu nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat kedalam model pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu yang dianggap tepat, yaitu periode 2007-2018. Periode ini memperlihatkan perkembangan pasar modal nasional yang sangat pesat yang diperlihatkan oleh Indeks Saham Gabungan (ISG) yang semakin membentuk tren meningkat, tetapi terkoreksi cukup dalam seiring dengan kurs rupiah yang anjlok menjelang akhir tahun 2018. Penelitian ini untuk menguji teori struktur modal dan kebijakan dividen yang diproposisikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan sejak adanya publikasi ilmiah oleh Modigliani & Miller (1958, 1961, 1973) tentang relevansi teori struktur modal dan kebijakan dividen dalam upaya memaksimalkan nilai perusahaan dalam kontekstual pasar modal Indonesia. Teori-teori struktur modal dan kebijakan dividen yang berkembang melalui pengujian-pengujian empiris selanjutnya dijadikan dasar pengembangan hipotesis yang bisa diuji secara kuantitatif, menggunakan statistik inferensial dengan memasukkan variabel makro ekonomi nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat sebagai pemoderasi.

Pengujian hipotesis dilakukan dengan pendekatan deduksi melalui observasi data empiris yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia dan *Daewooo Mirae Securities*. Hasil pengujian hipotesis digunakan untuk menganalisis data yang bisa digeneralisasikan menjadi proposisi tentang adanya dampak nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat, dalam model struktural pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (ISG). Proses penelitian ini mengikuti paradigma sebagai berikut:



Gambar 1. Paradigma penelitian
Sumber: Bhattacharjee (2013: 13).

Subyek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu perkembangan pasar modal Indonesia terakhir, yaitu periode 2006-2018. Periode tersebut dipilih berdasarkan faktual bahwa harga-harga saham emiten mengalami kenaikan signifikan mulai dari tahun 2006 sampai dengan tahun 2014, kemudian stagnasi pada tahun 2014, 2015, dan 2016. Pada tahun 2017 sempat mengalami penguatan, tetapi pada tahun 2018 terjadi apresiasi dolar Amerika Serikat terhadap mata uang rupiah yang menyebabkan indeks harga saham gabungan mengalami penggerusan cukup signifikan.

Sample frame dalam penelitian ini adalah 555 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pemilihan sampel dilakukan secara purposive sampling, yaitu memilih perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria-kriteria yang ditetapkan oleh peneliti berdasarkan keperluan pengembangan teori keuangan perusahaan. Dalam penelitian ini dipilih saham-saham yang menjadi penggerak utama indeks saham gabungan (ISG) di Bursa Efek Indonesia. Penggerak utama ISG adalah saham-saham

yang memenuhi kriteria-kriteria sebagai berikut: 1) termasuk dalam 20 saham yang mempunyai kapitalisasi terbesar berdasarkan data *IDX Fact Book*, 2) termasuk dalam kategori *blue chips* berdasarkan publikasi IDX (PT Bursa Efek Indonesia), 3) termasuk kategori saham-saham yang membagikan dividen tinggi yang dipublikasikan oleh Tabloid Kontan, Tagar Saham OK, Harian Kompas, Detik Finance, dan 4) termasuk kategori saham-saham lapis satu (saham papan teratas berharga mahal). Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut, maka dipilih dua puluh saham penggerak utama ISG sebagai berikut: 1) BBCA, 2) BBRI, 3) BDMN, 4) TINS, 5) TLKM, 6) PTBA, 7) UNVR, 8) UNTR, 9) ITMG, 10) HMSP, 11) GGRM, 12) ANTM, 13) ISAT, 14) INCO, 15) INTP, 16) SMAR, 17) TCID, 18) PGAS, 19) AALI, 20) ASII.

