

THE EFFECT OF CAPITAL STRUCTURE ON FIRM VALUE BY USING DIVIDEND POLICY AS AN INTERVENING VARIABLE (Study on Pharmaceutical Sub Sector Companies)

Hairudin¹, Desmon²

¹ Universitas Mitra Indonesia

khairuddinkusman1@gmail.com¹, desmon@umitra.ac.id²

INFO ARTIKEL

Histori Artikel :

Tgl. Masuk : 9 April 2020

Tgl. Diterima : 17 April 2020

Tersedia Online : 18 April 2020

Keywords:

firm value, capital structure, dividend policy, PBV, DER, DPR

ABSTRAK/ABSTRACT

This study aims to examine and determine the effect of capital structure on firm value, with dividend policy as an intervening variable in the pharmaceutical sub-sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2009-2016, with a total sample of 5 companies. This study uses path analysis. The results of this study indicate that the capital structure has a negative influence on firm value. While the capital structure also has a negative influence on dividend policy and dividend policy has a positive influence on company value, from the results of path analysis it is concluded that dividend policy can mediate the relationship between capital structure and firm value.

PENDAHULUAN

1. Latar Belakang Masalah

Perusahaan dalam menghadapi persaingan dituntut untuk meningkatkan nilai perusahaan yang tinggi agar dapat bersaing dengan baik dan tidak tertinggal dengan perusahaan lain. Ketatnya persaingan di era globalisasi ini meningkatkan nilai perusahaan yang tinggi merupakan tujuan jangka panjang yang seharusnya dicapai perusahaan yang akan tercermin dari harga pasar sahamnya karena penilaian investor terhadap perusahaan dapat diamati melalui pergerakan harga saham perusahaan yang ditransaksikan di bursa untuk perusahaan yang sudah go public (Amanah, Rahayu, & Sudjana, 2015).

Memaksimalkan kemakmuran pemegang saham merupakan salah satu tujuan dari sebuah perusahaan, hal ini dapat terwujud dengan adanya upaya peningkatan atau maksimalisasi nilai pasar atas harga saham perusahaan yang bersangkutan (Manoppo & Arie, 2016).

Menurut (Husnan, 2013) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Bagi perusahaan go public, nilai perusahaan dapat dilihat dari nilai saham yang ada di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat mencerminkan nilai aset yang dimiliki oleh perusahaan dan semakin tinggi nilai perusahaan maka perusahaan akan memiliki citra yang semakin baik (Arindita & Sampurno, 2015). Nilai perusahaan merupakan kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran di pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan (Harmono, 2011).

Tujuan jangka panjang dari dibentuknya suatu perusahaan adalah untuk mengoptimalkan nilai perusahaan dengan meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan merupakan suatu keadaan tertentu yang telah diraih perusahaan di mana menggambarkan

persepsi investor terhadap kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan melalui serangkaian proses pelaksanaan fungsi manajemen dari semenjak perusahaan didirikan hingga saat ini. Nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan prestasi kinerja yang baik sehingga menjadi keinginan para pemilikinya. Semakin tinggi nilai perusahaan, semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan (Wiagustini, 2013).

Nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan rasio penilaian atau rasio ukuran pasar, kedua Rasio ini digunakan untuk mengestimasi nilai intrinsik perusahaan. Rasio penilaian atau rasio ukuran pasar diukur dengan menggunakan rasio harga terhadap nilai *Price book value* (PBV). *Price book value* (PBV) merupakan rasio yang menunjukkan hasil perbandingan antara harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat harga saham apakah *overvalued* atau *undervalued*. Semakin rendah nilai *Price book value* (PBV) suatu saham maka saham tersebut dikategorikan *undervalued*, di mana sangat baik untuk investasi jangka panjang. Namun, rendahnya nilai PBV juga dapat mengindikasikan menurunnya kualitas dan kinerja fundamental emiten (Hery, 2015).

Rasio PBV mengukur harga pasar terhadap nilai buku perusahaan, nilai buku sendiri merupakan nilai yang akan didapat oleh pemegang saham ketika perusahaan dilikuidasi, oleh karena itu rasio PBV sendiri digunakan untuk melihat sejauh mana harga pasar terhadap nilai bukunya. Semakin tinggi rasio PBV lebih dari 1 (satu), maka semakin tinggi nilai perusahaan tersebut.

Prediksi yang mempengaruhi nilai perusahaan dalam penelitian ini adalah struktur modal. Menurut Musthafa (2017) struktur modal merupakan perimbangan antara jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Struktur modal menentukan penggunaan utang yang dilakukan oleh perusahaan untuk

mendanai kegiatan operasional perusahaan. Dengan proporsi utang dalam *balancing theory* menjelaskan bahwa proporsi penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan dalam tingkat tertentu. Tetapi jika melewati batas optimal penggunaan utang akan menurunkan nilai perusahaan.

Seiring perkembangan zaman, berkembangnya berbagai usaha dan bisnis yang diiringi persaingan ketat diantara para pelaku bisnis di dalamnya. Tujuan utama perusahaan ialah memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dari kegiatan bisnis yang dilakukan. Perusahaan akan mengupayakan berbagai cara termasuk mencari dana baik yang berasal dari internal maupun eksternal untuk dapat membiayai bisnisnya. Sumber dana internal yang berasal dari dalam perusahaan seperti laba ditahan dan depresiasi. Sedangkan dana eksternal berasal dari luar perusahaan yang di dapat dari supplier seperti utang (*laverage*), surat berharga (obligasi), emisi saham baru, diskon pembelian, pemasok, kreditur dan lain-lain.

Trade off theory menjelaskan bahwa semakin tinggi perusahaan melakukan pendanaan menggunakan utang maka semakin besar pula risiko mereka mengalami kesulitan keuangan karena membayar bunga tetap yang terlalu besar bagi para *debt holders* setiap tahun nya dengan kondisi laba bersih yang belum pasti (Eugene F Brigham & Houston, 2015).

Perusahaan farmasi merupakan salah satu sektor yang sangat penting di Indonesia. Akan tetapi, terdapat berbagai ancaman yang ada di perusahaan farmasi tersebut. Seperti banyaknya bahan baku yang di impor kedalam perusahaan tersebut sehingga mengakibatkan harga produk yang dikeluarkan menjadi relatif mahal yang akan menjadi tantangan terbesar bagi perusahaan farmasi. Walaupun dengan harapan laju pertumbuhan industri farmasi akan terus berada diatas proyeksi pertumbuhan ekonomi dengan adanya program Jaminan Kesehatan Nasional.

Ketergantungan impor barang bahan baku memang terjadi diakibatkan karena banyaknya investasi yang masuk kebanyakan masih pada sektor hilir atau sektor luar negeri. Sehingga pada bagian sektor hulu atau dalam negeri sangat sedikit investasi yang terjadi pada perusahaan farmasi. Di sebabkan kebanyakan barang bahan baku yang di impor atas dasar belum mampunya membuat bahan baku obat sendiri. Walaupun memiliki industri farmasi yang mandiri sudah dimimpikan oleh pemerintah sejak lama.

