

# Struktur Modal, Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Biaya Modal Sebagai Variabel Intervening

Lanny Tandean<sup>1</sup>, Abdul Rahman Mus<sup>2</sup>

Email :

<sup>1</sup> [tandeanlanny@yahoo.com](mailto:tandeanlanny@yahoo.com)

<sup>2</sup> [abdul.rahmanmus@umi.ac.id](mailto:abdul.rahmanmus@umi.ac.id)

<sup>1,2</sup> Universitas Muslim Indonesia

## ABSTRAK

*Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh struktur modal, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tercatat pada indeks LQ 45 di Bursa Efek dengan biaya modal sebagai variabel intervening. Penelitian ini menggunakan data sekunder dengan metode purposive sampling. Sampel Penelitian ini sebanyak 24 perusahaan dengan jumlah data yang diamati sebanyak 120 data. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa (1) Secara partial, variabel struktur modal dan biaya modal memiliki pengaruh langsung yang artinya berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tercatat pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016. Sedangkan kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tercatat pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016. (2) Secara tidak langsung, variabel struktur modal dan kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui biaya modal sebagai Intervening variabel. Secara simultan, variabel struktur modal, kebijakan dividen, dan biaya modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan*

*Kata kunci: Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Nilai Perusahaan dan Biaya Modal*

## PENDAHULUAN

Era globalisasi yang semakin kompetitif, berdampak terhadap adanya tuntutan terhadap perusahaan dalam memaksimalkan keuangannya. Hal ini dilakukan agar perusahaan mampu mempertahankan kelangsungan hidupnya dan dapat terus berkembang serta memberikan pengembalian yang menguntungkan dan memakmurkan para pemilik perusahaan. Cerminan nilai aset yang dimiliki perusahaan merupakan sebuah harga yang bersedia dibayar oleh calon investor seandainya suatu perusahaan akan dijual. Rustendi & Jimmi (2008) menjelaskan bahwa nilai perusahaan merupakan " *Value of the firm is the price for which the firm can be sold, which equals the present value of future profits*".

Bagi perusahaan yang telah menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjual belikan di bursa merupakan indikator nilai. Tinggi rendahnya harga saham yang dikeluarkan banyak

dipengaruhi oleh kondisi emiten sehingga dengan memaksimalkan nilai pasar perusahaan sama dengan memaksimalkan harga saham.

Pemilihan perusahaan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat pada Indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia. LQ 45 adalah indeks pasar saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang terdiri dari 45 perusahaan yang memenuhi kriteria tertentu yaitu termasuk dalam top 60 perusahaan dengan kapitalisasi pasar tertinggi dalam 1-2 bulan terakhir. Termasuk dalam top 60 perusahaan dengan nilai transaksi tertinggi di pasar regular dalam 12 bulan terakhir. Telah tercatat di Bursa Efek Indonesia selama minimal 3 bulan dan memiliki kondisi keuangan, prospek pertumbuhan dan nilai transaksi yang tinggi.

Indeks LQ-45 dihitung setiap enam bulan oleh divisi penelitian dan pengembangan Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitian ini, peneliti mengklasifikasi perusahaan-perusahaan yang bertahan di LQ 45 selama Desember 2012 sampai Desember 2016 dan mencoba mengungkap hubungan antara struktur modal, kebijakan dividen, biaya modal terhadap nilai perusahaan.

Tabel 1. Data Rata-Rata Perkembangan Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Biaya Modal dan Nilai Perusahaan Des 2012-Des 2016

Variabel Penelitian	Tahun				
	2012	2013	2014	2015	2016
Struktur Modal / DER (%)	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
Kebijakan Dividen / DPR (%)	42.7	44.4	35.5	51	36.8
Nilai Perusahaan / PBV (%)	5.1	4.8	5.1	4.7	4.3
Biaya Modal / WACC (%)	0.13	0.11	0.11	0.09	0.09

Sumber: Data Statistik idx.co.id (Data telah diolah)

Dari tabel 1, pada tahun 2012 terlihat struktur modal terjadi penurunan terus menerus selama lima tahun berturut-turut sebesar 1,9% hingga 1,7%. Berbeda halnya kebijakan dividen yang mengalami kenaikan dan penurunan sebesar 42,7% di tahun 2012 hingga 44,4% di tahun 2013. Begitupun nilai perusahaan pada tahun 2012 sebesar 5.1% dan kemudian mengalami penurunan sebesar 4,8%. Biaya modal pun mengalami penurunan dari tahun ke tahun sebesar 0,13% tahun 2012 sampai 0,11% di tahun 2013. Hal ini menunjukkan bahwa seharusnya dalam kenaikan struktur modal juga harus diikuti dengan kenaikan kebijakan dividen serta kenaikan nilai perusahaan, sedangkan biaya modal di minimalkan sehingga perusahaan mendapatkan struktur modal yang optimal, namun dalam perhitungan rata-rata pada tahun 2012 hingga tahun 2016 menunjukkan tidak demikian. Hal ini tentu saja memicu pertanyaan bahwa kondisi dan komposisi seperti apa struktur modal, kebijakan dividen, biaya modal, serta nilai perusahaan tersebut dapat dikatakan optimal atau maksimal. Apakah mungkin perusahaan yang tidak "tetap" dipengaruhi oleh struktur modal dan kebijakan dividen yang dimediasi oleh biaya modal terhadap nilai perusahaan.