Pengumpulan data dilakukan dengan cara memeriksa dokumen-dokumen *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), publikasi *IDX co.id.*, dan *IDX Fact Book*. Kelengkapan data diperoleh dari program *Home Online Trading System* (HOTS) versi 3.0 yang dipublikasikan oleh perusahaan sekuritas terbesar di Indonesia, yaitu *Daewoo Securities* yang sekarang berkembang menjadi *MIRAE Securities Indonesia*. Data dipilih sesuai dengan kebutuhan penelitian, yaitu data tentang struktur modal (*debt equity Ratio*, *debt asset ratio*, *dividend per share*, *dividend payout ratio*, kurs rupiah-dolar Amerika Serikat, dan harga-harga saham perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian.

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Panel Data Analysis* (PDA), yaitu analisis regresi yang bisa mengakomodir adanya perbedaan karakteristik masing-masing perusahaan yang dipilih sebagai obyek penelitian, dalam hal ini perusahaan-perusahaan sampel dari Bursa Efek Indonesia. Perusahaan-perusahaan sampel yang terpilih adalah yang memenuhi kriteria-kriteria tertentu, sehingga merupakan penggerak utama fluktuasi Indeks Saham Gabungan (ISG) di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Panel Data Analysis* (PDA) dirancang untuk menangkap adanya heterogenitas populasi, dalam hal ini adanya perbedaan karakteristik masing-masing perusahaan sampel yang sahamnya diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (Baltagi, 2008).

Persamaan regresi pertama digunakan untuk menjelaskan pengaruh fluktuasi harga saham-saham penggerak utama terhadap ISG, dengan persamaan sebagai berikut:

$$ISG = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DAR + \beta_3 DPS + \beta_4 DPR + e; \dots (1);$$

dimana ISG adalah indeks saham gabungan, DER adalah rasio hutang-ekuitas, DAR adalah rasio hutang-aset, DPS adalah dividen per lembar saham, DPR adalah rasio dividen-laba bersih, dan *e* adalah *error term* (kesalahan). Koefisien β_0 adalah konstanta, β_1 adalah parameter rasio hutang-ekuitas, β_2 adalah parameter rasio hutang-aset, β_3 adalah parameter dividen per lembar saham, β_4 adalah parameter rasio dividen-laba bersih.

Persamaan regresi ke dua digunakan untuk menentukan pengaruh simultan variabel teori struktur modal dan kebijakan dividen yang sudah dimodifikasi terhadap harga saham-saham penggerak utama ISG, dengan persamaan sebagai berikut:

$$HSM = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_4 DPR + e; \dots (2)$$

Persamaan regresi ke tiga digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan terhadap ISG dengan persamaan sebagai berikut:

$$ISG = \beta_0 + \beta_1 HSM + e; \dots (3)$$

Persamaan regresi ke tiga digunakan untuk menentukan apakah hipotesis harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan merupakan proksi dari pergerakan indeks saham gabungan (ISG) itu sendiri.

Selanjutnya perlu diuji apakah harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM) dipengaruhi secara signifikan oleh variabel rasio hutang-ekuitas (DER), rasio dividen-laba bersih (DPR) dan kurs rupiah-dolar Amerika (KRP). Untuk menentukan pengaruh ketiga variabel tersebut digunakan persamaan regresi (4) sebagai berikut:

$$HSM = \beta_0 + \beta_1DER + \beta_2DPR + \beta_3KRP + e; \dots (4)$$

Selanjutnya jika dilakukan regresi (5) untuk menentukan apakah variabel rasio hutang-ekuitas (DER) dan rasio dividen-laba bersih (DPR) berpengaruh signifikan terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM). Persamaan regresi (5) adalah sebagai berikut:

$$HSM = \beta_0 + \beta_1DER + \beta_2DPR + e; \dots (5)$$

Untuk memastikan apakah rasio dividen-laba bersih berpengaruh signifikan terhadap harga saham-saham penggerak utama ISG, dilakukan pengujian regresi (6) sebagai berikut:

$$HSM = \beta_0 + \beta_1DPR + e; \dots (6)$$

Selanjutnya dilakukan regresi untuk uji efek moderasi kurs rupiah terhadap dolar Amerika (MO_1) pada model pengaruh rasio hutang terhadap ekuitas (DER) terhadap harga saham (SHM), dengan persamaan regresi (7) berikut:

$$HSM = \beta_0 + \beta_1DER + \beta_2(MO_1) + e; \dots (7)$$

Selanjutnya dilakukan regresi (8) untuk menentukan pengaruh dividen terhadap laba bersih (DPR) dan kurs rupiah terhadap dolar Amerika (KRP) terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM). Persamaan regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$HSM = \beta_0 + \beta_1DPR + \beta_2KRP + e; \dots (8)$$