Tabel 1
Nilai PBV dan DER
Sektor Pertambangan Periode 2009-2016

No	Jenis Rasio	Tahun							
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	PBV	2,142	3,576	3,67	5,116	4,732	4,958	3,596	4,644
2	DER	0,408	0,322	0,31	0,352	0,382	0,366	0,44	0,474

Sumber: FactBook (Data diolah, 2018)

Berdasarkan grafik di atas, dapat terlihat bahwa rata-rata PBV dan DER mengalami fluktuasi yang tidak terlalu besar selama tahun 2009-2016. Sementara rata-rata PBV terlihat cenderung meningkat selama 2009-2016 setelah sebelumnya mengalami penurunan signifikan pada tahun 2015. Kenaikan DER pada tahun 2016 juga diikuti oleh kenaikan PBV pada tahun yang sama. Sementara penurunan PBV yang terjadi pada tahun 2015 justru diikuti oleh kenaikan DER pada tahun yang sama.

Dari teori yang telah paparkan di atas serta melihat grafik yang telah disajikan penurunan nilai perusahaan yang diukur oleh PBV yang terjadi pada perusahaan sub sektor farmasi dari tahun 2013 senilai 4,73 dan pada tahun 2015 senilai 3,60. Penurunan ini di justru karena kenaikan struktur modal yang di ukur oleh DER pada tahun 2013 dengan nilai 0,38 dan tahun 2015 dengan nilai 0,44. Sehingga dalam grafik yang telah disajikan terlihat bahwa salah satu alasan turunnya nilai perusahaan dipengaruhi oleh naiknya struktur modal.

Menurut *trade of theory* yang di ungkapkan oleh Myers dalam (Sulindawati, Erni, Yuniarta, & Purnamawati, 2017) perusahaan akan berutang sampai pada

tingkat utang tertentu, di mana penghematan pajak (*tax shield*) dari tambahan utang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Struktur modal suatu perusahaan ditentukan dengan mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak ketika utang meningkat di satu sisi dan meningkatnya *agency cost* (biaya agensi) ketika utang meningkat pada sisi yang lain, ketika manfaat pengurangan pajak masih lebih tinggi dibandingkan dengan meningkatnya *agency cost* maka perusahaan masih bisa meningkatkan utangnya dan peningkatan utang harus dihentikan ketika pengurangan pajak atas tambahan utang tersebut sudah lebih rendah dibandingkan dengan peningkatan *agency cost*.

PBV yang menurun maka harga saham perusahaan dihargai dibawah nilai wajarnya hal ini akan berdampak terhadap kepercayaan pemegang saham serta investor terhadap perusahaan, sehingga investor dan pemegang saham akan menarik modal mereka yang ada pada perusahaan, ketika hal tersebut terjadi maka perusahaan akan mengalami kekurangan sumber pendanaan sehingga perusahaan akan berutang namun perusahaan sedang dalam keadaan tidak baik untuk melakukan utang, karena tingkat utang yang tinggi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Salvatore dalam (Sulindawati et al., 2017), menjelaskan tentang faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan diantaranya adalah kebijakan dividen, keputusan pendanaan, perumbuhan perusahaan, keputusan investasi, dan ukuran perusahaan. Husnan dalam Pangulu (2014) faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan diantaranya struktur modal, *growth opportunity*, dan profitabilitas.

2. Celah Penelitian/Research Gap

Faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan yang telah dijelaskan sebelumnya, dapat dilihat dari grafik yang telah disajikan sebelumnya bahwa struktur modal merupakan salah satu faktor yang

mempengaruhi nilai perusahaan. Berdasarkan riset yang telah dilakukan sebelumnya oleh peneliti lain, terdapat hasil yang tidak konsisten tentang pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Hamidy, Wiksuana, & Artini (2015) dalam penelitiannya menyatakan bahwa struktur modal mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sama halnya dengan penelitian lain dari (Pratama & Wirawati, 2016) yang menyatakan bahwa Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian dari Prastuti & Sudiartha (2016), Tambunan (2015), Nuryana (2013), Ansori & Denica (2010) serta Budi & Rachmawati (2014) juga menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sedangkan menurut Arindita & Sampurno (2015) pada penelitiannya menyatakan hasil yang berbeda dalam penelitiannya bahwa Struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Tidak hanya penelitian tersebut, penelitian lain dari Dewi & Wirajaya (2013) serta Nasehah & Widyarti (2012) yang menyatakan bahwa struktur Modal menunjukkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dengan adanya fenomena bisnis dan *research gap* diantara peneliti-peneliti tersebut terdapat inkonsistensi pengaruh langsung antara struktur modal terhadap nilai perusahaan. Sehingga muncul masalah penelitian bagaimana menghubungkan model empirik baru untuk mengatasi pengaruh antara struktur modal terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian ini, kebijakan dividen yang di proksikan oleh *dividend payout ratio* (DPR) di pilih sebagai variabel intervening untuk mengatasi masalah tersebut.

Kebijakan dividen adalah penentuan tentang berapa besarnya laba yang diperoleh dalam suatu periode akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, dan akan ditahan di

perusahaan dalam bentuk laba ditahan (Halim, 2015b).

Perusahaan dikatakan tidak *solvabel* apabila total utang perusahaan lebih tinggi di bandingkan dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi rasio utang menunjukkan semakin besar dana yang disediakan oleh kreditor. Oleh karena itu kebijakan dividen merupakan kebijakan yang berkaitan dengan keputusan perusahaan terhadap nilai perusahaan, untuk mengatasi utang perusahaan lebih tinggi dibandingkan dengan total aset yang dimiliki perusahaan tersebut.

Para investor mengharapkan tingkat pengembalian (*return*) yang tinggi akan dana yang diinvestasikannya. Hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin besar laba yang dimiliki perusahaan, maka semakin meningkat pula nilai perusahaan. Perlu adanya kebijakan yang berkaitan dengan kebijakan dividen yang berkaitan dengan keputusan perusahaan terhadap nilai suatu perusahaan pada pendapatan yang dihasilkan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham atau sebagai laba ditahan untuk investasi mendatang (Weston & Copeland, 1999). Berdasarkan hal tersebut, maka ditarik kesimpulan bahwa kebijakan dividen dapat menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan dan dapat menjadi variabel yang dapat dipengaruhi oleh struktur modal.

Hubungan struktur modal dengan kebijakan dividen dibangun dengan teori keagenan (*agency theory*). Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam (Destriana, 2016) sebuah perusahaan yang mempunyai utang akan memiliki beban keuangan tetap, bunga dan pengembalian kredit. Akibatnya perusahaan memiliki kecenderungan untuk membayar dividen yang lebih rendah karena harus membayar kewajibannya terlebih dahulu. Meningkatnya utang dapat mengarahkan perusahaan pada risiko kebangkrutan, hal ini memicu manajer untuk menggunakan dana perusahaan seefisien mungkin.