*Trade-Off Theory* yang diungkapkan oleh Myers (2001) menjelaskan bahwa perusahaan akan berutang sampai pada tingkat utang tertentu, di mana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan utang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) atau reorganization, dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. *Trade-off theory* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan

---

dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio utangnya, sehingga tambahan utang tersebut akan mengurangi pajak. Dalam kenyataannya, jarang manajer keuangan yang berfikir demikian. Hasil pengamatan Donaldson (1961) menemukan bahwa perilaku struktur modal perusahaan di Amerika Serikat dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung rasio utangnya rendah. Hal ini berlawanan dengan pendapat *trade-off theory*. *Trade-off theory* tidak dapat menjelaskan korelasi negatif antara tingkat profitabilitas dan rasio utang.

*Pecking order theory* sebagaimana dijelaskan oleh Myers (1984), menyatakan bahwa "perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat utangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah." Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi (hierarki) dalam penggunaan dana. Menurut *pecking order theory* dikutip oleh Smart, Megginson, dan Gitman (2004) bahwa terdapat skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, yaitu: *Pecking order theory* tidak mengindikasikan target struktur modal. *Pecking order theory* menjelaskan urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat utang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. *Pecking order theory* ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang kecil.

Struktur modal merupakan masalah yang penting bagi perusahaan karena baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek langsung terhadap posisi finansial perusahaan, terutama dengan adanya hutang yang sangat besar akan memberikan beban kepada perusahaan. Perusahaan harus berhati-hati dalam menentukan struktur modal yang optimal. Perusahaan dalam keadaan apapun jangan sampai jumlah hutang lebih besar dari pada jumlah modal sendiri atau dengan kata lain jangan sampai lebih besar dari 50% sehingga modal yang dijamin (hutang) tidak lebih besar dari modal yang menjadi jaminannya (modal sendiri). Berdasarkan konsep *cost of capital*, perusahaan berusaha memiliki struktur modal yang optimal dalam arti bahwa struktur modal yang meminimumkan biaya penggunaan modal rata-rata.

Penelitian Artini dan Puspaningsih (2011) menyatakan bahwa struktur modal tidak signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Umrie dan Diah (2012) membuktikan secara empiris bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian Sari (2014), Dewi, Yuniarta dan Atmadja (2014) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Gayatri dan Mustanda (2013) menemukan secara empiris bahwa ada pengaruh positif signifikan struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Pada hakikatnya perusahaan investor atau pemilik saham selalu mengharapkan pembagian dividen yang selalu tinggi walaupun pada kenyataannya terkadang laba mengalami fluktuasi. Kebijakan dividen dapat mempengaruhi nilai saham. Dividen kecil, nilai saham rendah karena investor tidak tertarik membeli saham, sebaliknya dividen besar, nilai saham tinggi karena investor tertarik membeli saham. Nilai saham rendah dan nilai saham tinggi didasarkan bahwa nilai saham ditentukan oleh permintaan dan penawaran. Dengan adanya pembagian dividen yang besar maka investor banyak yang tertarik membeli saham. Banyaknya investor yang membeli saham maka harga saham akan naik. Sedangkan ketika dividen yang dibagikan rendah maka investor enggan dan tidak berminat

---

melakukan investasi sehingga harga saham menurun (asumsi permintaan dan penawaran). Beberapa Penelitian yang berkaitan pernah dilakukan Artini dan Puspaningsih (2011) yang menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Gayatri dan Mustanda (2013) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini, peneliti mengasumsikan bahwa semakin besar pembagian dividen dalam perolehan laba perusahaan, maka semakin tinggi harga saham perusahaan (hukum penawaran) karena menarik para investor untuk menanamkan modalnya. Dengan menarik para investor untuk menginvestasi dananya maka hal itu dapat mencerminkan nilai perusahaan yang baik.