Selanjutnya, dilakukan regresi (9) untuk menguji efek pemoderasi kurs rupiah terhadap dolar Amerika (MO_2) pada model pengaruh rasio dividen terhadap-laba bersih (DPR) terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan. Persamaan regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$HSM = \beta_0 + \beta_1DPR + \beta_2MO_2 + e; \dots (9)$$

Masing-masing persamaan regresi (1), (2), (3), (4), (5), (6), (7), (8), (9) menggunakan notasi HSM sebagai variabel dependen. HSM adalah harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (ISG). *Debt equity ratio* (DER) adalah rasio antara hutang-ekuitas masing-masing perusahaan sampel. *Dividend payout ratio* (DPR) adalah rasio antara dividen-laba bersih. Kurs adalah nilai tukar rupiah-dolar Amerika Serikat. Variabel pemoderasi MO_2 adalah perkalian antara nilai variabel *dividend payout ratio* (DPR) dan kurs rupiah-dolar Amerika (KRP).

Pengujian variabel pemoderasian tidak mensyaratkan adanya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, dalam hal ini tidak diharuskan adanya pengaruh variabel-variabel teori struktur modal (*debt equity ratio*, DER) maupun pengaruh variabel teori kebijakan dividen (*dividend payout ratio*, DPR) terhadap harga saham-saham penggerak utama ISG di Bursa Efek Indonesia (BEI). Variabel pemoderasi (kurs rupiah-dolar Amerika, KRP) bisa memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah: *debt equity ratio* (DER) dan *dividend payout ratio* (DPR). Variabel

dependen adalah harga saham-saham penggerak utama ISG diberi notasi HSM. Dalam penelitian ini harga saham-saham penggerak utama ISG merefleksikan fluktuasi Indeks saham gabungan (ISG) di Bursa Efek Indonesia (BEI). Perubahan HSM merefleksikan perilaku investor yang dihipotesiskan sebagai efek pemoderasian kurs rupiah-dolar Amerika.

Pengujian hipotesis dilakukan dengan pendekatan deduksi melalui observasi data empiris yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia dan *Daewoo Mirae Securities*. Hasil pengujian hipotesis digunakan untuk menganalisis data yang bisa digeneralisasikan menjadi proposisi tentang adanya dampak variabel makro ekonomi berupa kurs rupiah-dolar Amerika dalam model struktural pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan. Diasumsikan bahwa keuangan perusahaan dalam konteks perilaku investor berkembang berdasarkan perilaku investasi yang diduga dipengaruhi oleh kondisi psikologis investor.

Subyek penelitian ini adalah saham-saham perusahaan yang menjadi penggerak utama indeks saham gabungan di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu perkembangan pasar modal Indonesia, yaitu periode 2006-2018. Periode tersebut dipilih berdasarkan faktual bahwa harga-harga saham emiten mengalami kenaikan signifikan mulai dari tahun 2006 sampai dengan tahun 2014, kemudian stagnasi pada tahun 2014, 2015, dan 2016. Pada tahun 2017 sempat mengalami penguatan, tetapi pada tahun 2018 terjadi apresiasi dolar Amerika Serikat terhadap mata uang rupiah yang menyebabkan indeks harga saham gabungan mengalami penggerusan cukup signifikan.

