

**PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN YANG  
DIMEDIASI OLEH KEBIJAKAN DIVIDEN**  
***THE EFFECT OF CAPITAL STRUCTURE ON COMPANY VALUE MEDIATED BY  
DIVIDEND POLICY***

I.C.Kusuma\*, H.Gursida, Y.Indrayono  
Program Studi Ilmu Manajemen (S3) Sekolah Pascasarjana Universitas Pakuan  
\*Korespondensi Email: [indra.cahaya.k@unida.ac.id](mailto:indra.cahaya.k@unida.ac.id)

**ABSTRACT**

*Company value is a measure of the total economic value of a business that reflects investors' perceptions of the company's performance and future prospects. This study aims to prove whether capital structure can increase company value and whether dividend policy can mediate capital structure on company value. The population of this study consists of issuers in the food and beverage sub-sector listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for 5 years (2020-2024), totalling 95 companies. The sampling technique used purposive sampling, so that out of 95 populations, 13 companies could be used as samples. Thus, the study used 65 observations collected in a time series. The data analysis technique used Panel Data Multiple Regression with the help of the EViews 12 Full Version statistical tool. The results of the study found evidence that capital structure does not have a direct effect on company value, while dividend policy has a direct effect on company value. Dividend policy mediates the relationship between capital structure and company value.*

**Keywords:** *Company Value, Capital Structure, Dividend Policy.*

**ABSTRAK**

Nilai perusahaan merupakan ukuran nilai ekonomi total suatu bisnis yang mencerminkan persepsi investor terhadap kinerja dan prospek masa depan perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan apakah struktur modal dapat meningkatkan nilai perusahaan dan apakah kebijakan dividen dapat memediasi struktur modal terhadap nilai perusahaan. Populasi penelitian ini adalah emiten pada Sub Sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 5 tahun (2020-2024) yang berjumlah 95 perusahaan. Teknik pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* sehingga dari 95 populasi, yang dapat dijadikan sampel sebanyak 13 perusahaan. Dengan demikian penelitian menggunakan 65 data pengamatan yang dikumpulkan secara *time series*. Teknik analisis data menggunakan Regresi Berganda Data Panel dengan bantuan alat statistik *EViews 12 Full Version*. Hasil penelitian menemukan bukti bahwa struktur modal tidak berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, kebijakan dividen berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Untuk kebijakan dividen memediasi hubungan antara struktur modal terhadap nilai perusahaan.

**Kata Kunci :** Kebijakan Dividen, Nilai Perusahaan, Struktur Modal.

**PENDAHULUAN**

Nilai suatu perusahaan dapat dilihat dari kinerjanya yang tergambar melalui harga saham yang terbentuk dari interaksi permintaan dan penawaran di pasar modal. Ini mencerminkan bagaimana masyarakat menilai kinerja perusahaan tersebut (Salama et al. , 2019). Struktur modal berkaitan dengan perbandingan antara penggunaan modal sendiri dan modal eksternal, dengan modal sendiri mencakup laba yang ditahan serta kepemilikan saham, dan modal eksternal biasanya berupa utang (Mandasari, 2016). Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006), nilai perusahaan yang terbentuk dari indikator harga pasar saham sangat dipengaruhi oleh berbagai peluang investasi yang ada. Pengambilan keputusan dalam investasi merupakan elemen krusial dalam fungsi keuangan perusahaan, di mana nilai perusahaan sepenuhnya

dipengaruhi oleh keputusan investasi yang diambil.

Nilai perusahaan yang baik sangat diharapkan untuk perusahaan, karena tingginya nilai perusahaan mencerminkan kesejahteraan pemegang saham. Oleh karena itu, dalam menciptakan nilai yang tinggi, kinerja perusahaan harus ditunjang secara menyeluruh. Kinerja ini tidak hanya dinilai dari laba yang dihasilkan perusahaan, tetapi juga dari efektivitas operasional secara keseluruhan. Jika semua ini terwujud, akan terjadi peningkatan nilai perusahaan (Khasbulloh et al. , 2023). Investor juga mengevaluasi gambaran nilai perusahaan melalui harga saham yang dimiliki oleh perusahaan tersebut (Bitu et al. , 2021). Ada berbagai rasio yang menggambarkan nilai suatu perusahaan (Averio et al. , 2024). *PBV* merupakan salah satu rasio keuangan untuk menjelaskan nilai perusahaan. Dapat dilihat pada tabel 1.

**Tabel 1. Trend Perkembangan Nilai Perusahaan Sektor Industri di BEI 2021-2025**

Sector Industry	Price to BV 2021	Price to BV 2022	Price to BV 2023	Price to BV 2024	Price to BV 2025
A. Energy	1,93	1,13	1,03	2,74	3,82
B. Basic Materials	1,65	1,08	0,98	2,57	2,60
C. Industrials	1,85	0,98	0,99	0,84	1,27
D. Consumer Non-Cyclicals	3,31	1,71	1,56	1,74	1,88
E. Consumer Cyclicals	2,43	1,12	0,93	1,84	1,85
F. Healthcare	3,79	2,64	1,85	2,94	4,62
G. Financials	2,97	1,29	0,90	1,77	1,64
H. Properties & Real Estate	1,43	0,52	0,56	1,35	1,86
I. Technology	8,78	2,27	1,52	2,25	5,71
J. Infrastructures	1,83	1,19	0,98	3,79	4,52
K. Transportation & Logistic	0,69	1,05	1,04	5,68	9,58
<b>Market PBV</b>	<b>2,79</b>	<b>1,36</b>	<b>1,12</b>	<b>2,50</b>	<b>3,58</b>
<b>Trend PBV %</b>		<b>-0,51</b>	<b>-0,18</b>	<b>1,23</b>	<b>0,43</b>

