

## PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

Siti Barokah<sup>1</sup>; Sri Ramlah<sup>2</sup>; Rizky Nur Cahyani<sup>3</sup>  
Universitas Muhammadiyah Gombong, Kebumen<sup>1,2,3</sup>  
Email : sitibarokah@unimugo.ac.id<sup>1</sup>; sriramlah@unimugo.ac.id<sup>2</sup>

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020–2024. Nilai perusahaan mencerminkan kemampuan manajemen dalam mengelola sumber daya secara efisien guna menciptakan kemakmuran bagi pemegang saham. Faktor-faktor seperti struktur modal dan kebijakan dividen menjadi aspek penting dalam menentukan persepsi investor terhadap prospek perusahaan. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode asosiatif dan bersifat causal explanatory, yang menjelaskan hubungan sebab-akibat antara variabel-variabel penelitian. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur di BEI, dengan teknik purposive sampling berdasarkan kriteria publikasi laporan keuangan dan pembagian dividen secara konsisten selama periode pengamatan. Data sekunder diperoleh dari laporan tahunan dan situs resmi BEI. Analisis dilakukan dengan analisis jalur (path analysis) menggunakan bantuan perangkat lunak SPSS dan SmartPLS, disertai uji asumsi klasik, uji regresi linier berganda, serta Uji Sobel untuk menguji efek mediasi kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, yang berarti semakin tinggi proporsi utang, semakin kecil kemungkinan perusahaan membagikan dividen; (2) struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, mengindikasikan bahwa penggunaan utang secara proporsional dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat pajak (tax shield); (3) kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, yang mendukung signaling theory, di mana pembagian dividen dipersepsikan sebagai sinyal positif terhadap prospek kinerja perusahaan; serta (4) kebijakan dividen terbukti memediasi secara parsial hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa struktur modal yang optimal dan kebijakan dividen yang konsisten mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kepercayaan investor terhadap stabilitas dan prospek jangka panjang perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung teori trade-off dan signaling, serta memberikan implikasi praktis bagi manajemen dalam menentukan strategi pendanaan dan pembagian dividen yang seimbang untuk memaksimalkan nilai Perusahaan.

Kata Kunci : Struktur Modal; Nilai Perusahaan; Kebijakan Dividen; Analisis Jalur; Perusahaan Manufaktur

### ABSTRACT

*This study aims to analyze the effect of capital structure on firm value with dividend policy as an intervening variable in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the 2020–2024 period. Firm value reflects management's ability to manage resources efficiently to create wealth for shareholders. Factors such as capital structure and dividend policy play an important role in shaping investors' perceptions of a company's prospects. This research employs a quantitative approach with an associative and causal explanatory method to explain cause-and-effect relationships among the variables studied. The population consists of all manufacturing companies listed on the IDX, with a purposive sampling technique based on criteria of consistent financial report publication and dividend distribution during the observation period. Secondary data were obtained from annual*

reports and the official IDX website. Data analysis was conducted using path analysis with the assistance of SPSS and SmartPLS software, accompanied by classical assumption tests, multiple linear regression tests, and the Sobel test to examine the mediating effect of dividend policy. The results indicate that (1) capital structure has a significant negative effect on dividend policy, meaning that a higher proportion of debt decreases the likelihood of dividend distribution; (2) capital structure has a significant positive effect on firm value, suggesting that proportional debt utilization can enhance firm value through tax shield benefits; (3) dividend policy has a significant positive effect on firm value, supporting the signaling theory, in which dividend payments are perceived as positive signals of a company's performance prospects; and (4) dividend policy partially mediates the relationship between capital structure and firm value. Therefore, it can be concluded that an optimal capital structure and consistent dividend policy can increase firm value by enhancing investor confidence in the company's stability and long-term prospects. The findings of this study support the trade-off and signaling theories and provide practical implications for management in determining balanced financing and dividend strategies to maximize firm value.