HASIL

Analisis data dimulai dengan melakukan pengujian pengaruh simultan maupun parsial variabel-variabel harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM), rasio hutang-ekuitas (DER), rasio hutang-aset (DAR), dividen per lembar saham (DPS), dan rasio dividen-laba bersih (DPR). Persamaan regresi yang digunakan adalah persamaan regresi (1) sebagai berikut:

$$ISG = \beta_0 + \beta_1 HSM + \beta_2 DER + \beta_3 DAR + \beta_4 DPS + \beta_5 DPR + e; \dots (1)$$

Hasil regresi (1) adalah sebagai berikut:

$$ISG = 3578.061 + 0.018795HSM - 713.1809DER + 709.2289DAR + 0.024195DPS + 1780.768DPR$$

(t= 4.025055)* (t=- -9.086151)*
(t= -0.380454) (t= 0.409622) (t= 3.780611)*

F-statistic = 5.731783, *p-Value* = 0.000000 < 0.05 (signifikan), *t** signifikan.

Hasil regresi (1) ini menjelaskan bahwa struktur modal *fit-test* hanya diproksi oleh rasio hutang-ekuitas (*debt equity ratio*, DER), bukan rasio hutang-aset (*debt asset ratio*). Pembayaran dividen per lembar saham (*dividend per share*) tidak berpengaruh terhadap indeks harga saham gabungan (ISG), oleh sebab itu hanya diproksi oleh rasio pembayaran dividen-laba bersih (*dividend payout ratio*, DPR). Persamaan regresi (1) tersebut dapat digunakan untuk menjelaskan pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap indeks saham gabungan (ISG) karena koefisien *F-statistic* signifikan. Oleh sebab itu regresi harus dimodifikasi menjadi persamaan regresi (2) sebagai berikut:

$$HSM = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_4 DPR + e; \dots (2)$$

Hasil regresi (2):

$$\text{HSM} = 11599.43 - 800.6563\text{DER} + 6520.173\text{DPR}$$

(t=-5.096584)* (t=2.327605)*

F -statistic = 1.627977, p -Value = 0.0000 < 0.05 (signifikan), t^* signifikan.

Hasil regresi (2) menjelaskan bahwa harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (ISG) dipengaruhi oleh rasio hutang-ekuitas (DER) dan rasio dividen-laba bersih (DPR). Hasil regresi (2) mengindikasikan struktur modal (*debt equity ratio*) dan kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM) di Bursa Efek Indonesia (BEI). Rasio hutang-ekuitas berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham, sedangkan rasio pembayaran dividen-laba bersih berpengaruh positif signifikan terhadap indeks harga saham. Hasil regresi (2) konsisten dengan teori struktur modal dan kebijakan dividen relevan.

Selanjutnya harus diuji apakah harga saham-saham penggerak utama indeks gabungan (HSM) berpengaruh signifikan terhadap indeks saham gabungan (ISG) dengan menggunakan persamaan regresi (3) sebagai berikut:

$$\text{ISG} = \beta_0 + \beta_1\text{HSM} + e; \dots (3)$$

dimana HSM adalah harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (ISG), β_0 adalah konstanta, β_1 adalah parameter harga saham-saham penggerak utama ISG, dan e adalah *error term*. Hasil regresi (3) adalah sebagai berikut:

$$\text{ISG} = 3738.766 + 0.011990\text{HSM}$$

(t=2.250569)*

F -statistic = 5.065060, p -Value = 0.025327 < 0.05 (signifikan), t^* signifikan.

Hasil regresi (3) menjelaskan bahwa harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan berpengaruh signifikan positif terhadap indeks saham gabungan (ISG). Hasil regresi (3) mengindikasikan bahwa pergerakan indeks saham gabungan (ISG) tergantung kepada pergerakan harga saham-saham penggerak utamanya. Oleh sebab itu variabel harga saham-saham penggerak utama indeks gabungan (HSM) dapat dijadikan proksi variabel indeks saham gabungan (ISG) dalam penelitian ini.