Sumber: <https://www.idx.co.id> 2025

Tabel 1. menunjukkan bagaimana perubahan nilai perusahaan dari tahun 2021 hingga 2025 dengan kecenderungan fluktuasi nilai perusahaan. Dari ilustrasi 1. Penurunan yang paling signifikan terjadi pada tahun 2022, dengan angka menyusut 1,36 dan pada tahun 2023, nilai perusahaan kembali menurun menjadi sebesar 1,12. Hal ini disebabkan oleh pasca setelah pandemi Covid-19 yang mengganggu aktivitas perusahaan serta menurunnya daya beli

masyarakat akibat inflasi komoditas di sektor barang konsumsi.

Natalia, L., Astarani, J., & Rusmita, S. (2025), dalam studi mereka menyimpulkan, bahwa kebijakan dividen memberikan dampak positif terhadap nilai perusahaan, yang menunjukkan bahwa semakin besar jumlah dividen yang diberikan kepada pemegang saham, maka harga saham perusahaan cenderung mengalami kenaikan. Penelitian yang dilakukan oleh

Adinda, S., Ika, D., & Rambe, R. F. (2024), serta Ramli, Latan, & Solovida (2018), dinyatakan bahwa struktur modal memberikan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Ini berarti bahwa apabila struktur modal mengalami peningkatan, maka nilai perusahaan juga akan mengalami kenaikan.

Berbagai penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang bervariasi terkait struktur modal yang mempengaruhi Nilai Perusahaan. Menurut hasil penelitian yang dilaksanakan oleh Mandasari (2016), Khairunnisa (2019) menyebutkan bahwa Struktur Modal mempengaruhi Nilai Perusahaan. Tidak sama dengan temuan penelitian yang dilaksanakan oleh Sari (2013), Suarjaya (2018), serta Christina dan Putri (2017) yang menunjukkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Struktur modal merupakan faktor krusial yang secara langsung memengaruhi nilai perusahaan melalui optimalisasi biaya modal dan efek perlindungan pajak (*tax shield*) (Titman & Wessels, 1988). Berdasarkan *trade-off theory*, peningkatan utang dalam struktur modal yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) dapat meningkatkan nilai perusahaan (Tobin's Q) hingga mencapai titik optimal tertentu, di mana manfaat pajak masih lebih besar daripada biaya kebangkrutan yang mungkin timbul. Menurut Frank dan Goyal, terdapat hubungan non-linear antara struktur modal dan nilai perusahaan, di mana tingkat leverage yang optimal mampu memaksimalkan nilai perusahaan dengan menyeimbangkan keuntungan pajak dan biaya kebangkrutan (Frank & Goyal, 2009).

Lebih lanjut, efisiensi struktur modal menjadi sinyal positif bagi pasar karena menunjukkan kemampuan manajemen dalam mengelola risiko keuangan demi pertumbuhan jangka panjang. Temuan oleh Mardani et al. menunjukkan bahwa keputusan mengenai struktur modal dapat berdampak signifikan terhadap persepsi investor, di mana rasio hutang terhadap ekuitas yang stabil mencerminkan

ketahanan perusahaan dan meningkatkan nilai Tobin's Q (Mardani et al., 2023). Implementasi teori ini dalam konteks perusahaan berfokus pada bagaimana para manajer dapat menyesuaikan struktur modal mereka untuk menangkap keuntungan pajak sambil meminimalkan risiko kebangkrutan yang dapat merugikan Perusahaan.

Pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), kebijakan dividen tidak hanya berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, tetapi juga bekerja secara tidak langsung melalui perbaikan kinerja keuangan dan pengelolaan struktur modal yang lebih optimal. Dalam karakteristik pasar berkembang seperti Indonesia yang masih menghadapi tingkat asimetri informasi dan konsentrasi kepemilikan yang tinggi, keputusan pembagian dividen dipersepsikan investor sebagai sinyal kredibel atas kemampuan perusahaan menghasilkan laba dan arus kas berkelanjutan. Studi empiris terbaru menunjukkan bahwa perusahaan dengan kebijakan dividen yang konsisten cenderung memiliki profitabilitas yang lebih stabil, yang selanjutnya berdampak positif pada peningkatan nilai perusahaan yang tercermin dalam rasio Tobin's Q dan Price to Book Value (Al-Najjar & Kilincarslan, 2019; Setiawan & Phua, 2021). Lebih lanjut, kebijakan dividen juga berperan dalam membentuk struktur modal yang lebih disiplin dengan menekan penggunaan utang berlebihan dan membatasi perilaku oportunistik manajer dalam pemanfaatan arus kas bebas. Penelitian Khan et al. (2020) dan Vo & Ellis (2017) menemukan bahwa pembayaran dividen yang lebih tinggi berkorelasi dengan biaya keagenan yang lebih rendah serta struktur modal yang lebih efisien, yang pada akhirnya memperkuat nilai perusahaan. Dengan demikian, dalam konteks perusahaan BEI, kebijakan dividen berfungsi sebagai mekanisme tata kelola yang memengaruhi nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui jalur

mediasi kinerja keuangan dan struktur modal.