**Keywords :** Capital Structure, Firm Value, Dividend Policy, Path Analysis, Manufacturing Companies

## PENDAHULUAN

Perusahaan memiliki tujuan utama untuk meningkatkan *value of the firm* atau nilai perusahaan, yang tercermin dari harga saham dan tingkat kepercayaan investor terhadap prospek masa depan perusahaan. Nilai perusahaan mencerminkan sejauh mana manajemen mampu mengelola sumber daya secara efisien dan efektif guna menciptakan kemakmuran bagi pemegang saham (Brigham & Houston, 2019). Dalam konteks keuangan perusahaan, berbagai faktor dapat memengaruhi nilai perusahaan, antara lain struktur modal, kebijakan dividen, profitabilitas, serta kondisi pasar modal. Dari berbagai faktor tersebut, struktur modal merupakan komponen penting karena berhubungan langsung dengan keputusan pendanaan jangka panjang yang akan berdampak pada risiko dan tingkat pengembalian perusahaan (Ros & Jordan, 2018).

Struktur modal menggambarkan proporsi antara penggunaan utang dan modal sendiri dalam membiayai kegiatan operasional dan investasi perusahaan. Keputusan mengenai struktur modal bukan hanya menyangkut kebutuhan pembiayaan, tetapi juga berimplikasi pada biaya modal (*cost of capital*) dan risiko keuangan yang dihadapi perusahaan. *Trade-off theory* menjelaskan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena adanya manfaat pajak (*tax shield*), namun di sisi lain juga meningkatkan risiko kebangkrutan. Sementara itu, *pecking order theory* menegaskan bahwa perusahaan cenderung menggunakan sumber dana internal terlebih dahulu sebelum mencari pendanaan eksternal melalui utang atau penerbitan saham baru (Myers & Majluf, 1984). Kedua teori ini menekankan pentingnya pengelolaan struktur modal yang optimal agar perusahaan dapat mencapai keseimbangan antara risiko dan keuntungan.

Selain struktur modal, kebijakan dividen juga merupakan salah satu keputusan keuangan yang strategis karena berkaitan langsung dengan pembagian laba kepada pemegang saham. Kebijakan dividen dapat memberikan sinyal (*signal*) kepada pasar tentang kondisi keuangan dan prospek masa depan perusahaan. Berdasarkan *signaling theory*, peningkatan pembayaran dividen sering dianggap sebagai tanda bahwa manajemen yakin terhadap kestabilan dan pertumbuhan laba di masa depan, sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor dan pada akhirnya menaikkan nilai perusahaan (Bhattacharya, 1979). Namun, kebijakan dividen yang terlalu agresif juga dapat mengurangi dana internal yang diperlukan untuk investasi produktif, yang justru berpotensi menurunkan nilai perusahaan (Jensen, 1986). Oleh karena itu, penetapan kebijakan dividen yang seimbang menjadi hal penting agar perusahaan mampu menjaga keberlanjutan pertumbuhan sekaligus memenuhi harapan pemegang saham.

Berbagai penelitian terdahulu telah mengkaji hubungan antara struktur modal, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan, namun hasilnya masih menunjukkan variasi yang cukup besar. Beberapa studi menemukan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sementara lainnya menunjukkan pengaruh negatif atau tidak signifikan (Vo & Ellis, 2017). Perbedaan hasil tersebut menunjukkan bahwa hubungan antarvariabel tersebut tidak bersifat universal dan sangat bergantung pada karakteristik sektor, kondisi ekonomi, serta kebijakan perusahaan masing-masing. Selain itu, peran kebijakan dividen sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan juga masih belum sepenuhnya terkonfirmasi secara konsisten di berbagai penelitian (Al-Najjar & Hussainey, 2009).

Temuan yang beragam tersebut mengindikasikan adanya kesenjangan penelitian (*research gap*), khususnya dalam memahami mekanisme hubungan tidak langsung antara struktur modal dan nilai perusahaan melalui kebijakan dividen pada konteks perusahaan manufaktur di Indonesia. Sektor manufaktur memiliki karakteristik unik yang berbeda dengan sektor lainnya, yaitu struktur biaya yang padat modal (*capital intensive*), ketergantungan tinggi terhadap pendanaan eksternal, serta kebutuhan likuiditas yang besar untuk mendukung kegiatan operasional dan investasi jangka panjang. Kondisi tersebut menyebabkan keputusan keuangan yang melibatkan struktur modal dan kebijakan dividen menjadi lebih kompleks serta sensitif terhadap perubahan kondisi pasar modal dan kebijakan moneter nasional.