Selanjutnya dilakukan pengujian untuk memastikan apakah harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM) dipengaruhi secara signifikan oleh variabel-variabel rasio hutang-ekuitas (DER), rasio dividen-laba bersih (DPR) dan kurs rupiah-dolar Amerika (KRP). Untuk menentukan pengaruh ketiga variabel tersebut digunakan persamaan regresi (4) sebagai berikut:

$$\text{HSM} = \beta_0 + \beta_1\text{DER} + \beta_2\text{DPR} + \beta_3\text{KRP} + e; \dots (4)$$

dimana KRP adalah variabel kurs rupiah-dolar Amerika dan β_3 adalah parameter kurs rupiah-dolar Amerika. Hasil regresi (4) adalah sebagai berikut:

$$\text{HSM} = 3557.801 - 137.2669\text{DER} + 2350.640\text{DPR} + 0.202671\text{KRP}$$

(t= -5.149182)* (t= 1.166932) (t= 0.977466).

F -statistic = 11.06192, p -Value = 0.000001 < 0.05 (signifikan), t -DER* signifikan, t -DPR tidak signifikan, t -KRP tidak signifikan.

Hasil regresi (4) menjelaskan bahwa rasio hutang-ekuitas (DER), rasio dividen-laba bersih (DPR) dan kurs rupiah-dolar Amerika (KRP) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM). Rasio hutang terhadap ekuitas berpengaruh negatif, sedangkan rasio dividen-laba bersih (DPR) maupun kurs rupiah-dolar Amerika (KRP) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham-saham penggerak utama ISG.

Selanjutnya dilakukan regresi (5) untuk menentukan apakah variabel rasio hutang-ekuitas (DER) dan rasio dividen-laba bersih (DPR) berpengaruh signifikan terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM), dengan persamaan sebagai berikut:

$$HSM = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2 DPR + e; \dots (5)$$

Hasil regresi (5) adalah sebagai berikut:

$$HSM = 11930.78 - 705.2565DER + 3170.120DPR$$

(t= -5.515568)* (t= 1.523029)

$$F\text{-statistic} = 16.49071, p\text{-Value} = 0.000000 < 0.05 \text{ signifikan,}$$

t-DER*signifikan, t-DPR tidak signifikan.

Hasil regresi (5) mengindikasikan bahwa ada multikolinearitas antara variabel rasio hutang-ekuitas (DER) dan rasio dividen-laba bersih (DPR). Untuk kepastian bahwa rasio dividen-laba bersih berpengaruh signifikan terhadap harga saham-saham penggerak utama ISG, dilakukan pengujian regresi (6) sebagai berikut:

$$HSM = \beta_0 + \beta_1 DPR + e; \dots (6)$$

Hasil regresi (6) adalah sebagai berikut:

$$HSM = 7255.994 + 10475.41DPR$$

(t= 5.760968)*

$$F\text{-statistic} = 10.48981, p\text{-Value} = 0.001371 < 0.05 \text{ (signifikan), } t^* \text{ signifikan.}$$

Hasil regresi (6) menjelaskan bahwa variabel rasio dividen-laba bersih berpengaruh signifikan positif terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM).

Selanjutnya dilakukan regresi untuk uji efek moderasi kurs rupiah terhadap dolar Amerika (MO_1) pada model pengaruh rasio hutang-ekuitas (DER) terhadap harga saham (SHM), dengan persamaan regresi (7) sebagai berikut:

$$HSM = \beta_0 + \beta_1 DER + \beta_2(MO_1) + e; \dots (7)$$

Hasil regresi (7) adalah sebagai berikut:

$$HSM = -187192.8 - 564.6160DER + 25.23427MO_1$$

(t= -2.956494)* (t= 51.33695)*

$$F\text{-statistic} = 4.638043, p\text{-Value} = 0.000000 < 0.05 \text{ (signifikan), } t^* \text{ signifikan.}$$