Berdasarkan teori keagenan substitusi antara utang dan dividen dilakukan untuk

mengurangi arus kas yang dapat disalahgunakan oleh manajer. Hubungan substitusi antara utang dan dividen tersebut adalah salah satu cara untuk mengendalikan konflik keagenan (Vo & Nguyen, 2014).

3. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang diuraikan sebelumnya, permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2016 ?
2. Bagaimana Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2016 ?
3. Bagaimana Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2016 ?

A. Telaah Pustaka

1. Agency theory

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Destriana (2016) mengemukakan bahwa hubungan keagenan didefinisikan sebagai suatu kontrak antara satu orang atau lebih selaku pemilik (*principal*) yang melibatkan orang lain selaku manajemen (*agent*) untuk melakukan beberapa pekerjaan atas nama pemilik. Adanya pemisahan antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan rentan akan masalah keagenan (*agency problem*), dalam situasi tertentu manajer tidak selalu bertindak sesuai dengan keinginan atau kepentingan pemilik. Masalah keagenan timbul karena manajemen memiliki perbedaan kepentingan manajemen sudah tidak memegang prinsip dalam memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga dalam pengambilan keputusan manajer cenderung mengejar keuntungan pribadi

yang menyebabkan kenaikan biaya keagenan (*agency cost*).

Berdasarkan teori keagenan, kepemilikan yang tersebar luas di perusahaan yang lebih besar menurunkan kemampuan pemegang saham untuk memantau aktivitas pendanaan internal dan eksternal perusahaan yang mengarah pada asimetri sehingga meningkatkan biaya keagenan. Pembayaran dividen merupakan sebuah pendekatan untuk mengurangi masalah keagenan tersebut. Dengan kata lain, perusahaan besar cenderung membayar dividen lebih tinggi dari pada perusahaan kecil, oleh karenanya ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen (Yusof & Ismail, 2016).

Sebuah perusahaan yang memiliki beban keuangan tetap, bunga dan pengembalian kredit dengan demikian mengarahkan perusahaan ke dalam likuiditas. Akibatnya, perusahaan memiliki kecenderungan untuk membayar dividen yang lebih rendah untuk mempertahankan posisi likuiditas dan arus kas yang baik. Dengan mengadaptasi teori keagenan, Rozeff (1982), Jensen (1986), Faccio dkk (2001) dalam Vo & Nguyen (2014) menyimpulkan bahwa substitusi antara utang dan dividen. Hubungan substitusi antara struktur modal dan kebijakan dividen tersebut adalah mekanisme untuk mengendalikan konflik keagenan (Vo & Nguyen, 2014).

2. Signalling Theory

Dividen merupakan salah satu kebijakan yang penting dalam perusahaan, karena menyangkut pemegang saham yang notabene merupakan sumber modal dari perusahaan tersebut. Begitu pentingnya peranan dividen, maka perusahaan enggan melakukan pemotongan terhadap dividen. Perusahaan yang melakukan pemotongan terhadap dividen memberikan sinyal yang buruk bagi investor yang menandakan bahwa kondisi perusahaan kurang baik sehingga permintaan pasar terhadap saham perusahaan tersebut akan turun yang artinya para investor enggan untuk menanamkan saham nya di perusahaan tersebut. Dengan adanya efek signalling

tersebut maka perusahaan harus menjamin dividen terhadap investor (Yudiana & Yadnyana, 2016).

Teori sinyal juga menyinggung mengenai asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham. Para pemegang saham biasanya menghadapi banyak asimetri informasi mengenai nilai perusahaan sekarang dan investasi masa depan. Oleh karena itu, pemegang saham mengandalkan kebijakan dividen sebagai sinyal dari kinerja perusahaan.

Pembayaran dividen dapat memberikan sinyal positif kepada investor karena dengan pengeluaran dividen yang tinggi mencerminkan tingginya laba suatu perusahaan. Semakin besar dividen yang dikeluarkan hingga mendekati laba di tangan, maka semakin besar harapan manajer pada pendapatan masa depan perusahaan untuk menjaga tingkat pembayaran dividen saat ini (Vo & Nguyen, 2014).

3. Trade off Theory

Trade off theory pertama kali diperkenalkan pada tahun 1963 oleh Modigliani dan Miller dalam sebuah artikel *American Economic Review yang berjudul Corporate Income Taxes on the Cost of Capital: A Correction*. Artikel ini merupakan perbaikan model awal mereka yang sebelumnya memperhitungkan adanya pajak perseroan (akan tetapi tetap mengabaikan pajak perorangan). Selanjutnya model tersebut dikenal dengan sebutan model MM-2 atau model MM dengan pajak perseroan (Eugene F Brigham & Houston, 2015).

Teori ini menjelaskan ide bahwa berapa banyak utang perusahaan dan berapa banyak ekuitas perusahaan sehingga terjadinya keseimbangan antara biaya dan keuntungan. *Trade off theory* menyatakan bahwa jumlah utang yang semakin meningkat akan menurunkan nilai perusahaan. Argumentasi yang mendasari hal ini karena diprediksi nilai sekarang *financial distress cost* dan *agency cost* melebihi penghematan pajak dari penggunaan utang.

4. Nilai Perusahaan

Menurut Utari dkk (2014) Nilai perusahaan adalah hasil kerja perpaduan modal dan tenaga kerja. Menurut Wiyono & Kusuma (2017) nilai perusahaan menggambarkan seberapa baik atau buruk manajemen mengelola kekayaannya, hal ini bisa dilihat dari pengukuran kinerja keuangan yang diperoleh. Suatu perusahaan akan berusaha untuk memaksimalkan nilai perusahaannya.

Price to book value (PBV)/rasio nilai pasar terhadap nilai buku dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Eugene F Brigham & Houston, 2014):

$$\text{Price to Book Value} = \frac{\text{Harga Pasar per Saham}}{\text{Nilai Buku per Saham}}$$

5. Struktur Modal

Menurut Joel dan Jae dalam Fahmi (2013) Struktur modal adalah komposisi saham biasa, saham preferen, dan berbagai kelas seperti itu, laba yang ditahan, dan utang jangka panjang yang dipertahankan oleh kesatuan usaha dalam mendanai aktiva.

Rasio yang umum digunakan untuk melihat jumlah dana yang disediakan pemegang (kreditor) dengan pemilik perusahaan. rasio utang yaitu dilihat dari struktur modal yakni *Debt to Equity Ratio* (DER). Kasmir (2012) rasio ini dicari dengan cara membandingkan seluruh utang, termasuk utang lancar dengan seluruh ekuitas.

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Utang (Debt)}}{\text{Ekuitas (Equity)}}$$

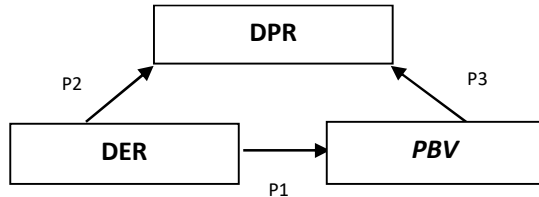
6. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah penentuan tentang berapa besarnya laba yang diperoleh dalam suatu periode akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, dan akan ditahan di perusahaan dalam bentuk laba ditahan (Halim, 2015a).

Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah saldo laba dalam perusahaan sebagai sumber pendanaan (James & Jhon, 2013).

$$DPR = \frac{\text{Dividen per share}}{\text{Earning per share}} \times 100\%$$

7. Kerangka Pemikiran



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

Secara teoritis hubungan struktur modal terhadap nilai perusahaan dibangun dengan *trade off theory*. Struktur modal dengan model *trade off theory* menyatakan bahwa jumlah utang yang semakin meningkat akan menurunkan nilai perusahaan. Argumentasi yang mendasari hal ini karena diprediksi nilai sekarang *financial distress cost* dan *agency cost* melebihi penghematan pajak dari penggunaan utang. Maka dengan itu peneliti menyimpulkan bahwa hubungan variabel *leverage* terhadap nilai perusahaan yaitu terdapat hubungan yang negatif.

Hubungan struktur modal dengan kebijakan dividen dibangun dengan teori keagenan (*agency theory*). Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Destriana (2016), sebuah perusahaan yang mempunyai utang akan memiliki beban keuangan tetap, bunga dan pengembalian kredit. Akibatnya perusahaan memiliki kecenderungan untuk membayar dividen yang lebih rendah karena harus membayar kewajibannya terlebih dahulu. Berdasarkan teori keagenan substitusi antara utang dan dividen dilakukan untuk mengurangi arus kas yang dapat disalahgunakan oleh manajer. Hubungan substitusi antara utang dan kebijakan dividen tersebut adalah salah satu cara untuk mengendalikan konflik keagenan (Vo & Nguyen, 2014), dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa terdapat negatif signifikan substitusi antara struktur modal dan kebijakan dividen yaitu dengan mengurangi arus kas bebas yang dapat disalahgunakan oleh manajer.

Maka dengan ini peneliti menyimpulkan bahwa hubungan variabel struktur modal dengan kebijakan dividen yaitu terdapat hubungan yang negatif.

Hubungan kebijakan dividen dengan nilai perusahaan dibangun dengan menggunakan *signalling theory*, mengemukakan tentang kebijakan dividen merupakan kebijakan yang berkaitan dengan keputusan perusahaan terhadap nilai perusahaan yaitu pendapatan yang dihasilkan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham atau sebagai laba di tahan untuk investasi dimasa mendatang (Weston & Copeland, 1999) maka dengan ini terdapat hubungan yang positif antara variabel kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Secara keseluruhan hubungan antara struktur modal, kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan berdasarkan *theory signalling* karena tingkat utang dan proporsi pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan akan menjadi sinyal bahwa perusahaan dalam keadaan baik yang dapat membuat penilaian investor pada perusahaan menjadi tinggi.

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H1: struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.
- H2: struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.
- H3: kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

B. Metode Penelitian

1. Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif. Penelitian ini digolongkan menjadi penelitian kausal yang bersifat sebab dan akibat (kausal). Tujuan penelitian ini untuk melihat pengaruh suatu variabel terhadap variabel lainnya (Sugiyono, 2014).

Dalam penelitian ini yang menjadi sebab sebagai gejala yaitu variabel bebas Struktur Modal (*Debt to Equity Ratio*). Variabel inilah yang akan menjadi penyebab sebagai

gejala yang akan mempengaruhi variabel terikat yaitu Nilai Perusahaan (*Price to Book Value*). Selain itu penelitian ini menggunakan variabel intervening yaitu Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio*).

2. Populasi dan Sampel

Penarikan sampel berdasarkan tujuan "*purposive sampling*", peneliti menarik sampel berdasarkan kriteria tertentu.

Tabel 2
Kriteria Pengambilan Sampel

Kriteria Pengambilan Sampel	Jumlah Perusahaan
Seluruh Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009-2016	11
Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang tetap terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009-2016	10
Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dengan nilai DER tidak dibawah 0 (nol) selama tahun penelitian.	9
Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang secara konsisten membagikan dividen selama tahun 2009-2016.	5

Berdasarkan kriteria pengambilan sampel diatas, maka terdapat 5 (lima) perusahaan yang dijadikan sampel penelitian.

Tabel 3
Daftar Sampel Perusahaan

NO	KODE SAHAM	NAMA PERUSAHAAN
1	DVLA	PT. Darya-Varia Laboratoria Tbk
2	KAEF	PT. Kimia Farma Tbk
3	KLBF	PT. Kalbe Farma Tbk
4	MERK	PT. Merck Tbk
5	TSPC	PT. Tempo Scan Pacific Tbk

3. Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dalam penelitian ini merupakan analisis deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran atau deskripsi empiris atas data-data yang disimpulkan dalam penelitian. Penelitian ini

menggunakan analisis jalur (*Path Analysis*). Model analisis jalur secara persamaan regresi terdiri dari 2 persamaan struktural sebagai berikut:

$$DPR = \beta_1 DER + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$PBV = \beta_1 DER + \beta_2 DPR + \varepsilon (2)$$

Dimana:

β = beta

ε = epsilon

DPR = *Dividend Payout Ratio*

DER = *Debt Equity Ratio*

PBV = *Price Book Value*

C. Hasil dan Pembahasan

1. Statistik Deskriptif

Tabel 4
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PBV	40	,79	8,74	4,2203	2,28224
DER	40	,18	1,97	,4255	,29631
DPR	40	,14	4,33	,7443	,89916
Valid N (listwise)	40				

Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel 4 nampak bahwa data observasi berjumlah 40. Nilai rata-rata pada masing-masing variabel berada pada angka positif. Variabel PBV memiliki nilai pertumbuhan rata-rata sebesar 4,2203 dengan tingkat penyimpangan atau standar deviasi sebesar 2,28224. Variabel DER memiliki nilai rata-rata sebesar 0,4255 dengan tingkat kemencengan atau standar deviasi sebesar 0,29631. Variabel DPR memiliki nilai rata-rata sebesar 0,7443 dengan tingkat kemencengan atau standar deviasi sebesar 0,89916.

2. Uji Asumsi Klasik

a. Uji Normalitas

Dalam penelitian terdapat 3 data outlier, 3 data outlier harus dikeluarkan agar data terdistribusi secara normal.

Tabel 5
Proses Transformasi Data

Data Awal	Data Outlier	Data Akhir
40	3 (n37, n34, n14)	37

Berdasarkan table diatas, diketahui jumlah data yang digunakan dalam proses

analisis data setelah dikurangi outlier sehingga menjadi 37 data observasi. Setelah ini, dilakukan pengujian *One Sampel Kolmogorov Smirnov Test* kembali dengan 36 data observasi tersebut yang hasilnya diperoleh sebagai berikut:

Tabel 6
Hasil Uji Normalitas Persamaan 1
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		37
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,000
	Std. Deviation	,5384
Most Extreme Differences	Absolute Positive	
	Negative	
Kolmogorov-Smirnov Z		
Asymp. Sig. (2-tailed)		

a. Test distribution is Normal.
b. Calculated from data.