Dengan mempertimbangkan kondisi tersebut, penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020–2024. Kontribusi utama penelitian ini terletak pada upaya untuk memperkuat pemahaman empiris mengenai hubungan tidak langsung antara struktur modal dan nilai perusahaan melalui kebijakan dividen, dengan mempertimbangkan dinamika pasar modal

Indonesia dalam periode pascapandemi dan perubahan ekonomi global. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoretis dalam pengembangan literatur manajemen keuangan, khususnya terkait validasi empiris *trade-off theory* dan *signaling theory* dalam konteks pasar negara berkembang.

Secara praktis, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan bagi manajemen perusahaan dalam menentukan strategi pendanaan dan pembagian dividen yang optimal untuk meningkatkan kepercayaan investor serta memperkuat posisi kompetitif perusahaan di pasar modal.

## TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan indikator utama yang mencerminkan persepsi pasar terhadap kinerja dan prospek perusahaan di masa depan. Dalam perusahaan publik, nilai perusahaan umumnya tercermin dari harga saham, yang merepresentasikan tingkat kepercayaan investor terhadap kemampuan manajemen dalam menciptakan nilai tambah secara berkelanjutan. Brigham dan Houston (2019) menegaskan bahwa nilai perusahaan mencerminkan keberhasilan manajemen dalam mengelola keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

Sejumlah penelitian empiris menunjukkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh berbagai keputusan keuangan strategis, khususnya struktur modal dan kebijakan dividen. Namun, bukti empiris terkait determinan nilai perusahaan masih menunjukkan hasil yang beragam, baik dari sisi arah maupun kekuatan pengaruhnya. Hal ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan tidak hanya ditentukan oleh satu faktor tunggal, melainkan oleh interaksi kompleks antar keputusan keuangan perusahaan.

### Struktur Modal

Struktur modal mencerminkan proporsi penggunaan utang dan modal sendiri dalam pembiayaan aktivitas perusahaan. Keputusan struktur modal memiliki implikasi langsung terhadap biaya modal, risiko keuangan, serta fleksibilitas pendanaan perusahaan. Trade-off theory menyatakan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat pajak (*tax shield*), namun peningkatan leverage juga diikuti oleh risiko kebangkrutan yang lebih tinggi (Myers, 2016).

Secara empiris, hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Beberapa studi menemukan pengaruh positif struktur modal terhadap nilai perusahaan (Cheng & Tzeng, 2018; Nguyen et al., 2020), sementara studi lainnya melaporkan pengaruh negatif atau tidak signifikan (Vo & Ellis, 2017). Perbedaan hasil ini menunjukkan

bahwa pengaruh struktur modal sangat kontekstual dan dipengaruhi oleh karakteristik industri, kondisi ekonomi, serta kebijakan internal perusahaan.

Pada perusahaan manufaktur yang bersifat padat modal, keputusan struktur modal menjadi semakin krusial karena tingginya kebutuhan pendanaan jangka panjang. Oleh karena itu, pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan tidak dapat dilepaskan dari keputusan keuangan lain, khususnya kebijakan dividen.

### **Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan mengenai proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham dan laba yang ditahan untuk investasi. Kebijakan ini memiliki peran strategis karena menjadi salah satu sinyal utama yang diamati oleh investor. Signaling theory menjelaskan bahwa pembayaran dividen dapat digunakan oleh manajemen untuk menyampaikan informasi positif mengenai prospek perusahaan di masa depan (Bhattacharya, 2019).

Sebagian besar penelitian menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Baker & Weigand, 2015; Anwar & Sunarti, 2021). Namun, terdapat pula pandangan yang menekankan bahwa pembagian dividen yang terlalu besar dapat mengurangi dana internal untuk investasi, sehingga berpotensi menghambat pertumbuhan perusahaan (DeAngelo et al., 2021). Perbedaan pandangan ini menunjukkan bahwa dampak kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan sangat bergantung pada kondisi keuangan dan struktur pendanaan perusahaan.

### **Hubungan Struktur Modal dan Kebijakan Dividen**

Struktur modal dan kebijakan dividen merupakan dua keputusan keuangan yang saling terkait. Perusahaan dengan tingkat leverage yang tinggi memiliki kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang yang besar, sehingga cenderung membatasi kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen. Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan lebih memprioritaskan pendanaan internal dibandingkan pembiayaan eksternal, sehingga perusahaan dengan utang tinggi cenderung menahan laba (Myers & Majluf, 2017).