Salah satu cara yang dapat dilakukan oleh perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaannya adalah dengan membagikan dividen yang optimal. Optimal disini memiliki arti bahwa perusahaan harus mengambil keputusan yang seimbang antara kebijakan dalam membagikan dividen dengan menginvestasikan kembali laba tersebut dalam bentuk laba ditahan untuk pertumbuhan dimasa yang akan datang. Karena para investor tidak hanya tertarik pada pembayaran dividen yang tinggi, tapi pertumbuhan perusahaan dimasa depan juga mendatangkan keuntungan bagi para investor tersebut. Jadi, jika dividen dibagikan maka hal tersebut akan meningkatkan harga saham yang juga berakibat pada peningkatan nilai perusahaan. Dari penjelasan ini maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

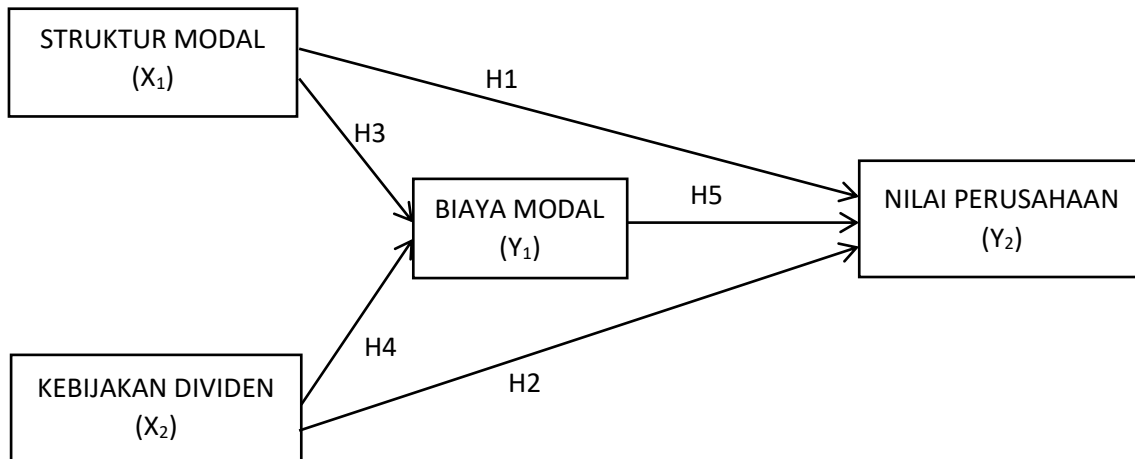
Finansial pada laporan keuangan ini sangat mudah dilihat pada laporan neraca. Pada neraca terdapat dua sisi yaitu sisi aktiva dan passiva. Sisi aktiva terdiri dari akun asset. Asset menunjukkan struktur kekayaan perusahaan. Sementara sisi passiva terdiri dari akun utang dan modal. Dengan melihat sisi passiva kita dapat mengetahui struktur keuangan dan struktur modal perusahaan.

Struktur modal yang optimal dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata, sehingga nilai perusahaan menjadi maksimal. Oleh karena itu menentukan struktur modal menjadi sangat penting. Biaya modal dapat digunakan sebagai ukuran diterima atau ditolaknya suatu usulan investasi. Sehingga dapat disimpulkan bahwa bahwa struktur modal terhadap biaya modal berpengaruh sebab dengan struktur modal yang optimal maka dapat meminimalkan penggunaan biaya modal.

Menurut Said (2012) kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan tentang keuntungan atau laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau untuk pembiayaan investasi di masa mendatang dalam bentuk laba ditahan (*retained earnings*). Jika dividen yang dibagikan perusahaan semakin besar, harga pasar saham perusahaan tersebut akan semakin tinggi dan sebaliknya. Hal itu berdampak pula pada nilai perusahaan yang baik. Keberhasilan kebijakan dividen yang dapat menarik investor haruslah menggunakan atau menyeimbangkan penggunaan struktur modal. Struktur modal yang optimal juga diperoleh saat biaya modal yang rendah. Biaya modal yang dapat dikendalikan secara optimal oleh perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan dividen sebab perusahaan tidak dapat membagikan dividen sebesar-besarnya jika biaya modal perusahaan terlalu besar. Dari penjelasan ini dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap biaya modal. Hal itu diasumsikan bahwa semakin besar dividen maka semakin rendah biaya modal.

Biaya modal (*cost of capital*) adalah biaya riil yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dana baik yang berasal dari hutang, saham preferen, saham biasa, maupun laba ditahan untuk mendanai suatu investasi atau operasi perusahaan. Sedangkan nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap suatu perusahaan. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Dengan penjelasan tersebut terdapat perbedaan antara biaya modal dan nilai perusahaan, maka dari itu peneliti menduga bahwa biaya modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Untuk menjelaskan hubungan antara variabel struktur modal, kebijakan dividen, biaya modal dan nilai perusahaan, maka digambarkan model penelitian sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Konseptual

Dalam penelitian ini dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

1. Struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui biaya modal pada perusahaan yang tercatat pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia.
2. Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui biaya modal pada perusahaan yang tercatat pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia.
3. Struktur modal berpengaruh dan signifikan terhadap biaya modal pada perusahaan yang tercatat pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia.
4. Kebijakan dividen berpengaruh dan signifikan terhadap biaya modal pada perusahaan yang tercatat pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia.
5. Biaya modal tidak berpengaruh dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang tercatat pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia.