Hasil pengujian *One Sample Kolmogorov Smirnov Test* yang ditunjukkan pada Tabel 6 untuk variabel sqrtDER, sqrtDPR, dan sqrtPBV di atas yang diketahui bahwa nilai *asymp sig (2 tailed)* 0,930. Menurut Ghozali (2015), data dikatakan terdistribusi normal jika pada pengujian *One Sample Kolmogorov Smirnov* memperoleh nilai *asymp sig (2 tailed)* > 0,05. Dengan demikian dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini telah terdistribusi secara normal, karena nilai signifikansi 0,930 > 0,05

Tabel 7
Hasil Uji Normalitas Persamaan 2
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		37
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,29325690
Most Extreme Differences	Absolute Positive	,199
	Negative	,199
Kolmogorov-Smirnov Z		1,209
Asymp. Sig. (2-tailed)		,108

a. Test distribution is Normal.
b. Calculated from data.

Berdasarkan hasil uji *Kolmogorov-Smirnov* untuk Uji Normalitas pada persamaan 2 memberikan nilai 0,108 dengan probabilitas 0.093 > 0.05, sehingga dapat disimpulkan tidak dapat menolak Hipotesis Nol (H_0), dimana data terdistribusi dengan normal.

b. Uji Multikolinieritas

Tabel 8
Hasil Uji Multikolinieritas
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	3,423	,653		5,240	,000		
1 sqrt_DER	-3,027	,970	-,463	-3,131	,004	,989	1,011
sqrt_DPR	2,471	,315	,179	2,219	,035	,989	1,011

a. Dependent Variable: sqrt_PBV

Sumber: Data Olahan SPSS 25

Berdasarkan hasil perhitungan nilai VIF dan Tolerance, nilai VIF variabel sqrtDER sebesar 1,011 dengan nilai Tolerance sebesar 0,989 nilai VIF untuk variabel sqrtDPR sebesar 1,011 dengan nilai Tolerance sebesar 0,989 Masing-masing variabel bebas memiliki nilai VIF < 10 dan nilai Tolerance ≥ 0.10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinieritas antara variabel bebas dalam model regresi.

c. Uji Autokolerasi

Run test digunakan untuk mendeteksi autokorelasi, apakah data residual terjadi secara random atau sistematis (Ghozali, 2016).

H0: residual (res_1) random (acak)
Ha: residual (res_1) tidak random

Tabel 9
Hasil Uji Autokorelasi Persamaan 1
Runs Test

	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-,06132
Cases < Test Value	18
Cases >= Test Value	19

Total Cases	37
Number of Runs	17
Z	-,663
Asymp. Sig. (2-tailed)	,507

a. Median

a. Median

Sumber: Data Olahan SPSS 25

Berdasarkan hasil uji Autokorelasi *Run Test* dapat ditunjukkan bahwa nilai *test value* sebesar $-0,06132$ dan nilai probabilitas sebesar $0,509$ dengan signifikan pada 0.05 yang berarti hipotesis nol diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini untuk variabel *sqrtDER*, *sqrtDPR* terhadap *sqrtPBV* tidak terjadi autokorelasi antar nilai residu.

Tabel 10
Hasil Uji Autokorelasi Persamaan 2
Runs Test

	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-,02192
Cases < Test Value	18
Cases >= Test Value	19
Total Cases	37
Number of Runs	21
Z	,338
Asymp. Sig. (2-tailed)	,735

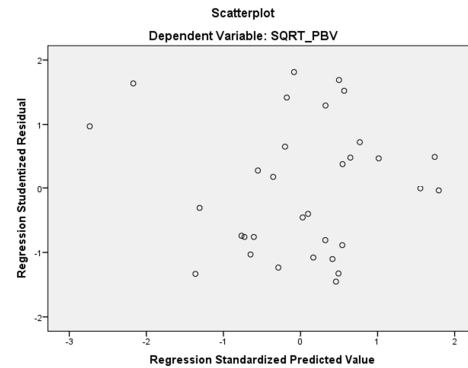
a. Median

Sumber: Data Olahan SPSS 25

Berdasarkan hasil uji Autokorelasi *Run Test* dapat ditunjukkan bahwa nilai *test value* sebesar $-0,02192$ dan nilai probabilitas sebesar $0,735$ dengan signifikan pada 0.05 yang berarti hipotesis nol diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini untuk variabel *sqrtDER* terhadap *sqrtDPR* tidak terjadi autokorelasi antar nilai residu.

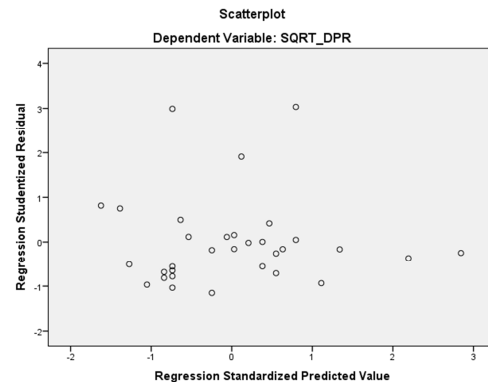
d. Uji Heteroskedastisitas

Penelitian ini menggunakan cara dengan melihat grafik *scatterplot* untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas (Ghozali, 2011). Dengan hasil sebagai berikut:



Gambar 2
Uji Heterokedastisitas Persamaan 1

Gambar 2 menunjukkan hasil pengujian heteroskedastisitas pada tampilan grafik *scatterplots* bahwa titik-titik tidak berkumpul dan menyebar secara acak baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi variabel *sqrtDER*, *sqrtDPR* dan *sqrtPBV* pada penelitian ini.



Gambar 3
Uji Heteroskedastisitas Persamaan 2

Gambar 3 menunjukkan hasil pengujian heteroskedastisitas pada tampilan grafik *scatterplots* bahwa titik-titik tidak berkumpul dan menyebar secara acak baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi variabel *sqrtDER* dan *sqrtDPR* pada penelitian ini.