Hasil regresi (7) menjelaskan bahwa setelah dimasukkan variabel pemoderasi (MO_1), yaitu perkalian antara rasio hutang dengan kurs rupiah-dolar Amerika ($DER \cdot KRP$), maka dapat diketahui bahwa koefisien parameter DER mengalami penurunan, disamping itu *t-statistic* MO_1 signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa variabel pemoderasi MO_1 memoderasi negatif model pengaruh rasio hutang-ekuitas DER terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM). Hasil ini menjelaskan bahwa pengaruh rasio hutang-ekuitas (DER) terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM) menjadi berkurang oleh adanya efek pemoderasian MO_1 . Dengan demikian kurs rupiah- dolar Amerika (KRP) mengurangi secara signifikan pengaruh rasio hutang-ekuitas (DER) terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Selanjutnya dilakukan regresi (8) untuk menentukan pengaruh rasio dividen-laba bersih (DPR) dan kurs rupiah-dolar Amerika (KRP) terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM). Persamaan regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$HSM = \beta_0 + \beta_1DPR + \beta_2KRP + e; \dots (8)$$

Hasil regresi (8) adalah sebagai berikut:

$$HSM = -169318.3 + 6054.826DPR + 15.81222KRP$$

$$(t= 3.769933)^* \quad (t= 20.77735)^*$$

F-statistic = 5.110601, *p-Value* = 0.000000 < 0.05 (signifikan), *t**signifikan.

Hasil regresi (8) menunjukkan bahwa rasio dividen-laba bersih (DPR) dan kurs rupiah-dolar Amerika (KRP) berpengaruh signifikan positif terhadap harga-harga saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM).

Selanjutnya, dilakukan regresi untuk menguji efek pemoderasian kurs rupiah-dolar Amerika (MO_2) pada model pengaruh rasio dividen-laba bersih (DPR) terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan. Persamaan regresi (6) yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$HSM = \beta_0 + \beta_1DPR + \beta_2MO_2 + e; \dots (9)$$

Hasil regresi (9) adalah sebagai berikut:

$$HSM = -169318.3 + 6054.826DPR + 47.91581MO_2$$

$$(t= 3.769933)^* \quad (t= 20.77735)^*$$

F-statistic = 5.110601, *p-Value* = 0.000000 < 0.05 (signifikan), *t*-DPR* signifikan, *t*- MO_2 signifikan.

Hasil regresi (9) menunjukkan bahwa setelah dimasukkan variabel pemoderasi MO_2 yang merupakan perkalian antara variabel rasio dividen-laba bersih (DPR) dan variabel kurs rupiah-Amerika (KRP), maka terjadi penurunan nilai koefisien parameter DPR. Disamping itu juga koefisien *t-statistic* parameter variabel pemoderasi MO_2 signifikan. Hasil regresi (9) tersebut mengindikasikan bahwa kurs rupiah-dolar Amerika mempunyai efek pemoderasian negatif pada pengaruh rasio dividen-laba bersih terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM). Hasil ini menjelaskan bahwa pelemahan kurs rupiah-dolar Amerika (KRP) membawa dampak berkurangnya pengaruh rasio dividen-laba bersih (DPR) terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan (HSM). Berdasarkan hasil tersebut dapat dipastikan bahwa pelemahan kurs rupiah-ddolar Amerika mengurangi secara signifikan pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap indeks saham gabungan (ISG).

PEMBAHASAN

Setelah dilakukan berbagai analisis regresi data panel dengan fasilitas *Eviews 9* penelitian ini berhasil mendapatkan kejelasan bahwa teori struktur modal dan kebijakan dividen tetap relevan dalam kondisi *bearish market* di Indonesia. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa variabel kurs rupiah-dolar Amerika memoderasi secara negatif pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap indeks saham gabungan di Bursa Efek Indonesia. Apabila kurs rupiah-dolar Amerika melemah, maka dapat dipastikan bahwa pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap indeks saham gabungan menjadi berkurang. Sebaliknya jika terjadi penguatan kurs rupiah-dolar Amerika, pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap indeks saham gabungan akan semakin bertambah.