Struktur modal memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan tidak hanya secara langsung, tetapi juga secara tidak langsung melalui kebijakan dividen sebagai variabel mediasi. Dalam konteks ini, keputusan pendanaan yang berkaitan dengan proporsi utang dan ekuitas akan menentukan besarnya arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada pemegang saham, yang selanjutnya memengaruhi persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan teori keagenan, penggunaan utang dalam tingkat yang optimal dapat berfungsi sebagai mekanisme disiplin bagi manajemen untuk

meningkatkan efisiensi operasional dan menjaga stabilitas laba, sehingga perusahaan memiliki kemampuan yang lebih baik dalam membayar dividen secara berkelanjutan. Kondisi tersebut menjadikan kebijakan dividen sebagai sinyal positif mengenai kesehatan keuangan perusahaan bagi investor (Jensen, 1986; Vo & Ellis, 2017). Khan et al. (2020) menemukan bahwa rasio pembayaran dividen berfungsi sebagai penghubung utama yang menyalurkan efisiensi struktur modal ke dalam peningkatan nilai pasar perusahaan, karena dividen mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola kewajiban utang dan menghasilkan laba.

## METODE PENELITIAN

Objek penelitian ini adalah laporan keuangan tahunan dari sektor perusahaan manufaktur barang konsumsi. Dari total populasi 95 perusahaan Sub sektor makanan dan minuman. Penelitian ini mengaplikasikan metode penelitian deskriptif kuantitatif. Peneliti fokus pada masalah yang utama dan penelitian yang menjelaskan dampak struktur modal terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan dividen di sektor makanan dan minuman.

Dalam penelitian ini, teknik pengambilan sampel yang digunakan yaitu *purposive sampling*. Pengambilan sampel *purposive sampling*, adalah metode pengambilan sampel yang dilakukan berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel dalam penelitian ini adalah:

- a. Perusahaan yang berada dalam sektor perusahaan manufaktur barang konsumsi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2020 hingga 2024.
- b. Perusahaan yang tergolong dalam sektor perusahaan manufaktur barang konsumsi tidak melakukan penghapusan dari bursa (*delisting*) dan tidak

berpindah sektor selama periode penelitian.

- c. Perusahaan menyajikan laporan keuangan secara berurutan untuk tahun 2020 hingga 2024.
- d. Konsistensi membagikan dividen yang dilakukan pada sektor perusahaan manufaktur barang konsumsi dalam periode 2020-2024.
- e. Perusahaan memiliki informasi yang jelas mengenai variabel yang akan diteliti pada laporan keuangan yang sudah diaudit dan dipublikasikan di situs web BEI atau halaman resmi perusahaan.

Berdasarkan teknik sampling dengan menggunakan *purposive sampling*, maka diperoleh sebanyak 13 perusahaan. Dari kriteria diatas maka sampel yang digunakan terdiri atas 13 perusahaan dari subsektor barang konsumsi (Beberapa perusahaan yang dimaksud adalah: AALI, BISI, CPIN, DLTA, DSNG, GOOD, ICBP, INDF, JPFA, LSIP, MYOR, ROTI, dan TBLA) dalam jangka waktu 5 periode, maka data yang akan digunakan sebanyak 65 data. Laporan keuangan serta laporan tahunan perusahaan terkait digunakan sebagai sumber data sekunder bisa diakses di [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) serta laman web terkait.

Berikut model penelitian yang dikonversi dalam persamaan:

$$Y_1 = a + b_1 x_1 + e$$

$$Y_2 = a + b_1 x_1 + b_2 x_2 + e$$

Y = nilai perusahaan  
 a = konstanta  
 $\beta$  = koefisien regresi  
 X1 = Struktur Modal  
 X2 = Kebijakan Dividen  
 e = error

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### A. Identifikasi Model

Sebelum kemampuan estimasi variabel-variabel independen (bebas) dilakukan terhadap variabel dependen (terikat) melalui analisis regresi data panel, maka terlebih dahulu dilakukan pemilihan model estimasi yang paling cocok. Pemilihan metode estimasi yang paling cocok bukan bertujuan untuk meningkatkan pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya, tetapi bagaimana seluruh variabel independen dapat menerangkan variabel dependennya dengan lebih baik yang ditandai dengan meningkatnya  $R^2$  atau adjusted  $R^2$ . Analisis regresi data panel memiliki tiga macam metode estimasi, yaitu: *Common Effect*

*Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), *Random Effect Model* (REM). Dalam mengidentifikasi model dilakukan tiga bentuk pengujian yaitu: Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier.