3. Uji Hipotesis

a. Uji Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis regresi pada struktur 1 dihasilkan nilai t_{hitung} sebesar -3,131 dengan probabilitas signifikansi 0,004. Terlihat bahwa nilai signifikansi yang dihasilkan kurang dari 5 % ($0,004 < 0,05$), artinya H_{a1} diterima. Sementara itu nilai prolehan t_{tabel} adalah 2,02809. Melalui hasil tersebut terlihat bahwa nilai absolut $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($3,131 > 2,02809$) dan berada pada daerah penerimaan dengan arah negatif, dengan demikian hipotesis 1 dalam penelitian ini dinyatakan diterima, yang artinya struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

b. Uji Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen

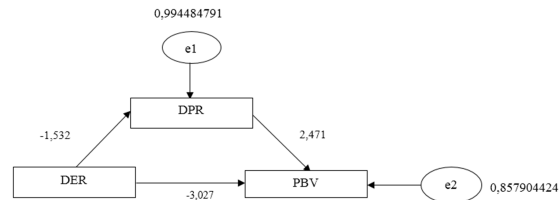
Hasil analisis regresi pada struktur 2 dihasilkan nilai t_{hitung} sebesar -2,926 dengan probabilitas signifikansi 0,032. Terlihat bahwa nilai signifikansi yang dihasilkan kurang dari 5 % ($0,032 < 0,05$), artinya H_{a2} diterima. Sementara itu nilai prolehan t_{tabel} adalah 2,02809. Melalui hasil tersebut terlihat bahwa nilai absolut $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($2,926 > 2,02809$) dan berada pada daerah penerimaan H_{a2} dengan arah negatif, dengan demikian hipotesis 2 dalam penelitian ini dinyatakan diterima, yang artinya struktur modal negatif terhadap kebijakan dividen.

c. Uji Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil analisis regresi pada struktur 3 dihasilkan nilai t_{hitung} sebesar 2,219 dengan probabilitas signifikansi 0,035. Terlihat bahwa nilai signifikansi yang dihasilkan kurang dari 5 % ($0,035 < 0,05$), artinya H_{a3} diterima. Sementara itu nilai prolehan t_{tabel} adalah 2,02809. Melalui hasil tersebut terlihat bahwa nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($2,219 > 2,02809$) dan berada pada daerah penerimaan H_{a3} dengan arah positif, dengan demikian hipotesis 3 dalam penelitian ini dinyatakan diterima, yang artinya kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

4. Analisis Jalur (Path Analysis)

Berdasarkan hasil *output* spss yang telah dilakukan memberikan nilai *unstandardized* beta *sqrtDER* pada persamaan (1) sebesar -1,532 yang berarti *sqrtDER* mempengaruhi *sqrtDPR*. Nilai koefisien *unstandardized* beta -1,532 merupakan nilai *path* atau jalur p2. Pada *output* SPSS persamaan regresi (2) nilai *unstandardized* beta untuk *sqrtDER* -3,027 dan *sqrtDPR* 2,471. nilai *unstandardized* beta *sqrtDER* -3,027 merupakan jalur p1 dan nilai *unstandardized* beta *sqrtDPR* 2,471 merupakan jalur p3. Besarnya $e1 = \sqrt{1 - 0,011} = 0,994484791$ dan besarnya nilai $e2 = \sqrt{1 - 0,264} = 0,857904424$.



Gambar 4
Hasil Model Analisis Jalur

Pengaruh langsung DER ke PBV
= -3,027

Pengaruh tidak langsung DER ke DPR ke PBV
= -1,532 × 2,471

Total Pengaruh (korelasi DER ke PBV)
= -3,027 + -3,785572
= -6,812572

Hasil model analisis jalur diatas menunjukkan bahwa besarnya pengaruh tidak langsung sebesar -3,785572, sedangkan pengaruh langsung sebesar -3,027 hal ini menunjukkan bahwa nilai pengaruh tidak langsung lebih besar dari pada pengaruh langsung. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pada model regresi menunjukkan adanya pengaruh mediasi dan total pengaruh (korelasi DER ke PBV) adalah -3,162206.

A. Pembahasan

1. Pembahasan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil uji persamaan regresi dapat diketahui bahwa variabel struktur modal yang di proksikan oleh *debt to equity ratio* (DER) memiliki nilai koefisien sebesar -3.027, koefisien bernilai negatif, hal ini menyatakan bahwa setiap kenaikan struktur modal 1% maka akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 3,027%. Nilai signifikansi sebesar 0,004 dimana naiknya struktur modal akan mempengaruhi menurunnya nilai perusahaan, maka hipotesis bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan diterima.

Selain itu, hasil penelitian ini memiliki kesamaan hasil dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Putra & Herawati (2013), Dewi & Wirajaya (2013), Tunggal & Ngatno (2018), Rusiah dkk (2016) serta Pasaribu dkk (2016) yang mendapatkan hasil bahwa struktur modal (*Debt to Equity Ratio*) berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (*Price to Book Value*).

Struktur modal merupakan kombinasi utang dan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan yang digunakan untuk menjalankan aktivitas perusahaan. Dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan, struktur modal mencerminkan perimbangan antara total utang dengan modal sendiri atau ekuitas yang digunakan sebagai pendanaan perusahaan dalam membiayai kegiatan operasionalnya. Struktur modal pada suatu perusahaan umumnya dinilai dengan menggunakan proksi *debt to equity ratio* (DER) sebagai rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian dari modal sendiri atau ekuitas yang digunakan untuk membayar utang.

Sawir (2015) menyatakan nilai struktur modal yang rendah menunjukkan perusahaan cenderung didanai dari utang atau pendanaan eksternal dibanding ekuitas yang dimilikinya. Hal ini

mencerminkan ketidakmampuan perusahaan untuk mengelola modal sendiri atau ekuitas didalam membiayai kegiatan operasional bahkan kemampuannya menghasilkan keuntungan. Dengan kata lain struktur modal yang rendah atau utang perusahaan yang tinggi, merupakan sinyal yang buruk bagi investor. Semakin besar tingkat risiko yang dihadapi sehingga akan memperkecil peluang investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut sebagai cerminan rendahnya nilai perusahaan di mata investor.

Hal ini selaras dengan teori *trade off* yang menyatakan sejauh manfaat lebih besar maka tambahan utang masih diperkenankan, tetapi apabila pengorbanan karena penggunaan utang yang lebih besar maka tambahan utang tidak diperkenankan (Brigham & Houston, 2015). Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi rasio *debt to equity ratio* (DER) akan menyebabkan nilai perusahaan menjadi rendah di mata investor dan begitupula sebaliknya. Penggunaan utang harus hati-hati oleh pihak manajemen, karena semakin besar utang akan menurunkan nilai perusahaan menggunakan utang yang lebih besar dari modal sendiri pada struktur modalnya, dimana utang pada perusahaan meliputi kewajiban jangka pendek maupun kewajiban jangka panjang.

Oleh sebab itu ketika rasio *debt to equity ratio* (DER) mengalami kenaikan maka perusahaan akan memiliki resiko terhadap utang semakin tinggi sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan, hal ini disebabkan perusahaan cenderung akan mengutamakan profitabilitas yang diperoleh untuk membayar utang daripada memberikan deviden yang lebih baik kepada investor.

Tingginya rasio *debt to equity ratio* (DER) maka semakin beresiko pula yang harus dihadapi oleh perusahaan karena semakin tinggi beban tetap yang berupa bunga. Dan jika sewaktu-waktu perusahaan kesulitan keuangan (*financial distress*) dan operating income tidak cukup menutupi beban bunga maka akan menyebabkan kebangkrutan. Hal ini mengindikasikan agar

perusahaan tidak sepenuhnya dibiayai oleh utang. Meskipun ada penghematan atas pajak yang didapat namun dengan tingginya rasio utang akan membebani perusahaan dalam pembayaran utang yang pada akhirnya meningkatkan resiko kebangkrutan yang tinggi.