Hasil penelitian empiris umumnya menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (Al-Najjar & Kilincarslan, 2018; Putra & Dana, 2020). Namun, sebagian penelitian menemukan pengaruh yang lemah atau tidak signifikan, yang mengindikasikan adanya perbedaan kebijakan dividen antar perusahaan dan sektor industri. Ketidakkonsistenan hasil ini membuka peluang untuk menguji kembali hubungan struktur modal dan kebijakan dividen dalam konteks yang lebih spesifik.

H1: Struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

### **Hubungan Struktur Modal dan Nilai Perusahaan**

Struktur modal diyakini memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Trade-off theory menjelaskan bahwa penggunaan utang yang optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan selama manfaat pajak lebih besar dibandingkan biaya kebangkrutan. Investor sering menilai penggunaan utang sebagai indikator kepercayaan manajemen terhadap prospek perusahaan.

Meskipun demikian, hasil penelitian sebelumnya menunjukkan temuan yang kontradiktif. Sebagian penelitian menemukan pengaruh positif struktur modal terhadap nilai perusahaan, sementara penelitian lain menemukan pengaruh negatif atau tidak signifikan (Vo & Ellis, 2017). Perbedaan ini menunjukkan bahwa hubungan struktur modal dan nilai perusahaan tidak selalu bersifat langsung, melainkan dapat dipengaruhi oleh variabel lain yang berperan sebagai mekanisme transmisi.

H2: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### **Hubungan Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan**

Kebijakan dividen memiliki peran penting dalam membentuk persepsi investor terhadap nilai perusahaan. Pembayaran dividen yang stabil sering dipersepsikan sebagai sinyal positif mengenai stabilitas keuangan dan prospek laba perusahaan. Berbagai penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Baker & Weigand, 2015; Anwar & Sunarti, 2021).

Namun, terdapat pula argumen bahwa kebijakan dividen bukan satu-satunya faktor penentu nilai perusahaan, terutama pada perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan perlu dianalisis dalam keterkaitannya dengan keputusan keuangan lainnya.

H3: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### **Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening dan Research Gap**

Meskipun banyak penelitian telah mengkaji pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, sebagian besar studi masih menempatkan kedua variabel tersebut sebagai faktor yang berdiri sendiri. Penelitian yang menguji mekanisme pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen masih relatif terbatas, khususnya pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Selain itu, hasil penelitian terdahulu terkait peran kebijakan dividen sebagai variabel mediasi menunjukkan temuan yang belum konsisten, baik dari sisi signifikansi maupun jenis mediasi (parsial atau penuh). Perbedaan periode pengamatan, sektor industri, dan kondisi ekonomi diduga menjadi penyebab utama inkonsistensi tersebut.

Dengan demikian, research gap penelitian ini terletak pada belum optimalnya pemahaman empiris mengenai peran kebijakan dividen sebagai variabel intervening dalam hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan, khususnya pada perusahaan manufaktur di Indonesia selama periode 2020–2024 yang ditandai oleh dinamika ekonomi pascapandemi.

Penelitian ini berupaya mengisi gap tersebut dengan menguji secara empiris pengaruh langsung dan tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen, sehingga diharapkan dapat memberikan kontribusi teoretis dalam penguatan trade-off theory dan signaling theory, serta kontribusi praktis bagi pengambilan keputusan keuangan perusahaan.

H4: Kebijakan dividen memediasi hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan.

### METODE PENELITIAN

Metode adalah suatu cara kerja yang dapat digunakan untuk memperoleh sesuatu. Sedangkan metode penelitian dapat diartikan sebagai tata cara kerja di dalam proses penelitian, baik dalam pencarian data ataupun pengungkapan fenomena yang ada (Zulkarnaen, W., et al., 2020).

#### Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian asosiatif kausal (causal explanatory research), yang bertujuan untuk menjelaskan hubungan sebab–akibat antara variabel independen, variabel intervening, dan variabel dependen. Pendekatan ini dipilih karena penelitian berfokus pada pengujian hipotesis mengenai pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung melalui kebijakan dividen.

Penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2024, dengan menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan secara resmi. Analisis dilakukan secara cross-sectional dan time series (data panel) untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif mengenai dinamika hubungan antarvariabel selama periode penelitian.