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas (*causal effect*) dengan pendekatan kuantitatif untuk mengukur pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan biaya modal sebagai intervening variabel. Populasi dalam penelitian ini yaitu perusahaan yang tercatat pada Indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia berjumlah 45 perusahaan. Penentuan sampel menggunakan metode Purposive Sampling melalui pemilihan kriteria-kriteria tertentu. Adapun kriteria pengambilan sampel, Perusahaan yang terdaftar pada Indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia selama

periode tahun 2012 – 2016. Dalam penelitian ini terdapat 24 perusahaan yang “tetap” berada di LQ 45 selama lima tahun berturut-turut dan perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan pada periode 2012-2016. Dengan kriteria tersebut, maka sampel penelitian ini sebanyak 24 perusahaan, sehingga jumlah data yang diamati adalah sebanyak 120 annual report mulai tahun 2012-2016.

Data penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari laporan keuangan yang di dapatkan dari situs resmi Bursa Efek Indonesia yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan data yang berasal dari Indeks Capital Market Directory (ICMD). Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini adalah studi dokumenter yaitu pengumpulan dokumen sekunder laporan keuangan perusahaan.

Penelitian ini menggunakan analisis jalur dengan pengujian IBM SPSS untuk menguji ketujuh hipotesis. Masing-masing hipotesis akan dianalisis menggunakan software IBM SPSS statistics versi 25 untuk menguji hubungan antar variabel. Sebelum olah data dilakukan, data diuji dahulu dengan uji asumsi klasik untuk memastikan tidak terdapat masalah normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Jika terpenuhi, maka model analisis tersebut layak digunakan. Selanjutnya dilakukan pengujian multikolinearitas, heteroskedastisitas, autokorelasi dan uji linearitas.

Pengujian hipotesis dianalisis secara kuantitatif dengan menggunakan teknik pengujian model analisis jalur, yang dihitung dengan menggunakan perangkat lunak (software) IBM SPSS statistics versi 25. Dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y1 = \beta_1(X1) + \beta_2(X2) + e_1 \dots\dots\dots (I)$$

$$Y2 = \beta_1(X1) + \beta_2(X2) + Y1 + e_2 \dots\dots\dots (II)$$

Keterangan :

X1 = Struktur Modal

X2 = Kebijakan Dividen

Y1 = Biaya Modal

Y2 = Nilai Perusahaan

E = Error

B = Beta

## HASIL DAN PEMBAHASAN

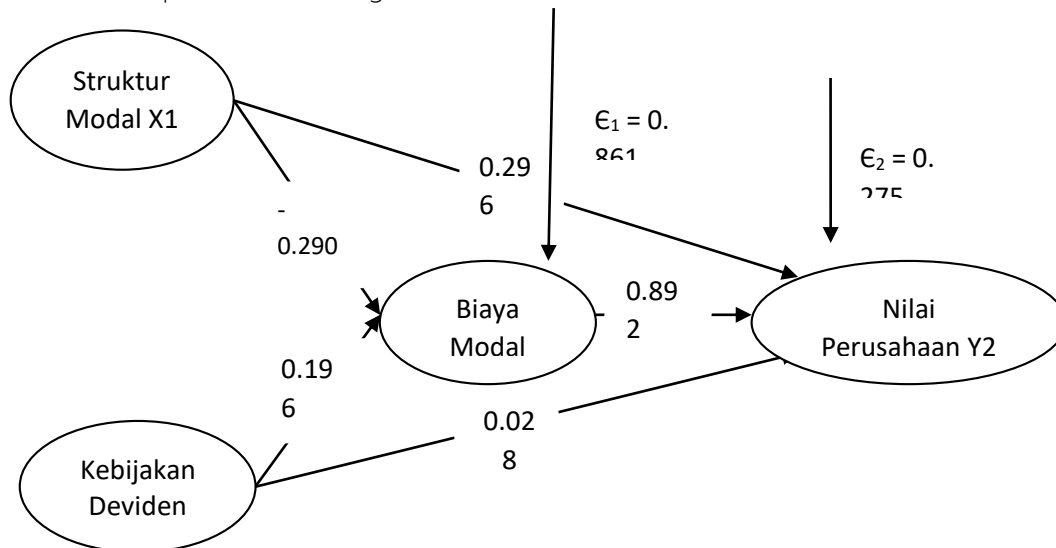
Dalam penelitian ini terdapat 24 perusahaan yang terdiri dari sektor pertanian sebanyak 2 perusahaan (AALI dan LSIP), sektor peternakan (CPIN), sektor pertambangan sebanyak 2 perusahaan (ADRO dan PTBA), sektor otomotif 1 perusahaan (ASII), sektor property sebanyak 2 perusahaan (ASRI dan LPKR), sektor keuangan/bank sebanyak 4 perusahaan (BBCA, BBNI, BBRI, dan BMRI), sektor infrastruktur sebanyak 2 perusahaan (JSMR dan PGAS), sektor semen sebanyak 2 perusahaan (INTP dan SMGR), sektor grosir sebanyak 2 perusahaan (AGRA dan UNTR), sektor makanan dan minuman sebanyak 2 perusahaan (ICBF dan INDF), sektor farmasi (KLBF), sektor kosmetik (UNVR), sektor telekomunikasi (TLKM), serta sektor tembakau (GGRM).