Identifikasi kecocokan model dalam penelitian ini dilakukan atas dua persamaan, yaitu:  $Y_1 = a + b_1 x_1 + e$ ; dan  $Y_2 = a + b_1 x_1 + b_2 x_2 + e$

#### 1) Uji Chow

Uji Chow adalah alat tes yang dipakai untuk menguji *test for equality of coefficients* atau uji kesamaan koefisien. Sedangkan menurut Widarjono merupakan uji untuk membandingkan hasil antara model *common effect* dengan *fixed effect* pada *log likelihood ratio*. Adapun pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan hipotesis sbb.:

$H_0$  : Jika *probability Cross-Section Chi-Square*  $> 0.05$  maka model yang dipilih adalah *Common Effect Model*;

$H_A$  : Jika *probability Cross-Section Chi-Square*  $< 0.05$  maka model yang dipilih adalah *Fixed Effect Model*.

**Tabel 2. Uji Chow Persamaan Pertama**

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	
Cross-section F	26.314005	(12,51)	0.0000	
Cross-section Chi-square	128.238761	12	0.0000	
Cross-section fixed effects test equation: Dependent Variable: KEBIJAKAN_DEVIDEN Method: Panel Least Squares Date: 12/17/25 Time: 14:11 Sample: 2020 2024 Periods included: 5 Cross-sections included: 13 Total panel (balanced) observations: 65				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
STRUKTUR_MODAL	-0.215520	0.082626	-2.608366	0.0113
C	0.730277	0.080328	9.091195	0.0000
R-squared	0.097467	Mean dependent var	0.561754	
Adjusted R-squared	0.083141	S.D. dependent var	0.401891	
S.E. of regression	0.384822	Akaike info criterion	0.958214	
Sum squared resid	9.329538	Schwarz criterion	1.025118	
Log likelihood	-29.14195	Hannan-Quinn criter.	0.984612	
F-statistic	6.803572	Durbin-Watson stat	0.250457	
Prob(F-statistic)	0.011348			

Tabel 3. Uji Chow Persamaan Kedua

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	
Cross-section F	29.604265	(12,50)	0.0000	
Cross-section Chi-square	136.011464	12	0.0000	
Cross-section fixed effects test equation:				
Dependent Variable: NILAI_PERUSAHAAN				
Method: Panel Least Squares				
Date: 12/17/25 Time: 12:22				
Sample: 2020 2024				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 13				
Total panel (balanced) observations: 65				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KEBIJAKAN_DEVIDEN	0.835458	0.263950	3.165218	0.0024
STRUKTUR_MODAL	-0.086795	0.182212	-0.476339	0.6355
C	1.221777	0.255884	4.774730	0.0000
R-squared	0.166611	Mean dependent var	1.623230	
Adjusted R-squared	0.139727	S.D. dependent var	0.869227	
S.E. of regression	0.806216	Akaike info criterion	2.452124	
Sum squared resid	40.29900	Schwarz criterion	2.552480	
Log likelihood	-76.69403	Hannan-Quinn criter.	2.491721	
F-statistic	6.197513	Durbin-Watson stat	0.237897	
Prob(F-statistic)	0.003518			

Seperti dilihat pada Tabel 2 dan Tabel 3, masing-masing persamaan memiliki *Probability Cross-Section Chi Square* lebih kecil dari 0.05 ( $<0.05$ ) sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_A$  diterima sehingga kedua model adalah *Fixed Effect Model*. Untuk mendapatkan keputusan yang realible (keputusan dua yang sama dari tiga) dilakukan uji Hausman.

## 2) Uji Hausman

Uji Hausman adalah alat tes yang digunakan untuk membandingkan hasil antara model *fixed effect* dengan random

effect pada log hausman test dalam menentukan model yang terbaik digunakan untuk analisis data panel. Adapun pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan hipotesis sbb.:

$H_0$ : Jika *probability Cross-Section Random*  $> 0.05$  maka model yang dipilih adalah Random Effect Model;

$H_A$ : Jika *probability Cross-Section Random*  $< 0.05$  maka model yang dipilih adalah *Fixed Effect Model*.

**Tabel 4. Uji Hausman Persamaan Pertama**

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	0.581873	1	0.4456	
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
STRUKTUR_MODAL	-0.011829	-0.125666	0.022271	0.4456
Cross-section random effects test equation: Dependent Variable: KEBIJAKAN_DEVIDEN Method: Panel Least Squares Date: 12/17/25 Time: 14:18 Sample: 2020 2024 Periods included: 5 Cross-sections included: 13 Total panel (balanced) observations: 65				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.571003	0.159605	3.577598	0.0008
STRUKTUR_MODAL	-0.011829	0.202540	-0.058402	0.9537
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.874501	Mean dependent var	0.561754	
Adjusted R-squared	0.842511	S.D. dependent var	0.401891	
S.E. of regression	0.159490	Akaike info criterion	-0.645459	
Sum squared resid	1.297295	Schwarz criterion	-0.177130	
Log likelihood	34.97743	Hannan-Quinn criter.	-0.460673	
F-statistic	27.33666	Durbin-Watson stat	1.782644	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tabel 5. Uji Hausman Persamaan Kedua