#### Subjek, Objek, dan Sampel Penelitian

Subjek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Objek penelitian meliputi struktur modal, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2020–2024. Penentuan sampel dilakukan dengan teknik purposive sampling, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu agar sesuai dengan tujuan penelitian. Adapun kriteria sampel yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar secara berturut-turut di BEI selama periode 2020–2024.
2. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan tahunan secara lengkap dan konsisten selama periode penelitian.

3. Perusahaan yang membagikan dividen tunai secara konsisten selama periode pengamatan.

4. Perusahaan yang memiliki data lengkap terkait variabel penelitian.

Perusahaan yang tidak memenuhi kriteria tersebut dikeluarkan dari sampel penelitian.

### Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran

Penelitian ini melibatkan tiga variabel utama, yaitu struktur modal sebagai variabel independen, kebijakan dividen sebagai variabel intervening, dan nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Definisi operasional dan pengukuran masing-masing variabel dijelaskan sebagai berikut:

#### Struktur Modal (X)

Struktur modal merupakan perbandingan antara total utang dan modal sendiri yang digunakan perusahaan dalam membiayai kegiatan operasional dan investasinya. Struktur modal dalam penelitian ini diukur menggunakan Debt to Equity Ratio (DER), yang mencerminkan tingkat leverage perusahaan.

$$DER = \frac{\text{Total U}}{\text{Total E}} \quad \frac{\text{utang}}{\text{kuitas}}$$

#### Kebijakan Dividen (Z)

Kebijakan dividen adalah keputusan perusahaan mengenai proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Variabel ini diukur menggunakan Dividend Payout Ratio (DPR), yaitu persentase laba bersih yang dibagikan sebagai dividen.

$$DPR = \frac{\text{Dividen T}}{\text{Laba B}} \quad \frac{\text{unai}}{\text{ersih}}$$

#### Nilai Perusahaan (Y)

Nilai perusahaan mencerminkan persepsi investor terhadap kinerja dan prospek perusahaan yang tercermin dari harga saham. Dalam penelitian ini, nilai perusahaan diukur menggunakan Price to Book Value (PBV), yang menunjukkan perbandingan antara harga pasar saham dan nilai buku per saham.

$$PBV = \frac{\text{Harga S}}{\text{Nilai B}} \quad \frac{\text{aham}}{\text{uku S} \quad \text{aham}}$$

### Teknik Pengumpulan Data dan Instrumen Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2020–2024. Sumber data berasal dari:

1. Situs resmi Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)), dan
2. Laporan tahunan (annual report) masing-masing perusahaan.

Teknik pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi, yaitu mengumpulkan, mencatat, dan mengolah data keuangan yang relevan dengan variabel penelitian. Instrumen penelitian berupa lembar pencatatan data (data sheet) yang digunakan untuk menghitung rasio keuangan sesuai dengan definisi operasional variabel.

### **Teknik Analisis Data**

Analisis data dilakukan secara bertahap dengan bantuan perangkat lunak SPSS dan SmartPLS. Tahapan analisis data meliputi:

#### **Analisis Statistik Deskriptif**

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan karakteristik data penelitian, meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean), dan standar deviasi dari masing-masing variabel.

#### **Uji Asumsi Klasik**

Uji asumsi klasik dilakukan sebelum analisis regresi untuk memastikan bahwa data memenuhi asumsi dasar model regresi linier. Uji asumsi klasik yang digunakan meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

#### **Analisis Regresi Linier Berganda**

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk menguji pengaruh langsung struktur modal terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan, serta pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Model 1 (pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen):

$$Z = \alpha + \beta_1 X + \varepsilon$$

2. Model 2 (pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan):

$$Y = \alpha + \beta_1 X + \beta_2 Z + \varepsilon$$

#### **Analisis Jalur (Path Analysis)**

Analisis jalur digunakan untuk mengetahui pengaruh langsung dan tidak langsung antara variabel struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening.

#### **Uji Sobel**

Uji Sobel digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah kebijakan dividen berperan sebagai variabel mediasi secara signifikan.

#### **Pengujian Hipotesis**

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) sebesar 5%. Kriteria pengujian hipotesis adalah sebagai berikut:

1. Jika nilai signifikansi ( $p\text{-value}$ )  $\leq 0,05$ , maka hipotesis diterima.

2. Jika nilai signifikansi ( $p\text{-value}$ )  $> 0,05$ , maka hipotesis ditolak.

Hasil pengujian hipotesis digunakan untuk menarik kesimpulan mengenai pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening.