2. Pembahasan Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen

Dari hasil uji persamaan regresi dapat diketahui variabel struktur modal yang dalam hal ini di proksikan dengan *debt to equity ratio* (DER) memiliki nilai koefisien sebesar -1.532, koefisien bernilai negatif, dimana struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uji yang telah dilakukan maka hipotesis bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen diterima. Koefisien regresi $\sqrt{\text{DER}}$ menyatakan bahwa setiap kenaikan struktur modal sebesar 1% maka akan menurunkan kebijakan dividen sebesar 1,532%.

Variabel struktur modal memberikan pengaruh kepada kebijakan dividen dengan arah negatif, hal ini menjelaskan bahwa kenaikan struktur modal berupa utang akan berdampak pada penurunan dividen yang diberikan oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya. Pada dasarnya, perusahaan akan semakin baik jika menggunakan utang yang lebih besar karena akan menyebabkan pengurangan pajak, namun apabila utang dengan bunga yang tinggi tidak diimbangi dengan kenaikan pada laba maka dapat mengakibatkan dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya akan menurun. Sehingga persentase $\sqrt{\text{DPR}}$ pun juga ikut menurun.

Hasil penelitian tersebut sesuai dengan hipotesis yang diajukan dan sejalan dengan teori yang di gunakan yaitu teori keagenan. Hasil penelitian juga sesuai dengan penelitian sebelumnya yang digunakan sebagai referensi dalam merumuskan hipotesis. Penelitian tersebut merupakan penelitian yang dilakukan oleh Asiah (2011), Sari & Sudjarni (2015) dan Masdupi (2012) dalam penelitiannya menyatakan

bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Tanda negatif pada koefisien variabel struktur modal menunjukkan bahwa, apabila struktur modal meningkat maka tingkat pembayaran dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham mengalami penurunan. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi harus menanggung beban keuangan tetap berupa bunga dan pengembalian kredit. Peningkatan utang akan mempengaruhi tingkat keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham, dengan demikian dividen yang dibayarkan akan menurun karena kewajiban atau beban tetap tersebut diprioritaskan terlebih dahulu daripada pembagian dividen.

3. Pembahasan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil uji persamaan regresi dapat diketahui variabel kebijakan dividen yang dalam hal ini di proksikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) memiliki nilai koefisien sebesar 2,471, koefisien bernilai positif, hal ini berarti kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uji yang telah dilakukan maka hipotesis bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan diterima. Koefisien regresi $\sqrt{\text{DPR}}$ menyatakan bahwa setiap kenaikan kebijakan dividen sebesar 1% maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 2,471 %.

Hasil ini sesuai dengan *signaling theory*, perusahaan yang membayarkan dividen kepada para pemegang saham akan memberikan sinyal positif kepada pasar bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dimasa yang akan datang, yang akhirnya dapat menarik investor dan ini berdampak positif karena dapat meningkatkan harga saham (Kaluti & Purwanto, 2014).

Hubungan positif antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan menunjukkan bahwa, apabila perusahaan membayarkan lebih banyak dividen maka hal tersebut dapat meningkatkan nilai

perusahaan karena dengan banyaknya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham maka calon investor akan tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan itu sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, sesuai dengan pernyataan Brigham & Houston (2009) yang menyatakan investor lebih menyukai dividen dibandingkan pendapatan modal karena dividen bersifat lebih pasti dibandingkan pendapatan modal (*capital gain*)

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sari (2014), Wongso (2013), Sartini & Purbawangsa (2014), Prastuti & Sudiarta (2016), Kusiyah & Arief (2017) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Sehingga implikasi adanya pengaruh positif antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan menandakan bahwa kebijakan dividen perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sehingga naik turunnya kebijakan dividen perusahaan akan sangat berpengaruh dan berdampak pada naik turunnya nilai perusahaan pada perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Dengan rasio pembayaran dividen yang tinggi para investor percaya akan prospek atau kemajuan perusahaan dimasa depan dan menyebabkan para investor berbondong-bondong melakukan investasi atau menanamkan modal mereka pada perusahaan tersebut, sehingga akan menyebabkan nilai perusahaan meningkat atau kekayaan pemegang saham meningkat.

D. Kesimpulan dan Saran

1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variable intervening yang dilakukan pada perusahaan sub sektor farmasi. Hasil analisis data dan pembahasan yang telah diuraikan pada bagian sebelumnya menyimpulkan bahwa:

- a. Secara parsial struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2016, Hasilnya penelitian ini menunjukkan bahwa meningkatnya struktur modal perusahaan maka akan menurunkan nilai perusahaan.
- b. Struktur modal secara parsial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2016. Hasil ini menunjukkan ketika struktur modal meningkat maka terjadi penurunan pada kebijakan dividen.
- c. Kebijakan dividen secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2016. Hasilnya meningkatnya kebijakan dividen akan meningkatkan nilai perusahaan.

2. Saran-Saran

- a. Bagi investor yang memiliki minat berinvestasi saham pada perusahaan sub sektor Farmasi yang terdaftar di BEI sebaiknya memperhatikan nilai struktur modal (DER) sebagai pertimbangan utama, mengingat rasio-rasio dapat mempengaruhi nilai perusahaan (PBV) sebagai bentuk penilaian investor pada suatu perusahaan di pasar bursa sehingga investasinya dapat mendapatkan keuntungan sebagaimana yang diharapkan.
- b. Investor dapat melihat struktur modal perusahaan sebagai salah satu informasi dalam berinvestasi, karena struktur modal merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang akan memberikan keuntungan untuk investor.
- c. Struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Dengan adanya kondisi tersebut, perusahaan disarankan untuk memenuhi kewajibannya terlebih dahulu, baik dalam hal pembayaran utang maupun pembayaran dividen secara teratur

dalam rangka menjaga stabilitas keuangan yang dimiliki.

- d. Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Adanya kondisi tersebut, maka disarankan untuk dapat melakukan pembayaran dividen secara teratur meskipun dengan nominal yang tidak besar agar penilaian investor pada saham perusahaan tetap stabil sehingga nilai perusahaan terjaga.

3. Keterbatasan

Penelitian ini tidak terlepas dari keterbatasan-keterbatasan antara lain, dari 10 perusahaan sub sector farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009-2016 hanya ada 5 perusahaan yang konsisten dalam membagikan dividen selama tahun penelitian, sehingga didapatkan data observasi yang sedikit. Perusahaan yang menghasilkan rugi pada tahun penelitian tidak membagikan dividen, karena perusahaan tidak mengambil kebijakan dividen yang stabil dimana perusahaan akan tetap membagikan dividen meskipun dalam keadaan rugi.