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	2.550551	2	0.2794	
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
KEBIJAKAN_DEVIDEN	-0.119597	0.057497	0.012305	0.1104
STRUKTUR_MODAL	-0.090796	-0.173818	0.079134	0.7679
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: NILAI_PERUSAHAAN				
Method: Panel Least Squares				
Date: 12/17/25 Time: 12:31				
Sample: 2020 2024				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 13				
Total panel (balanced) observations: 65				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.761412	0.352956	4.990460	0.0000
KEBIJAKAN_DEVIDEN	-0.119597	0.276863	-0.431973	0.6676
STRUKTUR_MODAL	-0.090796	0.400476	-0.226720	0.8216
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.897176	Mean dependent var	1.623230	
Adjusted R-squared	0.868386	S.D. dependent var	0.869227	
S.E. of regression	0.315344	Akaike info criterion	0.728871	
Sum squared resid	4.972101	Schwarz criterion	1.230652	
Log likelihood	-8.688299	Hannan-Quinn criter.	0.926856	
F-statistic	31.16206	Durbin-Watson stat	1.358266	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Seperti dilihat pada Tabel 4 dan Tabel 5, kedua persamaan pertama masing-masing memiliki *Probability Cross-Section Random* sebesar 0.4456 dan 0.2704 yang artinya lebih besar dari 0.05 ( $>0.05$ ) sehingga  $H_0$  diterima dan  $H_A$  ditolak sehingga kedua model adalah *Random Effect Model*. Untuk mendapatkan keputusan yang realible (keputusan dua yang sama dari tiga) dilakukan uji Lagrange Multiplier.

### 3) Uji Lagrange Multiplier

Uji *Lagrange Multiplier* dikembangkan oleh *Breusch Pagan*. Metode *Breusch Pagan* untuk uji signifikansi *random effect* didasarkan pada nilai residual dari

metode *Ordinary Least Square*. Uji *Lagrange Multiplier* tidak digunakan apabila uji *Chow* dan uji *Hausman* menunjukkan model yang paling tepat adalah pendekatan efek tetap (*Fixed Effect*). Adapun pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan hipotesis sbb.:

$H_0$  : Jika *probability Cross-Section Breusch-pagan*  $> 0.05$  maka model yang dipilih adalah *Common Effect Model*;

$H_A$  : Jika *probability Cross-Section Breusch-pagan*  $< 0.05$  maka model yang dipilih adalah *Random Effect Model*

**Tabel 6. Uji Lagrange Multiplier Persamaan Pertama**

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects Null hypotheses: No effects Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	87.99660 (0.0000)	2.383551 (0.1226)	90.38015 (0.0000)
Honda	9.380650 (0.0000)	-1.543875 (0.9387)	5.541437 (0.0000)
King-Wu	9.380650 (0.0000)	-1.543875 (0.9387)	3.353290 (0.0004)
Standardized Honda	10.26382 (0.0000)	-1.372972 (0.9151)	3.223550 (0.0006)
Standardized King-Wu	10.26382 (0.0000)	-1.372972 (0.9151)	1.066428 (0.1431)
Gourieroux, et al.	--	--	87.99660 (0.0000)

**Tabel 7. Uji Lagrange Multiplier Persamaan Kedua**

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects Null hypotheses: No effects Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	85.09720 <b>(0.0000)</b>	0.573122 (0.4490)	85.67032 (0.0000)
Honda	9.224814 (0.0000)	-0.757048 (0.7755)	5.987615 (0.0000)
King-Wu	9.224814 (0.0000)	-0.757048 (0.7755)	3.956784 (0.0000)
Standardized Honda	10.52967 (0.0000)	-0.526823 (0.7008)	3.860423 (0.0001)
Standardized King-Wu	10.52967 (0.0000)	-0.526823 (0.7008)	1.815469 (0.0347)
Gourieroux, et al.	--	--	85.09720 (0.0000)

Berdasarkan pada Tabel 4 dan Tabel 7, masing-masing *Probability Cross-Section Breusch-Pagan* sebesar 0.000 lebih kecil dari 0.05 (<0.00) sehingga H0 ditolak dan

HA diterima sehingga kedua model adalah *Random Effect Model*. Dari tiga pengujian identifikasi model, yang terdiri Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier

seperti dilihat pada Tabel 8, dapat disimpulkan model yang akan digunakan

untuk pengujian selanjutnya adalah *Random Effect Model* (REM).

**Tabel 8. Kesimpulan Identifikasi Kedua Model Persamaan**

Uji	Common Effect Model	Fixed Effect Model	Random Effect Model	Kesimpulan
Uji Chow	X	√		<i>Fixed Effect Model</i>
Uji Hausman		X	√	<i>Random Effect Model</i>
Uji LM	X		√	<i>Random Effect Model</i>

### B. Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan hasil pemilihan model regresi pada Tabel 5 diketahui hasil model regresi yang tepat digunakan adalah Random Effect Model. Model random effect menggunakan pendekatan *Generalized Least Square* (GLS). Pada pendekatan GLS ini tidak menggunakan uji asumsi klasik karena sudah dianggap *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE). Menurut (Gujarati & Porter, 2009), pengujian heteroskedastisitas tidak perlu dilakukan uji asumsi klasik karena sudah BLUE. Hal ini seperti pada pernyataan (Gujarati & Porter, 2009: 376) yang menyatakan bahwa: “*Although we have*

*stated that, in cases of heteroscedasticity, it is the GLS, not the OLS, that is BLUE, there are examples where OLS can be BLUE, despite heteroscedasticity.*”

### C. Goodness of Fit

Setelah dapat ditentukan model mana yang akan dipilih, maka tahap selanjutnya akan dilakukan uji kecocokan model yang bertujuan apakah model yang diajukan dalam keadaan fit sehingga layak untuk mengestimasi persamaan regresi berganda. Uji kecocokan model terdiri atas tiga jenis yaitu: uji koefisien diterminasi (Adjusted R<sup>2</sup>), Uji Signifikansi Parameter Simultan (Uji Statistik F), dan Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t).