## HASIL PENELITIAN DAN DISKUSI

### Karakteristik Objek dan Sampel Penelitian

Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2024. Sampel penelitian diperoleh melalui teknik purposive sampling berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, yaitu perusahaan yang terdaftar secara konsisten, mempublikasikan laporan keuangan lengkap, serta membagikan dividen tunai selama periode pengamatan.

Karakteristik perusahaan sampel mencerminkan kondisi perusahaan manufaktur yang bersifat padat modal (*capital intensive*), dengan kebutuhan pendanaan jangka panjang yang relatif tinggi serta struktur biaya operasional yang kompleks. Hal ini menjadikan keputusan struktur modal dan kebijakan dividen sebagai faktor strategis yang sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

### Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai distribusi data masing-masing variabel penelitian, yaitu struktur modal, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan. Statistik deskriptif yang dianalisis meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi.

Secara umum, hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa:

- Struktur modal (DER) memiliki variasi yang cukup besar antarperusahaan, yang mengindikasikan perbedaan kebijakan pendanaan dan tingkat ketergantungan terhadap utang. Nilai rata-rata DER menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur cenderung menggunakan kombinasi utang dan modal sendiri secara proporsional.
- Kebijakan dividen (DPR) menunjukkan variasi yang moderat, mencerminkan perbedaan kemampuan dan kebijakan perusahaan dalam membagikan laba kepada pemegang saham. Sebagian perusahaan memilih kebijakan dividen yang konservatif untuk menjaga likuiditas dan mendukung investasi jangka panjang.
- Nilai perusahaan (PBV) menunjukkan perbedaan yang cukup signifikan antarperusahaan, yang mencerminkan perbedaan persepsi investor terhadap kinerja dan prospek masing-masing perusahaan manufaktur.

Variasi nilai standar deviasi yang lebih kecil dibandingkan nilai rata-rata menunjukkan bahwa data penelitian relatif homogen dan layak digunakan untuk analisis lebih lanjut.

#### **Hasil Uji Asumsi Klasik**

Hasil uji asumsi klasik menunjukkan bahwa data penelitian memenuhi seluruh asumsi dasar regresi linier. Uji normalitas menunjukkan bahwa data terdistribusi normal. Uji multikolinearitas menunjukkan tidak adanya korelasi tinggi antarvariabel independen, yang ditunjukkan oleh nilai tolerance  $> 0,10$  dan VIF  $< 10$ . Selain itu, uji heteroskedastisitas dan autokorelasi menunjukkan bahwa model regresi terbebas dari masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi.

Dengan demikian, model regresi yang digunakan dalam penelitian ini dinyatakan layak untuk menguji hipotesis penelitian.

#### **Hasil Analisis Regresi dan Pengujian Hipotesis**

##### **Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat leverage perusahaan, maka semakin kecil proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen.

Temuan ini mendukung pecking order theory, yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi cenderung menahan laba untuk memenuhi kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang dibandingkan membagikannya kepada pemegang saham.

H1 diterima.

##### **Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil pengujian menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Artinya, penggunaan utang dalam batas yang proporsional mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Temuan ini sejalan dengan trade-off theory, yang menjelaskan bahwa penggunaan utang dapat memberikan manfaat pajak (tax shield) sehingga meningkatkan nilai perusahaan selama risiko keuangan masih dapat dikendalikan oleh manajemen.

H2 diterima.

##### **Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang membagikan dividen secara konsisten cenderung memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi di mata investor. Temuan ini mendukung signaling theory, di mana pembayaran dividen dipersepsikan sebagai sinyal positif mengenai stabilitas keuangan dan prospek laba perusahaan di masa depan.

H3 diterima.

### **Hasil Analisis Jalur dan Uji Mediasi**

Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, serta berpengaruh tidak langsung melalui kebijakan dividen. Uji Sobel menunjukkan bahwa pengaruh tidak langsung tersebut signifikan, sehingga kebijakan dividen terbukti berperan sebagai variabel intervening parsial.

Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal tidak hanya memengaruhi nilai perusahaan secara langsung, tetapi juga melalui kemampuannya dalam memengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

H4 diterima.