DAFTAR PUSTAKA

- Amanah, R. D., Rahayu, S. M., & Sudjana, N. (2015). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas (Studi Pada Perusahaan Sub Sektor Otomotif dan Komponen yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2015). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 22(2), 1–9.
- Ansori, M., & Denica, H. N. (2010). Pengaruh Keputusan Investasi Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Yang Terdaftar Dalam Jakarta Islamic Index Studi Pada Bursa Efek Indonesia (BEI). *Analisis Manajemen*, 4(2), 153–175.
- Arindita, G., & Sampurno, R. D. (2015). Analisis Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, Kebijakan Dividen, dan Size terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus pada perusahaan Wholesale dan Retail yang terdaftar di BEI tahun 2008-2012). *Diponegoro Journal of Management*, 4(2), 1–11.
- Asiah, A. N. (2011). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kinerja Keuangan Industri Tekstil yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. *Socioscientia Jurnal Ilmu-Ilmu Sosial*, 3(2).
- Brigham, E F, & Houston, J. F. (2009). *Fundamentals of Financial*.
- Brigham, Eugene F, & Houston, J. F. (2014). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Salemba Empat (11th ed.). Jakarta.
- Brigham, Eugene F, & Houston, J. F. (2015). *Fundamentals of Financial Management*. Salemba Empat. Jakarta.
- Budi, E. S., & Rachmawati, E. N. (2014). Analisis Pengaruh Return on Equity, Debt to Equity Ratio, Growth, dan Firm Size Terhadap Price to Book Value pada Perusahaan Property dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi, Manajemen Dan Akutansi I*, 22(1), 41–60.
- Destriana, N. (2016). Analisis empiris faktor faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 18(1), 53–62.
- Dewi, A. S. M., & Wirajaya, A. (2013). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Struktur Modal, Dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Sektor Properti, Real Estate, dan Building Construction yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2010-2013). *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 4(2), 358–372.
- Fahmi, I. (2013). *Pengantar Manajemen Keuangan Cetakan Kedua*. Alfabeta. Bandung.
- Ghozali, I. (2011). Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariete dengan Program IBM SPSS 23*. Badan Penerbit Undip (8th ed.). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Halim, A. (2015a). Auditing (dasar-dasar audit laporan keuangan). *UUP STIM YKPN*.
- Halim, A. (2015b). *Auditing (Dasar-Dasar Audit Laporan Keuangan)*. UPP STIM YKPN (5th ed.). Yogyakarta.
- Hamidy, R. R., Wiksuana, I. G. B., & Artini, L. G. S. (2015). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Properti Dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Unud*, 4(10), 665–682.
- Harmono. (2011). *Manajemen Keuangan Berbasis Balanced Scorecard*. PT. Bumi Aksara. Jakarta.
- Hery. (2015). *Analisis Laporan Keuangan*. CAPS. Yogyakarta: CAPS.
- Husnan, S. (2013). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE (4th ed.). Yogyakarta.
- James, H., & Jhon, W. (2013). *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Salemba Empat. Jakarta: Salemba Empat.
- Kaluti, S. N. C., & Purwanto, A. (2014). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012). Fakultas Ekonomika dan Bisnis.
- Kasmir. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. PT. Raja Grafindo Persada. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Kusiyah, & Arief. (2017). The determinants of firm value on commercial banks in Indonesia. *Journal of Engineering and Applied Sciences*.
- Manoppo, H., & Arie, F. V. (2016). Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014. *Jurnal EMBA*, 4(2), 485–497.
- Masdupi, E. (2012). Pengaruh Insider Ownership, Struktur Modal, Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Syariah Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Economac*, 12(1), 9–14.
- Musthafa. (2017). *Manajemen Keuangan*. CV. Andi Offset. Yogyakarta.
- Nasehah, D., & Widyarti, E. T. (2012). Analisis Pengaruh ROE, DER, DPR, Growth, Dan Firm Size Terhadap Price To Book Value (PBV) (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di BEI periode Tahun 2007-2010). Fakultas Ekonomika dan Bisnis.
- Nuryana, I. (2013). Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Return Saham Perusahaan LQ45 Di Bursa Efek Jakarta. *E-Jurnal Akuntansi*, 2(2), 57–66.
- Pangulu, A. L. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2013). *Jurnal Ilmiah*.
- Pasaribu, M. Y., Topowijono, & Sulasmiyati, S. (2016). Pengaruh Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Sektor Industri Dasar Dan Kimia Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2011-2014. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 35(1), 154–164.
- Prastuti, N. K. R. dan, & Sudiarta, I. G. M. (2016). Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai

- Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(3), 1572–1598.
- Pratama, I. G. G. W., & Wirawati, N. G. P. (2016). Pengaruh Struktur Modal Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial Sebagai Pemoderasi. *EJurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 15(3), 1796–1825.
- Putra, R. A., & Herawati, J. (2013). Pengaruh profitabilitas, struktur modal, nilai perusahaan dan likuiditas terhadap nilai perusahaan (studi pada perusahaan asuransi di bursa efek indonesia tahun 2010-2012). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*, 2(2).
- Rusiah, N., Mardani, R. M., & ABS, M. K. (2016). Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Riset Manajemen*, 77–97.
- Sari, K. A. N., & Sudjarni, L. K. (2015). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(10), 3346–3374.
- Sari, O. T. (2014). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*, 2(2), 1–7.
- Sartini, L. P. N., & Purbawangsa, I. B. A. (2014). Pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, Serta Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 8, 2393–2412.
- Sawir, A. (2015). Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan, Penerbit PT. Gramedia Pustaka, Jakarta.
- Sugiyono. (2014). Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D. Alfabeta.
- Sulindawati, Erni, N. L. G., Yuniarta, G. A., & Purnamawati, I. G. A. (2017). *Manajemen Keuangan Sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Bisnis. PT. Rajagrafindo Persada*. Jakarta.
- Tambunan, B. H. (2015). Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah "DUNIA ILMU,"* 1(1), 1–9.
- Tunggal, C. A., & Ngatno. (2018). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran dan Umur Perusahaan sebagai Variabel Moderator (Studi Kasus Tahun 2014-2016) pada Perusahaan Sub-Sektor Makanan dan Minuman yang. *Diponegoro Journal of Social and Politic*, 1–16.
- Utari, D., Purwanti, A., & Prawironegoro, D. (2014). *Manajemen Keuangan: Edisi Revisi*. Mitra Wacana Media. Jakarta.
- Vo, D. H., & Nguyen, V. T.-Y. (2014). Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firms. *International Journal of Economics and Finance*, 6(5), 274–284.
- Weston, J. F., & Copeland, T. E. (1999). *Manajemen Keuangan* (9th ed.). Jakarta: Binarupa Aksara.
- Wiagustini, N. L. . (2013). *Manajemen Keuangan*. Udayana University Press. Denpasar.
- Wiyono, G., & Kusuma, H. (2017). *Manajemen Keuangan Lanjutan Berbasis Corporate Value Creation*. UPP STIM YKPN (I). Yogyakarta.
- Wongso. (2013). Pengaruh Kebijakan Dividen, Struktur Kepemilikan, dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan dalam Perspektif Teori Agensi dan Teori Agensi dan Teori

- Signaling. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen*.
- Yudiana, I. G. Y., & Yadnyana, I. K. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Investment Opportunity Set dan Profitabilitas pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 15(1), 112–141.
- Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88–99.