**Tabel 9. Uji Goodness of Fit Persamaan Pertama**

Dependent Variable: KEBIJAKAN_DEVIDEN				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 12/17/25 Time: 14:30				
Sample: 2020 2024				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 13				
Total panel (balanced) observations: 65				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
STRUKTUR_MODAL	-0.215520	0.082626	-2.608366	0.0113
C	0.730277	0.080328	9.091195	0.0000
R-squared	0.097467	Mean dependent var		0.561754
Adjusted R-squared	0.083141	S.D. dependent var		0.401891
S.E. of regression	0.384822	Akaike info criterion		0.958214
Sum squared resid	9.329538	Schwarz criterion		1.025118
Log likelihood	-29.14195	Hannan-Quinn criter.		0.984612
F-statistic	6.803572	Durbin-Watson stat		0.250457
Prob(F-statistic)	0.011348			

**Tabel 10. Uji Goodness of Fit Persamaan Kedua**

Dependent Variable: NILAI_PERUSAHAAN				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 12/17/25 Time: 13:23				
Sample: 2020 2024				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 13				
Total panel (balanced) observations: 65				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KEBIJAKAN_DEVIDEN	0.835458	0.263950	3.165218	0.0024
STRUKTUR_MODAL	-0.086795	0.182212	-0.476339	0.6355
C	1.221777	0.255884	4.774730	0.0000
R-squared	0.166611	Mean dependent var	1.623230	
Adjusted R-squared	0.139727	S.D. dependent var	0.869227	
S.E. of regression	0.806216	Akaike info criterion	2.452124	
Sum squared resid	40.29900	Schwarz criterion	2.552480	
Log likelihood	-76.69403	Hannan-Quinn criter.	2.491721	
F-statistic	6.197513	Durbin-Watson stat	0.237897	
Prob(F-statistic)	0.003518			

**1) Uji Koefisien Determinasi**

*Adjusted R-Squared* digunakan untuk mengukur kontribusi variabel independen terhadap variabel dependen. Perbedaan penggunaan dua parameter tersebut adalah *R-Squared* digunakan untuk persamaan regresi sederhana (satu variabel independen), sedangkan *Adjusted R-Squared* digunakan untuk model regresi berganda (lebih dari satu variabel independen). Berdasarkan Tabel 9 dan Tabel 10 masing-masing R-Squared nilai Adjusted R<sup>2</sup> sebesar 0.097467 atau 9,75% dan 0.139727 atau 13.97%, hal ini menunjukkan bahwa variabel struktur modal (DER) mampu menjelaskan kebijakan deviden (DPR) sebesar 9,75% sedangkan sisanya 90,25% dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen yang tidak dimasukkan dalam model penelitian. Sedangkan variabel Kebijakan Deviden (DPR) dan variabel Struktur Modal (DER) mampu menjelaskan variabel Nilai Perusahaan (Tobin’s Q) sebesar 13.97% sedangkan sisanya sebesar 86.03% dapat dijelaskan oleh variabel-variabel

independen yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

**2) Uji Signifikansi Parameter Simultan (Uji Statistik F)**

F-Statistik bertujuan untuk mengukur apakah seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependennya. Teknik pengambilan keputusan dilakukan dengan mengkonfirmasi F-Statistic dengan tabel F, jika F-Statistic > F Tabel maka semua variabel independen dalam model berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependennya, sedangkan sebaliknya jika F-Statistic < F Tabel semua variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependennya.

Untuk persamaan pertama, dengan menggunakan Tabel F untuk jumlah variabel independen sebanyak 1 (DER) maka df1 =1 sedangkan untuk jumlah observasi sebanyak 65 serta variabel bebas dan terikat sebanyak 2 (DER dan DPR.) maka df2 sebesar 63 (65 – 2 ) maka nilai F Tabel sebesar 3.993. Berdasarkan Tabel 5, F-Statistic sebesar 6.803572 lebih besar dari F-Tabel 3.993 sehingga dapat

disimpulkan semua variabel independen yang terdiri atas: DER berpengaruh signifikan terhadap variabel independen DPR.

Untuk persamaan kedua, dengan menggunakan Tabel F untuk jumlah variabel independen sebanyak 2 (DPR dan DER) maka  $df_1 = 2$  sedangkan untuk jumlah observasi sebanyak 65 serta variabel bebas dan terikat sebanyak 3 (DER, DPR, dan Tobin's Q.) maka  $df_2$  sebesar 62 ( $65 - 3$ ) maka nilai F Tabel sebesar 3.145. Berdasarkan Tabel 5, F-Statistic sebesar 6.197513 lebih besar dari F-Tabel 3.145 sehingga dapat disimpulkan semua variabel independen yang terdiri atas: DER dan DPR berpengaruh signifikan terhadap variabel independen Tobin's Q.