Temuan adanya efek pemoderasian negatif kurs rupiah-dolar Amerika dalam penelitian ini, juga terjadi di Australia (Richards, John, and John, 2009). Temuan riset empiris serupa juga terjadi di bursa negara-negara Asia (Megaravalli & Sampagnaro,

2018). Pengujian Kremens and Martin (2018) memperkuat temuan empiris bahwa kurs rupiah-dolar Amerika memoderasi negatif pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen di Indonesia. Penelitian ini mempreposisi bahwa jika kurs rupiah-dolar Amerika mengalami pelemahan yang sangat dalam, misalnya terjadi sampai 800% dalam tahun 2007/2008, maka teori struktur modal dan kebijakan dividen menjadi tidak relevan di Indonesia (Alshehhi, Nobanee, and Khare, 2018; Abeywardhana, 2017).

Dominasi efek pemoderasian kurs rupiah-dolar Amerika menunjukkan bahwa mata uang rupiah sangat kecil nilai intrinsiknya relatif terhadap nilai intrinsik mata uang dolar Amerika. Data faktual menunjukkan bahwa cadangan emas nasional Amerika kurang dari 0,8% mata uang dolar yang dicetak oleh bank sentral (*The Fed*). Cadangan emas Indonesia hanya 6,3% dari rupiah yang dicetak oleh Bank Indonesia. Perbedaan cadangan emas relatif terhadap mata uang (*currency*) masing-masing antara negara maju (Amerika Serikat) dan negara berkembang (Indonesia) merupakan anomali teori nilai tukar mata uang internasional yang didasarkan pada cadangan emas sebagai dasar penetapan jumlah uang yang beredar (Brito, Magud, and Sosa, 2018; Bostan, Toderascu and Firtescu, 2018; Hsien, Ling, and Hui, 2017; Bagh, Liaqat and Azad, 2017).

Efek negatif pemoderasian kurs rupiah-dolar Amerika mengindikasikan fundamental ekonomi Indonesia dalam konteks perekonomian global relatif masih "lemah". Kondisi ini antara lain terjadi karena defisit neraca pembayaran devisa (dolar Amerika). Temuan ini mengindikasikan bahwa pelaku bisnis besar yang terlibat impor-ekspor kurang percaya kepada mata uang rupiah. Pebisnis global lebih percaya kepada stabilitas mata uang dolar Amerika, diindikasikan oleh keterangan ahli ekonomi (Ramli, 2018) yang menyatakan bahwa ekonomi Indonesia mendekati krisis.

SIMPULAN

Setelah dilakukan pengujian-pengujian hipotesis dan pembahasan hasil penelitian, maka dapat disimpulkan adanya temuan-temuan sebagai berikut:

- (1) Secara parsial variabel struktur modal dan kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Struktur modal berpengaruh negatif signifikan, kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham maupun terhadap indeks saham gabungan di Bursa Efek Indonesia.
- (2) Secara simultan kedua variabel tersebut juga berpengaruh signifikan terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan maupun terhadap pergerakan indeks saham gabungan di Bursa Efek Indonesia.
- (3) Variabel kurs rupiah-dolar Amerika teruji sebagai pemoderasi negatif dalam model pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen pada indeks saham gabungan yang diproksi oleh harga saham-saham penggerak utamanya.
- (4) Teruji sebagai pemoderasi negatif, kurs rupiah-dolar Amerika mengurangi pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap harga saham-saham penggerak utama indeks saham gabungan maupun terhadap indeks saham gabungan di Bursa Efek Indonesia.
- (5) Hasil penelitian ini memperkuat teori struktur modal dan kebijakan dividen yang relevan sebagai determinan harga saham maupun indeks saham gabungan.

SARAN

Kesimpulan hasil penelitian mengindikasikan adanya kecenderungan bahwa teori struktur modal dan kebijakan dividen tidak berlaku pada kondisi kurs rupiah-dolar Amerika sudah mencapai 800% sebagaimana pernah terjadi pada tahun 1998 dan akhir 2008. Oleh sebab itu pemerintah harus bisa menahan pelemahan nilai tukar rupiah-dolar Amerika, dan jika memungkinkan berupaya untuk memperkuat kurs rupiah dolar Amerika ke level ekuilibrium yang baru.