Tujuan penggunaan path analysis model ini adalah untuk mengetahui pengaruh langsung dan tidak langsung dari variabel struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui biaya modal.

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini diawali dengan melakukan pengujian kesesuaian model. Tetapi sebelum melakukan pengujian tersebut, terlebih dahulu mesti menggambarkan

hubungan antar variabel dalam bentuk diagram path yang kemudian melakukan estimasi atas hasil pengolahan data. Path diagram berfungsi untuk melihat besarnya pengaruh dari masing-masing variabel, baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016.

Setelah membentuk model berdasarkan teori, maka didapatkan model analisis jalur sehingga dapat dibangun path diagram. Path diagram ini sangat memudahkan untuk melihat hubungan kausalitas yang akan diuji. Adapun bentuk path diagram hasil olahan data melalui IBM SPSS statistics versi 25 didapatkan hasil sebagai berikut:



Gambar 2. Path Diagram

Koefisien Jalur Persamaan I :

Berdasarkan output persamaan I pada bagian tabel Coefficients, diketahui bahwa nilai signifikansi dari ketiga variabel yaitu  $X_1 = 0,000$ , dan  $Y_1 = 0,000$  lebih kecil dari 0,05. Sementara  $X_2 = 0,574$  lebih besar dari 0,05. Hasil ini memberi kesimpulan bahwa persamaan I, yakni variabel  $X_1$ , dan  $Y_1$  berpengaruh signifikan terhadap  $Y_2$ . Sementara  $X_2$  tidak berpengaruh terhadap  $Y_2$ . Besarnya nilai  $R^2$  atau R Square yang terdapat pada tabel Model Summary adalah sebesar 0,725 hal ini menunjukkan bahwa kontribusi  $X_1$ ,  $X_2$  dan  $Y_1$  terhadap  $Y_2$  adalah sebesar 72,5% sementara sisanya 27,5% merupakan kontribusi dari variabel-variabel lain yang tidak diteliti. Sementara untuk nilai  $e_2 = \sqrt{1 - 0,725} = 0,275$ .

Koefisien Jalur Persamaan II :

Mengacu pada output persamaan II pada bagian tabel Coefficients dapat diketahui bahwa nilai signifikansi dari kedua variabel yaitu  $X_1 = 0,001$  dan  $X_2 = 0,026$  lebih kecil dari 0,05. Hasil ini memberikan kesimpulan bahwa persamaan II, yakni variabel  $X_1$  dan  $X_2$  berpengaruh signifikan terhadap  $Y_1$ . Besarnya nilai  $R^2$  atau R Square yang terdapat pada tabel Model Summary adalah sebesar 0,139, hal ini menunjukkan bahwa kontribusi atau sumbangan pengaruh  $X_1$  dan  $X_2$  terhadap  $Y_1$  adalah sebesar 13,9% sementara sisanya 86,1% merupakan kontribusi dari variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian. Sementara itu, untuk nilai  $e_1$  dapat dicari dengan rumus  $e_1 = \sqrt{1 - 0,139} = 0,861$

Tabel 2. Uji Asumsi Klasik

Uji Statistik	Persamaan I	Persamaan II
Normalitas	memenuhi	memenuhi
Multikolinearitas	Tidak terdapat multikolinearitas	Tidak terdapat multikolinearitas
Heteroskedastisitas	tidak terjadi heteroskedastisitas	tidak terjadi heteroskedastisitas
Autokorelasi	tidak terdapat autokorelasi	tidak terdapat autokorelasi

Sumber: Data sekunder diolah dengan SPSS

Berdasarkan table 2, dapat diketahui secara signifikan mempengaruhi pada level signifikansi 5% ( $\alpha$  0,05). Hal ini sudah membuktikan bahwa beberapa hipotesis diterima dan ditolak.