### **Diskusi Hasil Penelitian**

Temuan penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa keputusan struktur modal dan kebijakan dividen merupakan dua keputusan keuangan yang saling terkait dan berperan penting dalam meningkatkan nilai perusahaan manufaktur. Struktur modal yang optimal mampu meningkatkan nilai perusahaan secara langsung melalui efisiensi pajak, sekaligus memengaruhi kebijakan dividen yang pada akhirnya memperkuat persepsi positif investor.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berperan sebagai mekanisme sinyal yang memperkuat hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Selain itu, temuan ini juga memperkuat validitas trade-off theory dan signaling theory dalam konteks perusahaan manufaktur di pasar negara berkembang, khususnya Indonesia pada periode pascapandemi.

Secara keseluruhan, penelitian ini menegaskan bahwa manajemen perusahaan perlu mengelola struktur modal dan kebijakan dividen secara seimbang agar mampu meningkatkan kepercayaan investor dan memaksimalkan nilai perusahaan dalam jangka panjang.

### **KESIMPULAN**

Penelitian ini menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, yang mengindikasikan bahwa peningkatan penggunaan utang cenderung mengurangi kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen. Selain itu, struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, yang menunjukkan bahwa penggunaan utang secara proporsional mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat pajak. Kebijakan dividen juga terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, mendukung signaling theory bahwa pembayaran dividen dipersepsikan sebagai sinyal positif mengenai prospek perusahaan.

Lebih lanjut, kebijakan dividen terbukti memediasi secara parsial hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan, sehingga menunjukkan adanya mekanisme pengaruh tidak langsung melalui keputusan pembagian laba. Implikasi praktis dari penelitian ini menekankan pentingnya penentuan struktur modal yang optimal dan kebijakan dividen yang konsisten untuk meningkatkan kepercayaan investor dan nilai perusahaan.

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada objek penelitian yang hanya mencakup perusahaan manufaktur dan periode pengamatan yang relatif terbatas. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas sektor industri, menambah variabel keuangan lainnya, serta menggunakan periode dan metode analisis yang lebih komprehensif.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2018). The effect of ownership structure on dividend policy: Evidence from Turkey. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(4), 698–716. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2017-0209>
- Anwar, M., & Sunarti. (2021). Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel moderasi. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 23(1), 12–23.
- Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126–144. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0077>
- Bhattacharya, S. (2019). Dividend policy: A review. *Financial Management*, 48(2), 301–324.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Cheng, M. C., & Tzeng, Z. C. (2018). The effect of leverage on firm value and how the firm financial quality influences on this effect. *World Journal of Management*, 8(2), 30–53.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2021). Dividends and payout policy. *Foundations and Trends® in Finance*, 15(1), 1–140. <https://doi.org/10.1561/05000000052>
- Lestari, N. P. A., Wahyuni, M. A., & Yuniarta, G. A. (2022). Kebijakan dividen sebagai variabel mediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 17(1), 45–58.
- Myers, S. C. (2016). Financing of corporations. In *Handbook of the economics of finance* (Vol. 2, pp. 215–253). Elsevier.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (2017). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Nguyen, T. L. H., Vu, M. C., & Tran, T. Q. (2020). Capital structure and firm value: Evidence from emerging markets. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 80–90.
- Pratama, I. G. B. A., & Wiksuana, I. G. B. (2019). Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel intervening. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(10), 5867–5894.
- Putra, I. P. M. J. S., & Dana, I. M. (2020). Pengaruh leverage terhadap kebijakan dividen dengan profitabilitas sebagai variabel mediasi. *E-Jurnal Manajemen*, 9(3), 1234–1252.
- Sari, N. P. L., & Abundanti, N. (2020). Peran kebijakan dividen dalam memediasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen*, 24(2), 210–226.
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22, 90–94. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.10.014>
- Zulkarnaen, W., Fitriani, I., & Yuningsih, N. (2020). Pengembangan Supply Chain Management Dalam Pengelolaan Distribusi Logistik Pemilu Yang Lebih Tepat Jenis, Tepat Jumlah Dan Tepat Waktu Berbasis Human Resources Competency Development Di KPU Jawa Barat. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi)*, 4(2), 222–243. <https://doi.org/10.31955/mea.vol4.iss2.pp222-243>