DAFTAR PUSTAKA

- Abeywardhana, D.K.Y. (2017). Capital Structure Theory: An Overview. *Accounting and Finance Research*, 6 (1).
- Alshehhi, A., Nobanee, H. and Khare, N. (2018). The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential. *Journal of Sustainability*, 10 (2), 494.
- Bagh, T., Liaqat, I., and Azad, t. (2017). The Impact of Foreign Exchange Rate Volatility On Stock Index: Evidence from Pakistan Stock Exchange (PSX). *Research Gate, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 7(3), 70-86.
- Bhattacharjee, A. (2012). *Social Science Research: Principles, Methods, and Practices*. Tampa: University of South Florida Scholar Commons.
- Bostan, I., Toderescu, C. and Firtescu, B.N. (2018). Exchange Rate Effects on International Commercial Trade Competitiveness. *Journal of Risk Financial Management*, 11(2).
- Brito, S., Magud, N.E. and Sosa, S. (2018). Real Exchange Rates, Economic Complexity, and Investment. *International Monetary Fund Working Papers*, 18, 107.
- Girgin, S.C., Karlis, T. and Nguyen, H.O. (2018). A Critical Review of the Literature on Firm-Level Theories on Ship Investment. *International Journal of Financial Studies*, 6 (11).
- Hsien, L.Y., Ling, H.Y. and Hui, C.T. (2017). Does Hot Money Impact Stock and Exchange Rate Markets On China ?. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 13 (2), 95-108.
- Kannadhasan, M., Thakur, V.P.S., Gupta, C.P. and Charan, P. (2018). Existing Capital Structure Theories using Error Correction Models: Evidence from China, India and South Africa. *Research Gates, Cogent Economics & Finance*, 6.
- Kremens, L. and Martin, I. (2018). The Quanto Theory of Exchange Rates. *London School of Economics Papers, Grant 639744*.
- Kvamvold, J. and Lindset, S. (2018). Do Dividend Flows Affect Stock Return ?. *The Journal of Financial Research*, 41(1).
- Mahfudin, E. and Nugraha (2018). Analysis of the Economy Fundamental in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Pure and Applied Mathematics*, 118 (20), 747-756.
- Masry, M., Sakr, A. and Amer, M. (2018). Factors Affecting Dividend Policy In An Emerging Capital Markets (ECM's) Country: Theoretical and Empirical Study. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 6(4), 139-152.

- Megaravalli, A.V. and Sampagnaro, G. (2018). Macroeconomic Indicators and Their Impact on Stock Markets in ASIAN: A pooled mean group approach. *Financial Economic Research Article*, 6.
- Modigliani & Miller (2016). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journals University of Chicago Education, The University of Chicago Press*.
- M'ng, J.C.P., Rahman, M. and Sannacy, S. (2017). The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics & Finance*, 5.
- Ramli, R. (2018). *Ekonomi Indonesia Mendekati Krisis*. Sindonews.com/Rabu/3 Oktober.
- Ranjee, R., Pathak, R. and Saxena, A. (2017). To pay or not to pay: What matters the most for dividend payments?. *International Journal of Managerial Finance*, 14(2).
- Richards, N.D., John, S. and John, E. (2009). The Interaction between Exchange Rates and Stock Prices: An Australian Context. *International Journal of Economics and Finance*, 1(1).
- San-Jose, L., Retolaza, J.L., Urionabarrenetxea, Ruiz-Roqueñi, M., and Azkunaga, J.A. (2013). *International Research Journal of Finance and Economics*, 103.
- Stewart C. Myers, S.C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2).
- Takayama, Y. (2018). Recent Developments of the Indonesian Economy. *Institute for International Monetary Affairs*, 8(9).
- Tanushev, C. (2016). Theoretical Models of Dividend Policy. *Research Gate, "Scientific research at the University of National and World Economy" Fund under contract № НИД НИ 1-15*.
- Tornqvist, L., Vartia, P. and Vartia, Y.O. (1985). "How Should Relative Changes be Measured?". *The American Statistician*, 39, 43-46.