### 3) Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji t bertujuan untuk menguji apakah masing-masing variabel independen dalam model memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependennya. Teknik pengambilan keputusan dilakukan dengan membandingkan t-Statistik dengan t-Tabel, jika  $t\text{-Statistik} > t\text{-Tabel}$  (untuk arah negatif

$-t\text{-Statistik} < -t\text{-Tabel}$ ) maka variabel memiliki pengaruh yang signifikan, sedangkan sebaliknya jika  $t\text{-Statistik} < t\text{-tabel}$  (untuk arah negatif  $-t\text{-Statistik} > -t\text{-Tabel}$ ) maka variabel tersebut tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Nilai df diperoleh dengan mengurangi antara seluruh sampel yang diobservasi dengan jumlah seluruh variabel yang dianalisa baik variabel independen maupun variabel dependen.

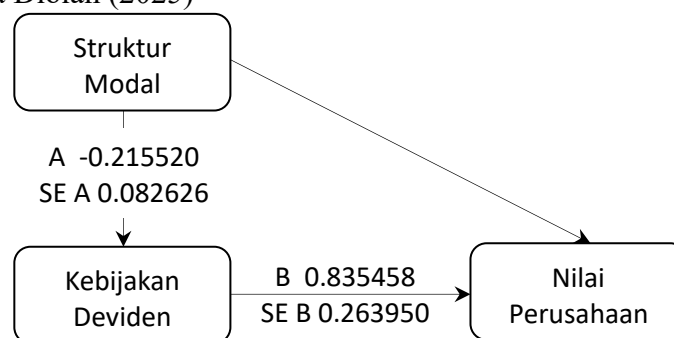
Untuk persamaan pertama, dengan jumlah observasi sebanyak 65 dan jumlah variabel yang dianalisa sebanyak 2 maka diperoleh df sebesar 63 ( $65 - 2$ ). Dengan menggunakan taraf signifikansi 5% untuk uji dua pihak diperoleh probability 0.025 (5% : 2) sehingga t-Statistik sebesar 2.38701

Untuk persamaan kedua, dengan jumlah observasi sebanyak 65 dan jumlah variabel yang dianalisa sebanyak 3 maka diperoleh df sebesar 62 ( $65 - 3$ ). Dengan menggunakan taraf signifikansi 5% untuk uji dua pihak diperoleh probability 0.025 (5% : 2) sehingga t-Statistik sebesar 2,38801.

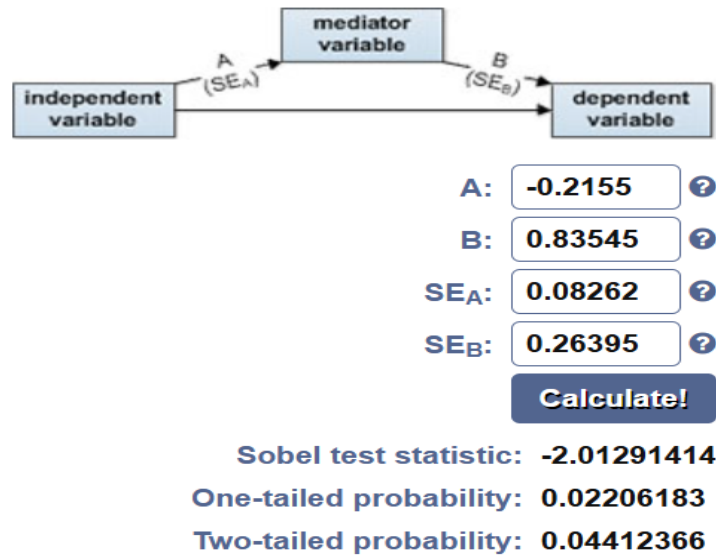
**Tabel 11. Uji Signifikansi Parameter Individual**

Variabel	t hitung		Kep.
	t <sub>hitung</sub>	t <sub>tabel</sub>	
DER → DPR	-2.608366	2.38701	Berpengaruh Signifikan
DPR → Tobin's Q	3.165218	2.38801	Berpengaruh Signifikan
DER → Tobin's Q	-0,476339	2.38801	Tidak Berpengaruh Signifikan

Sumber: Data Diolah (2025)



**Gambar 2. Model Mediasi Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen**



**Gambar 3. Uji Sobel Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen**

**1. Pengaruh Langsung Struktur Modal (DER) terhadap Kebijakan Dividen (DPR)**

Berdasarkan Tabel 11, struktur modal (DER) terhadap kebijakan dividen (DPR) memiliki nilai t statistik sebesar -2.608366 lebih kecil dari -2,38701 sehingga dapat disimpulkan struktur modal (DER) berpengaruh terhadap nilai kebijakan dividen (DPR).

**2. Pengaruh Langsung Kebijakan Dividen (DPR) terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's Q)**

Berdasarkan Tabel 11, kebijakan dividen (DPR) terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) memiliki nilai t statistik sebesar 3,165218 lebih besar dari 2,38801 sehingga dapat disimpulkan struktur modal (DER) berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q).

**3. Pengaruh Langsung Struktur Modal (DER) terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's Q)**

Berdasarkan Tabel 11, struktur modal (DER) terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) memiliki t statistik sebesar -0,476339 lebih besar dari -2.38801 sehingga dapat disimpulkan kebijakan dividen (DPR) tidak

berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q).