Berdasarkan hasil tersebut maka dapat dibentuk model *path analysis* dengan menggunakan nilai koefisien jalur yang sudah distandarisasi (*standardized beta*). Koefisien jalur yang digunakan untuk menginterpretasi model *path analysis* ini berbeda dengan koefisien yang digunakan untuk melihat pengaruh langsung dan tidak langsung masing-masing variabel yang diteliti. Hal ini dikarenakan untuk koefisien yang belum distandarisasi (*understandized beta*) masih menggunakan satuannya masing-masing. Sedangkan untuk koefisien yang sudah distandarisasi (*standardized beta*) semua satuan masing-masing variabel yang berbeda sudah disamakan (distandarisasi), sehingga nilai inilah yang digunakan untuk interpretasi model agar hasilnya menunjukkan kondisi yang sebenarnya sesuai dengan satuan dari masing-masing variabel.

Dengan menggunakan koefisien jalur yang sudah distandarisasi (*standardized beta*) maka dapat dibentuk persamaan *path analysis* sebagai berikut:

$$Y_2 = \beta_1(X_1) + \beta_2(X_2) + Y_1 + e_1 \dots\dots\dots (I)$$

$$= 0,296 (X_1) + 0,028 (X_2) + 0,892 (Y_1) + e_1$$

$$Y_1 = \beta_1(X_1) + \beta_2(X_2) + e_2 \dots\dots\dots (II)$$

$$= -0,290 (X_1) + 0,196 (X_2) + e_2$$

Berdasarkan persamaan tersebut dapat diinterpretasikan untuk masing-masing variabel sebagai berikut:

1. Pada persamaan pertama, nilai koefisien jalur menunjukkan variabel struktur modal, kebijakan dividen dan biaya modal memiliki pengaruh positif terhadap variabel nilai perusahaan. Ini berarti jika dalam penerapan struktur modal, kebijakan dividen, dan biaya modal mengalami peningkatan, maka nilai perusahaan juga mengalami peningkatan.
2. Pada persamaan kedua, nilai koefisien jalur yang sama ada yang menunjukkan pengaruh negatif yaitu variabel struktur modal terhadap biaya modal. Ini berarti jika dalam penerapan biaya modal mengalami peningkatan, maka struktur modal mengalami penurunan. Sedangkan kebijakan dividen menunjukkan pengaruh positif terhadap biaya modal. Ini berarti jika dalam penerapan kebijakan dividen mengalami peningkatan, maka biaya modal juga mengalami peningkatan.

## Pembahasan

### *Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan*

Berdasarkan pengujian secara parsial menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menemukan bahwa variabel struktur modal terhadap nilai perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.



---

Koefisien jalur yang menunjukkan bahwa pengaruh langsung yang diberikan struktur modal (X1) terhadap nilai perusahaan (Y2) sebesar 0,296. Sedangkan pengaruh tidak langsung struktur modal (X1) melalui biaya modal (Y1) terhadap nilai perusahaan (Y2) adalah perkalian antara nilai beta X1 terhadap Y1 dengan nilai beta Y1 terhadap Y2 yaitu :  $-0,290 \times 16,996 = -4,92884$ . Maka pengaruh total yang diberikan X1 terhadap Y2 adalah pengaruh langsung ditambah dengan pengaruh tidak langsung yaitu :  $0,296 + -4,92884 = -4,63284$ . Berdasarkan hasil perhitungan di atas diketahui bahwa nilai pengaruh langsung sebesar 0,296 dan pengaruh tidak langsung sebesar -4,92884 yang berarti bahwa nilai pengaruh langsung lebih besar dibandingkan dengan nilai pengaruh tidak langsung. Hasil ini menunjukkan bahwa secara langsung struktur modal (X1) melalui biaya modal (Y1) mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2).

Hasil ini berarti bahwa semakin baik struktur modal maka akan berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Dalam artian bahwa semakin optimal struktur modal perusahaan maka nilai perusahaan pun juga semakin meningkat. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Umrie dan Diah (2012), Gayatri dan Mustanda (2013), Sari (2014), Dewi, Yuniarta dan Atmadja (2014) juga menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Teori Modigliani & Miller menyatakan bahwa peningkatan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan apabila belum mencapai titik optimalnya, hal ini diperkuat oleh teori *Trade-off* yang menjelaskan bahwa penggunaan utang dapat mengurangi beban pajak dan biaya agensi perusahaan (Brigham dan Houston, 2001).