**4. Pengaruh Tidak Langsung Struktur Modal (DER) terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's Q) Setelah Dimediasi oleh Kebijakan Dividen (DPR)**

Berdasarkan Gambar 3, dengan menggunakan Sobel Testing struktur modal (DER) terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q) setelah dimediasi oleh Kebijakan Dividen (DPR) memiliki nilai statistik sebesar -2.0129 lebih kecil dari Z Score - 1,96 sehingga dapat disimpulkan DER berpengaruh tidak langsung terhadap Tobin's Q melalui DPR dengan arah negatif.

**KESIMPULAN DAN SARAN**

Berdasarkan hasil analisis data, dapat disimpulkan bahwa: struktur modal berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen dan kebijakan dividen berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Sedangkan struktur modal tidak berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis selanjutnya, kebijakan dividen mampu memediasi

pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Perusahaan dapat lebih fleksibel dalam menentukan struktur modal (hutang vs ekuitas) karena tidak berdampak langsung pada nilai perusahaan maupun kebijakan dividen. Untuk meningkatkan nilai perusahaan, manajemen sebaiknya fokus pada kebijakan dividen yang optimal, misalnya, *payout ratio* yang sesuai dengan ekspektasi investor. Kebijakan dividen dapat digunakan sebagai alat strategis untuk menyampaikan sinyal positif ke pasar, mengingat perannya sebagai mediator antara struktur modal dan nilai perusahaan. Penelitian lanjutan disarankan untuk memasukkan variabel lain seperti; ukuran perusahaan, profitabilitas, atau risiko yang mungkin memoderasi hubungan tersebut.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Adinda, S., Ika, D., & Rambe, R. F. (2024). Pengaruh struktur modal, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2022. *Jurnal Ekonomi Bisnis, Manajemen dan Akuntansi (Jebma)*, 4(1), 182–191. doi:10.47709/jebma.v4i1.3578
- Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2019). Dividend policy and firm performance in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 38, 1–17.
- Averio, T., Kontesa, M., & Satrio, A. B. (2024). Tobin's Q dan Determinannya: Studi Empiris. *Jurnal Ilmiah Universitas Batanghari Jambi*, 24(2), 1712. <https://doi.org/10.33087/jiubj.v24i2.5082>
- Bitu, F. Y., Hermuningsih, S., & Maulida, A. (2021). Pengaruh Profitabilitas Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan, 2(3), 298–306.
- Christina, I., & Putri, L. P. (2017). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Price To Book Value. <https://doi.org/10.5281/zenodo.1064186>
- Frank, M. and Goyal, V. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?. *Financial Management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053x.2009.01026.x>
- Gómez-Mejía, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. O. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1), 653–707. <https://doi.org/10.1080/19416520.2011.593320>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Khairunnisa, T., Taufik, & Thamrin, K. H. (2019). Pengaruh Debt to Equity Ratio, Return on Assets, Assets Growth, Current Ratio, dan Total Assets Turnover terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen*, 16(1), 31–44.
- Khan, K., Zhao, H., Zhang, H., Yang, H., Shah, M. H., & Jahanger, A. (2020). The impact of dividend policy on firm value: A mediating role of capital structure. *International Journal of Finance & Economics*, 25(3), 1–15.
- Khasbulloh, M. W., Khasanah, M., & Qusaeri, M. A. (2023). Analisis Pengaruh Likuiditas, Leverage, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel

- Intervening*. Jurnal Minfo Polgan, 12(1), 1186–1200.
- Kimunduu, G., Mwangi, M., Kaijage, E., & Ochieng, D. (2017). Financial Performance and Dividend Policy. *European Scientific Journal Esj*, 13(28), 138. <https://doi.org/10.19044/esj.2017.v13n28p138>
- Mandasari, P. (2016). *The Effect Of Dpr, Der, And Roa On Per In Consumer Goods Sector Companies Listed In Bei*.
- Mardani, R., Moeljadi, M., Sumiati, ., & Indrawati, N. (2023). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Indonesia. *International Journal of Professional Business Review*, 8(5), e0878. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i5.878>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Nguyen-Trong, N. and Nguyen, T. (2020). Firm performance: the moderation impact of debt and dividend policies on overinvestment. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 28(1), 47-63.
- Natalia, L., Astarani, J., & Rusmita, S. (2025). Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Sektor Industri yang Terdaftar di BEI Periode 2020-2024. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 13(5).
- Sari, O. T. (2013). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. In *Management Analysis Journal* (Vol. 2, Issue 2). Dipublikasikan. <http://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/maj>
- Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148–160. doi:10.1016/j.qref.2018.07.001
- Setiawan, D., & Phua, L. K. (2021). Corporate governance, dividend policy, and firm value: Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 937–946.
- Spence, M. (1973). *Job Market*. 87(3), 355–374
- Titman, S. and Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of dividend policy and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22, 1–6.
- Suarjaya, A. A. G. (2018). Pengaruh Dividend Payout Ratio, Debt To Equity Ratio, Return On Asset dan Return On Equity terhadap Price Earning Ratio Pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 7.
- Wahyudi, U., & Pawestri, H. P. (2006). *Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening*. Simposium Nasional Akuntansi IX, Padang.