Namun, penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Artini dan Puspaningsih (2011) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel lain yaitu pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang semakin bertumbuh akan sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan tersebut. Hasil penelitian itu juga diperkuat dengan teori *Irrelevance theory* yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (MM) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh proporsi utang dalam struktur modal perusahaan namun ditentukan oleh investasi dan operasi.

Adanya perbedaan perlakuan tersebut memperlihatkan bahwa dalam pengelolaan struktur modal terdapat dua hal yang perlu diperhatikan, pertama, komposisi struktur modal dapat mempengaruhi nilai perusahaan melalui peningkatan atau penurunan nilai pasar sekuritas perusahaan.. kedua, komponen struktur modal yaitu *Debt to Equity* (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian sendiri yang digunakan untuk membayar utang.

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

Berdasarkan pengujian secara parsial, ditemukan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa variabel kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Maka hipotesis kedua ditolak yang berarti kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan koefisien jalur yang menunjukkan bahwa diketahui pengaruh langsung yang diberikan kebijakan dividen (X2) terhadap nilai perusahaan (Y2) sebesar 0,028. Sedangkan pengaruh tidak langsung kebijakan dividen (X2) melalui biaya modal (Y1) terhadap nilai perusahaan (Y2) adalah

---

perkalian antara nilai beta X2 terhadap Y1 dengan nilai beta Y1 terhadap Y2 yaitu :  $0,196 \times 0,892 = 0,1748$ . Maka pengaruh total yang diberikan X2 terhadap Y2 adalah pengaruh langsung ditambah dengan pengaruh tidak langsung yaitu :  $0,196 + 0,175 = 0,3708$ . Berdasarkan hasil perhitungan di atas diperoleh nilai pengaruh langsung sebesar 0,196 dan pengaruh tidak langsung sebesar 0,175 yang berarti bahwa nilai pengaruh langsung lebih besar dari pada nilai pengaruh tidak langsung. Hasil ini menunjukkan bahwa secara langsung kebijakan dividen (X2) melalui biaya modal (Y1) mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (Y2).

Berdasarkan hasil ini, maka dapat dijelaskan bahwa secara langsung kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa tinggi rendahnya dividen yang dibagi kepada pemegang saham tidak berkaitan dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan teori Dividen tidak Relevan yang menjelaskan bahwa *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah tidak relevan, selanjutnya nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan. Sementara itu, keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Gayatri dan Mustanda (2013) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun, penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Wijaya dan Wibawa (2010) serta Sari (2014) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sebab para investor lebih menyukai perusahaan yang membagikan dividen karena adanya kepastian tentang *return* dari investasi yang dilakukan oleh investor serta dapat mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan.

Adanya perbedaan perlakuan tersebut memperlihatkan bahwa kebijakan dividen dapat berpengaruh dan tidak dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang dapat dilihat dari jangka panjang maupun jangka pendek. Dalam jangka pendek, kebijakan dividen dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan disebabkan karena investor lebih menyukai pembagian dividen yang risikonya lebih kecil dibandingkan dengan *capital gain*. Sedangkan dalam jangka panjang, kebijakan dividen tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan disebabkan karena tinggi rendahnya dividen yang dibagi kepada pemegang saham tidak berkaitan dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan.

#### *Pengaruh Struktur Modal terhadap Biaya Modal*

Hasil penelitian diperoleh variabel struktur modal terhadap biaya berpengaruh negative. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa variabel struktur modal terhadap biaya modal memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap biaya modal. Maka hipotesis ketiga dapat diterima yang berarti struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap biaya modal. Sesuai dengan hasil pengujian hipotesis, maka dapat dijelaskan bahwa struktur modal tidak berpengaruh langsung dan signifikan terhadap biaya modal. Hal ini berarti bahwa semakin baik struktur modal maka akan berdampak negatif terhadap biaya modal. Dalam artian bahwa, semakin optimal dalam komposisi atau keseimbangan struktur modal perusahaan maka dapat meminimalkan penggunaan biaya modal perusahaan.

---

### *Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Biaya Modal*

Variabel kebijakan dividen terhadap biaya modal berpengaruh positif terhadap biaya modal. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa variabel kebijakan dividen terhadap biaya modal berpengaruh dan signifikan terhadap biaya modal. Maka hipotesis keempat diterima yang berarti kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap biaya modal. Sesuai dengan hasil pengujian hipotesis tersebut, maka dapat dijelaskan bahwa kebijakan dividen berpengaruh langsung dan signifikan terhadap biaya modal. Hal ini berarti bahwa semakin baik kebijakan dividen maka akan berdampak positif terhadap biaya modal. Dalam artian bahwa, semakin tinggi kebijakan dividen perusahaan maka penggunaan biaya modal pun juga semakin meningkat.

### *Pengaruh Biaya Modal terhadap Nilai Perusahaan*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa biaya modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa variabel biaya modal terhadap nilai perusahaan memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Maka hipotesis kelima ditolak yang berarti biaya modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini diperkuat dengan penjelasan biaya modal rata-rata tertimbang yang menjelaskan bahwa perhitungan biaya modal memegang peranan penting untuk membimbing perusahaan dalam membuat keputusan investasi. Tingkat biaya penggunaan modal yang harus diperhitungkan oleh perusahaan adalah tingkat penggunaan biaya modal secara keseluruhan, karena itu biaya dari masing-masing sumber itu berbeda-beda, maka untuk menetapkan biaya modal dari keseluruhan perlu menghitung rata-rata tertimbang dari berbagai sumber dana tersebut.

Konsep biaya modal dimaksudkan untuk dapat menentukan besarnya biaya riil dari penggunaan modal masing-masing sumber dana untuk kemudian menentukan biaya modal rata-rata atau biaya modal rata-rata tertimbang atau *Weighted Average Capital Cost (WACC)*. Upaya yang dapat dilakukan perusahaan dalam memaksimalkan nilai perusahaan, salah satunya melalui pengelolaan aspek keuangan dimana pimpinan perusahaan dituntut untuk melakukan pengelolaan aset-aset ini dikaitkan dengan hal penarikan sumber dana dan pengelolaan dana yang merupakan salah satu fungsi manajer keuangan.

## SIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian ini menemukan bahwa secara partial, variabel struktur modal dan biaya modal memiliki pengaruh langsung yang artinya berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tercatat pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016. Sedangkan kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tercatat pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016. Secara tidak langsung, variabel struktur modal dan kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui biaya modal sebagai *Intervening* variabel pada perusahaan yang tercatat pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016. Secara simultan, variabel struktur modal, kebijakan dividen, dan biaya modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang tercatat pada indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016.

---

Beberapa saran yang berhubungan dalam penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan yang berharga bagi pihak yang terkait. Bagi investor dapat mempertimbangkan ketiga variabel yaitu struktur modal, kebijakan dividen dan biaya modal yang secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sebagai dasar dalam menilai dan memilih saham untuk berinvestasi. Bagi emiten seharusnya lebih mempertimbangkan hal-hal yang membuat para investor untuk tertarik membeli saham-sahamnya dan akan memicu aktivitas perdagangan saham dan bagi peneliti yang akan melakukan penelitian dengan topik yang sama, maka hendaknya melakukan penelitian dengan menggunakan variabel yang berbeda dan dengan periode yang lebih banyak dan aktual.

## REFERENSI

- Arieska, Metha dan Barbara Gunawan. 2011. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai Variabel Moderasi. Universitas Muhammadiyah Yogyakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 13, No. 1, Mei 2011:13-23.
- Artini, Luh Gede Sri. Dan Puspaningsih, Ni Luh Anik. 2011. Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividend dan Nilai Perusahaan. Fakultas ekonomi Universitas Udayana. *Jurnal keuangan dan Perbankan*, Vol.15 No.1 Januari 2011. Terakreditasi SK. No. 641/DIKTI/Kep/2010.
- Dewi, Putu Yunita Saputri., Yuniarta, Gede Adi, dan Atmadja, Ananta Wikrama Tungga. 2014. Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan LQ 45 di BEI Periode 2008-2012. *E-Journal S1 Ak Universitas Pendidikan Ganesha Jurusan Akuntansi S1 (volume 2 no: 1 Tahun 2014)*.
- Gayatri, Ni Luh Putu Rassri, dan Mustanda, I Ketut. 2013. Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividend an Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan. Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.
- Miller, Merton H. dan Modigliani, F. 1961. Dividend Policy growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*, Vol. 34, 411-433.
- Myers, S.C. 2001. Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Rustendi, Tedi & Farid Jimmi. 2008. Pengaruh Hutang dan Kepemimpinan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal akuntansi*. Vol. 3 No. 1. Hal. 412-423.
- Smart, S. B., Megginsin, Gitman. 2004. *Corporate Finance*. Ohio: South-Western, Thomson Learning.
- Said, Salmah. 2012. *Manajemen Keuangan: Suatu Pengantar*. Makassar: Alauddin University Press.
- Sari, Wanda Novita. 2014. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2013). Fakultas Ekonomi Universitas Raja Ali Haji (UMRAH) Tanjung Pinang.
- Yuliani., Umrie, Rasyid Hs. Dan Diah Yuliansyah M. 2012. Determinan Struktur Modal dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan pada Pasar yang sedang Berkembang (studi pada Sektor Real Estate and Property). Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya.
- Wijaya, Lihan Rini Puspo dan Wibawa, Bandi Anas, 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas