Indonesian Journal of Digital Business

Journal homepage: https://ejournal.upi.edu/index.php/IJDB

Kebijakan Dividen, Struktur Modal, dan Nilai Perusahaan pada Sektor Barang Konsumsi Primer (IDXNONCYC) di Indonesia

Debora[1], Risky Budianto[2]

[1]Program Studi S1 Akuntansi, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Negeri Surabaya, Indonesia
[2]Universitas Negeri Surabaya, Indonesia
Correspondence: E-mail: debora.23264@mhs.unesa.ac.id

ABSTRAK

Sektor barang konsumsi primer dikenal defensif, tetapi nilai perusahaan di dalamnya tidak selalu mengikuti sifat tersebut, sehingga faktor internal yang berasal dari keputusan keuangan layak ditelaah lebih jauh. Karena itu, penelitian ini menguji pengaruh kebijakan dividen dan struktur modal terhadap nilai perusahaan berdasarkan signaling theory dan trade-off theory. Metodenya kuantitatif, menggunakan regresi data panel untuk 58 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari 2022 hingga 2025 (232 observasi). Sebagai variabel kontrol, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan dikendalikan. Sebaliknya, harga ke buku nilai menunjukkan nilai perusahaan, dan rasio hutang ke ekuitas menunjukkan struktur modal. Terbukti bahwa kebijakan dividen meningkatkan nilai perusahaan. Bertentangan dengan hipotesisnya, struktur modal juga berdampak positif. Di antara variabel kontrol, hanya profitabilitas yang berpengaruh positif, sedangkan ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan tidak signifikan. Hasil ini memberi indikasi bahwa investor menghargai perusahaan yang membayar dividen dan bahwa utang di sektor ini kemungkinan belum mencapai tingkat optimal.

© 2026 Kantor Jurnal dan Publikasi UPI

ARTICLE INFO

Article History:
Submitted/Received 1 November 2026
First Revised 10 November 2026
Accepted 12 November 2026
First Available online 13 November 2026
Publication Date 13 November 2026

Keyword:
kebijakan dividen, nilai perusahaan, struktur modal, teori sinyal, trade-off theory.

1. PENDAHULUAN

Sektor barang konsumsi primer (Consumer Non-Cyclicals) bertahan dalam permintaan produknya meskipun ekonomi melemah, ini adalah sifat defensif sektor ini (Limtaroli & Mindosa, 2024). Haryadi & Winarto (2024) saat indeks harga saham gabungan turun 8,73% dari 9 hingga 13 Mei 2022, malah naik 3,59%. Sepanjang 2021–2025, kinerja indeks IDXNONCYC membaik, dari penurunan 16% menjadi naik 9,64% (Bursa Efek Indonesia, 2025). Meski begitu tidak semua perusahaan di dalam indeks itu menikmati tren tersebut. PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk (CPIN), salah satu konstituen terbesar indeks, justru mengalami penurunan harga saham setiap tahun pada periode itu. Kondisi ini menunjukkan bahwa kinerja positif sektor belum tentu berarti kenaikan nilai pada tiap perusahaan, sehingga faktor keuangan, khususnya keputusan keuangan perlu dianalisis lebih lanjut

Nilai perusahaan mencerminkan persepsi pasar terhadap prospek perusahaan serta memiliki keterkaitan erat dengan tingkat kesejahteraan pemegang saham. Dalam penelitian ini, nilai perusahaan diukur menggunakan Price to Book Value (PBV), yaitu rasio yang membandingkan harga saham dengan nilai bukunya, sebagaimana mengacu pada Trijuniyanto dkk. (2019). Nilai PBV yang lebih besar dari satu menunjukkan bahwa pasar memberikan penilaian terhadap perusahaan melebihi nilai buku yang dimilikinya. Jika dibandingkan dengan Tobin's Q, PBV memiliki hubungan mekanis yang lebih rendah dengan struktur modal karena total utang tidak diperhitungkan secara langsung dalam rumusnya, meskipun kedua rasio tersebut sama-sama melibatkan nilai buku ekuitas. Kebijakan dividen dan struktur modal merupakan dua keputusan keuangan internal yang kerap dihubungkan dengan nilai perusahaan. Dalam perspektif Teori Sinyal, dividen dipandang sebagai sarana bagi manajemen untuk mengomunikasikan prospek perusahaan yang tidak dapat diketahui secara langsung oleh investor (Connelly dkk., 2025; Taleb, 2019). Di sisi lain, Trade-Off Theory menjelaskan bahwa perusahaan mempertimbangkan manfaat penghematan pajak yang diperoleh dari penggunaan utang dengan potensi biaya kesulitan keuangan yang mungkin timbul. Oleh karena itu, perusahaan perlu menentukan komposisi utang yang optimal untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Ai dkk., 2021).

Melalui kebijakan dividen, perusahaan memutuskan laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dan sebagian yang ditahan untuk diinvestasikan kembali. Puspitaningtyas (2019) menemukan bahwa pasar modal Indonesia merespons informasi dividen sebagaimana diprediksi teori sinyal, sehingga dividen dianggap membawa kabar tentang kondisi perusahaan. Namun dividen yang terlalu besar dapat menggerus dana internal untuk investasi (Trijuniyanto dkk., 2019). Adapun struktur modal mengatur perbandingan pendanaan dari utang dan ekuitas. Utang yang wajar menghemat pajak dan menambah dana ekspansi, tetapi utang yang berlebihan menaikkan risiko gagal bayar (Ai dkk., 2021; Almahadin & Oroud, 2019). Keduanya sama-sama berhubungan dengan ketersediaan dana dan risiko perusahaan, sehingga wajar bila dikaji bersama dalam satu kerangka.

Temuan empiris tentang kedua keputusan itu masih beragam. Untuk dividen, pengaruh positif dilaporkan oleh Mubaraq dkk. (2020) pada manufaktur Indonesia, Dang dkk. (2020) di Vietnam dan Ismail & El-Deeb (2022) di Mesir. Sebaliknya, Nguyen dkk. (2021) dan Njoku & Lee (2025) mendapati pengaruh negatif, sedangkan, Trijuniyanto dkk. (2019) tidak menemukan pengaruh yang signifikan terhadap PBV. Untuk struktur modal, pengaruh negatif ditemukan oleh, Trijuniyanto dkk. (2019), Doorasamy (2021), dan Yahaya (2026) tetapi, Bui dkk. (2023) mendapati rasio total kewajiban berpengaruh positif terhadap nilai

perusahaan, dan Prabowo (2025) menemukan hal serupa pada leverage berbasis nilai pasar.

Ketidakseragaman ini menandakan bahwa pengaruh kedua keputusan sangat bergantung pada konteks penelitiannya.

Kebanyakan studi di atas meneliti sektor manufaktur secara umum (Mubaraq dkk., 2020; Trijuniyanto dkk., 2019) atau negara dengan kondisi ekonomi yang berlainan. Penelitian yang menganalisis kebijakan dividen dan struktur modal secara bersamaan dalam satu model pada sektor defensif setelah pandemi masih relatif terbatas. Padahal, sektor barang konsumsi primer terdiri atas berbagai subsektor, seperti makanan dan minuman, perkebunan, serta peternakan unggas, yang memiliki karakteristik operasional dan kebutuhan investasi yang beragam. Perbedaan karakteristik tersebut turut memengaruhi keputusan perusahaan dalam menentukan proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham maupun penggunaan utang sebagai sumber pendanaan. Selain itu, penelitian empiris yang secara khusus berfokus pada sektor ini masih lebih sedikit dibandingkan penelitian pada sektor manufaktur secara umum. Akibatnya, hasil penelitian terdahulu belum tentu dapat digeneralisasikan secara langsung pada sektor barang konsumsi primer. Kesenjangan penelitian (research gap) tersebut menjadi dasar dilakukannya penelitian ini untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh kebijakan dividen dan struktur modal terhadap nilai perusahaan pada sektor barang konsumsi primer.

Penelitian ini memiliki tiga aspek kebaruan. Pertama, mengintegrasikan Teori Sinyal dan Trade-Off Theory untuk diuji secara bersamaan dalam satu model data panel. Kedua, penelitian secara khusus berfokus pada perusahaan sektor barang konsumsi primer. Ketiga, periode pengamatan mencakup tahun 2022–2025 yang merepresentasikan kondisi pascapandemi ketika aktivitas perekonomian mulai kembali normal, dengan penanganan data ekstrem menggunakan metode winsorisasi. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris yang menjadi bahan pertimbangan bagi manajemen dalam menetapkan kebijakan dividen dan keputusan pendanaan, serta membantu investor dalam mengevaluasi perusahaan pada sektor defensif. Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kebijakan dividen dan struktur modal terhadap nilai perusahaan sektor barang konsumsi primer yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2022–2025.

Menurut teori sinyal, dividen yang lebih tinggi menjadi sinyal prospek yang baik dan karenanya mendorong nilai perusahaan (Mubaraq dkk., 2020). Menurut trade-off theory, utang yang melampaui tingkat optimal menambah biaya kesulitan keuangan dan menekan nilai perusahaan (Trijuniyanto dkk., 2019). ari kedua argumen ini disusun hipotesis H1: kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan H2: struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan, profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan dimasukkan sebagai variabel kontrol agar pengaruh yang terukur tidak bercampur dengan faktor lain.

2. METODE

Desain penelitian ini yaitu asosiatif kausal dengan pendekatan kuantitatif (Creswell & Creswell, 2023). Datanya sekunder berbentuk panel, bersumber dari laporan keuangan tahunan yang telah diaudit milik perusahaan sektor barang konsumsi primer (IDXNONCYC) untuk 2022–2025. Data dikumpulkan lewat dokumentasi, yaitu mengunduhnya dari situs Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan laman resmi tiap perusahaan, kemudian dihitung dan dirapikan dengan Microsoft Excel.

Populasinya berjumlah 133 perusahaan IDXNONCYC. Sampel dipilih secara purposive dengan empat syarat: sudah tercatat di bursa sebelum 2022, memiliki laporan keuangan teraudit yang lengkap dan berdenominasi rupiah, membagikan dividen sedikitnya sekali selama pengamatan, serta tidak pernah mencatat laba negatif. Seperti terlihat pada Tabel 1, seleksi ini menyisakan 58 perusahaan atau 232 observasi.

Tabel 1. Seleksi Sampel

Kriteria	**Jumlah**
Perusahaan IDXNONCYC	133
Tercatat setelah 2022	(21)
Laporan keuangan tidak lengkap/bukan rupiah	(8)
Tidak membagikan dividen	(38)
Mengalami laba negatif	(8)
Sampel akhir	58
Observasi (58 × 4 tahun)	232

Sumber: (Data Diolah Penulis, 2026)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur menggunakan Price to Book Value (PBV), yaitu perbandingan antara harga saham dan nilai buku per saham. Sementara itu, variabel independen terdiri atas kebijakan dividen yang diproksikan dengan Dividend Payout Ratio (DPR), yakni perbandingan dividen per saham terhadap laba per saham yang kemudian dikalikan 100%, serta struktur modal yang diukur menggunakan Debt to Equity Ratio (DER), yaitu rasio antara total utang dan total ekuitas. Selain kedua variabel tersebut, penelitian ini menggunakan tiga variabel kontrol, yaitu ukuran perusahaan (SIZE) yang dihitung melalui logaritma natural total aset, profitabilitas (ROA) yang diperoleh dari perbandingan laba bersih dengan total aset dikalikan 100%, serta pertumbuhan penjualan (SG) yang diukur berdasarkan persentase perubahan penjualan dari satu tahun ke tahun berikutnya.

Data dianalisis dengan regresi data panel di Stata menggunakan model pada Persamaan (1).

$$PBVit = \alpha + \beta 1DPRit + \beta 2DERit + \gamma 1SIZEit + \gamma 2ROAit + \gamma 3SGit + \varepsilon it \quad (1)$$

Karena data memuat nilai ekstrem, semua variabel diwinsorisasi pada tingkat 5%: nilai di bawah persentil ke-5 dan di atas persentil ke-95 diganti dengan nilai pada batas persentil tersebut. Model panel yang paling sesuai kemudian dipilih lewat uji Chow, Lagrange Multiplier (LM), dan Hausman (Basuki, 2021), dan hasilnya adalah Random Effect Model (REM). Asumsi yang diperiksa mencakup normalitas residual (skewness-kurtosis), multikolinearitas (matriks korelasi dengan batas 0,80), heteroskedastisitas (Breusch–Pagan/Cook–Weisberg), dan autokorelasi (Wooldridge, 2010). Model REM diestimasi dengan galat baku robust yang dikelompokkan per perusahaan (cluster-robust standard errors) untuk mengantisipasi heteroskedastisitas dan korelasi serial dalam perusahaan, memakai opsi vce(cluster ID) di Stata. Hipotesis diuji pada taraf signifikansi 5%.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik deskriptif

Statistik deskriptif dihitung dari 232 observasi (58 perusahaan selama 4 tahun, 2022–2025). Agar nilai ekstrem tidak mendominasi, semua variabel telah diwinsorisasi pada persentil ke-5 dan ke-95. Statistik deskriptif seluruh variabel disajikan pada Tabel 2.

Tabel 1. Statistik deskriptif

Variabel	Mean	Std. Dev.	Min	Maks
PBV	2,617	2,430	0,513	9,668
DPR (%)	43,923	37,487	0,000	134,022
DER	0,937	0,821	0,119	3,396
SIZE	29,281	1,503	26,203	31,783
ROA (%)	8,786	5,308	1,764	20,803
SG (%)	10,663	14,322	−11,742	42,964

Sumber: Output Stata, Data diolah penulis 2026.

PBV rata-rata 2,617, artinya pasar umumnya menghargai saham sampel di atas nilai bukunya, dan 69,4% observasi memiliki PBV lebih dari satu. DPR rata-rata 43,9% menandakan perusahaan membayarkan sekitar 44% labanya sebagai dividen, meski 32 observasi (13,8%) tidak membayar dividen pada tahun tertentu. DER rata-rata 0,94 menunjukkan utang rata-rata masih di bawah ekuitas, dan 65,1% observasi memiliki DER kurang dari satu.

ROA rata-rata 8,79% sejalan dengan kriteria sampel yang menyingkirkan perusahaan rugi, sebab perusahaan sampel pada umumnya meraup laba dari asetnya. Penjualan rata-rata tumbuh 10,66%, walau nilai minimum −11,74% memperlihatkan adanya perusahaan yang penjualannya menurun. SIZE rata-rata 29,28 (logaritma natural total aset) dengan simpangan baku 1,50, sehingga ukuran aset sampel cukup bervariasi. Simpangan baku DPR (37,487) dan PBV (2,430) yang besar dibanding rata-ratanya menunjukkan bahwa pembayaran dividen dan penilaian pasar sangat berbeda antarperusahaan di sektor ini.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Model dipilih melalui uji Chow, uji Lagrange Multiplier (LM), dan uji Hausman, masing-masing pada taraf signifikansi 5%.

Uji Chow dipakai untuk memilih antara Common Effect Model (CEM) dan Fixed Effect Model (FEM) (Chow, 1960): H0 berarti CEM yang tepat, H1 berarti FEM yang tepat. Hasil uji Chow ditunjukkan pada Tabel 3

Tabel 3. Hasil uji Chow

Uji	Statistik	df	Prob.
Cross-section F	11,52	(57, 169)	0,000

Sumber: Output Stata, Data diolah penulis 2026.

Probabilitas 0,000 (< 0,05) membuat H0 ditolak. FEM lebih tepat daripada CEM. Artinya, perbedaan karakteristik antarperusahaan yang tidak teramati perlu diperhitungkan dalam model dan data tidak boleh digabung begitu saja.

Uji LM (Breusch–Pagan) membandingkan CEM dengan Random Effect Model (REM). H0 menyatakan varians efek antarperusahaan sama dengan nol (CEM lebih tepat), dan H1 menyatakan REM lebih tepat. Hasil uji Lagrange Multiplier ditunjukkan pada Tabel 4.

Tabel 4. Hasil uji Lagrange Multiplier (Breusch–Pagan)

Uji	Statistik	Prob.
Breusch–Pagan LM	$\bar{\chi}^2(01) = 172{,}99$	0,000

Sumber: Output Stata, Data diolah penulis 2026.

H0 ditolak karena probabilitasnya 0,000 (< 0,05), jadi REM unggul atas CEM sebab varians antarperusahaan memang nyata dan harus dimodelkan. Uji ini melengkapi Chow, yang menguji CEM terhadap FEM, sedangkan LM menguji CEM terhadap REM.

Uji Hausman mempertemukan FEM dengan REM (Hausman, 1978) . H0 menyatakan REM yang tepat, H1 menyatakan FEM yang tepat. Hasil uji Hausman ditunjukkan pada Tabel 5, serta Rekapitulasi pemilihan model disajikan pada Tabel 6.

Tabel 2. Hasil Uji Hausman

Uji	Statistik	Prob.	Keputusan
Hausman standar	$\chi^2(5) = 9{,}80$	0,081	H0 diterima
Hausman (opsi *sigmamore*)	$\chi^2(5) = 9{,}33$	0,097	H0 diterima

Sumber: Output Stata, Data diolah penulis 2026.

Tabel 6. Hasil Perbandingan Pemilihan Model

Perbandingan	Uji	Hasil
CEM vs FEM	Chow	FEM
CEM vs REM	LM	REM
FEM vs REM	Hausman	REM

Sumber: Output Stata, Data diolah penulis 2026.

Probabilitas 0,081 (> 0,05) membuat H0 diterima, sehingga REM dinilai lebih tepat daripada FEM, dan opsi sigmamore menghasilkan kesimpulan yang sama (p = 0,097). Jika ketiga uji digabungkan, Random Effect Model (REM) menjadi pilihan terbaik: perbedaan antarperusahaan nyata dan perlu diperhitungkan, tetapi tidak berkorelasi dengan variabel bebas. Oleh sebab itu, REM digunakan untuk menguji hipotesis berikutnya.

Uji Asumsi Klasik

Hasil uji normalitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi dirangkum pada Tabel 7, sedangkan matriks korelasi untuk multikolinearitas disajikan pada Tabel 8.

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas, Heterokedastisitas, dan Autokorelasi

Uji	Alat uji	Statistik	Prob.	Kesimpulan
Normalitas	Skewness–kurtosis	$\chi^2(2) = 115{,}04$	0,000	Residual tidak normal
Heteroskedastisitas	Breusch–Pagan/Cook–Weisberg	$\chi^2(1) = 5{,}18$	0,023	Terdapat heteroskedastisitas
Autokorelasi	Wooldridge	$F(1, 57) = 2{,}648$	0,109	Tidak ada autokorelasi

Keterangan: uji normalitas dilakukan pada residual idiosinkratik REM, dan uji heteroskedastisitas pada model regresi gabungan. Sumber: Output Stata, data diolah penulis (2026).

Tabel 4. Matriks Korelasi Antarvariabel Bebas (pwcorr)

	DPR	DER	SIZE	ROA	SG
DPR	1,000				
DER	−0,033	1,000			
SIZE	0,063	0,149*	1,000		
ROA	0,270*	−0,184*	−0,109	1,000	
SG	−0,237*	0,016	−0,187*	0,194*	1,000

Keterangan: tanda bintang * menunjukkan signifikansi pada taraf 5%. Sumber: Output Stata, Data diolah penulis 2026.

Uji normalitas menunjukkan bahwa nilai probabilitas skewness–kurtosis sebesar 0,000, lebih kecil dari 0,05. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa residual tidak berdistribusi normal. Meskipun demikian, asumsi normalitas tidak selalu menjadi persyaratan mutlak dalam penelitian dengan jumlah sampel yang besar. Hal ini karena Teorema Gauss–Markov tidak mensyaratkan galat berdistribusi normal. Normalitas diperlukan untuk memperoleh distribusi statistik pengujian yang eksak, sedangkan pada sampel berukuran besar, pendekatan asimtotik memungkinkan pengujian hipotesis tetap dilakukan secara pendekatanc(Gujarati & Porter, 2009, hlm. 509–510; Wooldridge, 2013, hlm. 173–176). Dengan 232 observasi, pelanggaran ini tidak menghalangi pengujian hipotesis, asalkan asumsi lainnya terpenuhi, sehingga uji heteroskedastisitas dan autokorelasi menjadi penting.

Multikolinearitas. Korelasi terbesar antarvariabel bebas adalah 0,270 antara DPR dan ROA, jauh di bawah batas 0,80, sehingga multikolinearitas yang serius tidak terindikasi. Enam pasang variabel memang berkorelasi signifikan, yaitu DPR–ROA, DPR–SG, DER–SIZE, DER–ROA, SIZE–SG, dan ROA–SG, tetapi kekuatannya rendah sampai sedang. Korelasi berpasangan yang kecil hanyalah petunjuk awal, bukan jaminan, karena multikolinearitas masih bisa muncul meskipun korelasi pasangannya rendah (Gujarati & Porter, 2009, hlm. 338).

Uji heteroskedastisitas menggunakan Breusch–Pagan/Cook–Weisberg menghasilkan nilai probabilitas sebesar 0,023, lebih kecil dari 0,05. Hasil tersebut menunjukkan adanya gejala heteroskedastisitas dalam model penelitian. Sebagai langkah penanganan, estimasi Random Effect Model (REM) dilakukan dengan menerapkan galat baku robust yang dikelompokkan berdasarkan perusahaan (clustered robust standard errors). Pendekatan ini

bertujuan untuk menghasilkan estimasi galat baku dan statistik uji yang lebih andal,

khususnya ketika hasil uji Breusch–Pagan menunjukkan nilai probabilitas yang rendah (Wooldridge, 2013, hlm. 277). Pada model efek acak, galat baku yang tahan terhadap korelasi serial dan heteroskedastisitas sembarang dapat dihitung (Wooldridge, 2013, hlm. 494), di Stata melalui opsi vce(cluster) (StataCorp, 2021).

Autokorelasi. Probabilitas uji Wooldridge sebesar 0,109 (> 0,05) membuat H0 diterima, jadi tidak ada autokorelasi orde pertama. Lagi pula, galat baku klaster pada tahap estimasi sudah tahan terhadap korelasi serial dalam perusahaan (Wooldridge, 2013, hlm. 494).

Dari empat uji, hanya normalitas dan heteroskedastisitas yang tidak terpenuhi. Keduanya telah ditangani dengan galat baku klaster dan dibenarkan oleh jumlah observasi yang besar, sehingga REM tetap layak untuk menguji hipotesis.

Hasil Estimasi dan Uji Hipotesis

REM diestimasi dengan Generalized Least Squares (GLS), sehingga uji parsial memakai statistik z dan uji simultan memakai statistik Wald χ^2. Stata juga melaporkan R^2 within, between, dan overall untuk menilai kecocokan model menurut variasi dalam perusahaan, antarperusahaan, dan secara keseluruhan (StataCorp, 2021). Hasil estimasi REM dengan galat baku robust disajikan pada Tabel 9.

Tabel 5. Estimasi Random Effect Model dengan Std. Err. (robust)

Variabel	Koefisien	Std. Err. (robust)	z	Prob.
DPR	0,0057	0,0021	2,71	0,007
DER	0,8162	0,3144	2,60	0,009
SIZE	−0,2207	0,1731	−1,27	0,202
ROA	0,1694	0,0347	4,89	0,000
SG	0,0022	0,0045	0,48	0,630
Konstanta	6,5521	5,2326	1,25	0,211

Keterangan: Wald $\chi^2(5) = 48,19$ ($p = 0,000$); R^2 within = 0,087, between = 0,390, overall = 0,339; rho = 0,739; N = 232 dari 58 perusahaan; galat baku klaster pada tingkat perusahaan. Sumber: Output Stata, Data diolah penulis 2026.

Berdasarkan estimasi REM dengan galat baku klaster pada Tabel 9, diperoleh persamaan regresi pada Persamaan (2).

$$PBV = 6,552 + 0,0057\ DPR + 0,8162\ DER - 0,2207\ SIZE + 0,1694\ ROA + 0,0022\ SG. \quad (2)$$

Koefisien tetap sama setelah galat baku klaster dipakai; yang bergeser hanya ukuran ketidakpastiannya (galat baku, nilai z, dan probabilitas), yang sekarang telah memperhitungkan heteroskedastisitas dan korelasi serial dalam perusahaan.

Hipotesis diuji dengan Wald χ^2 (simultan), z (parsial), dan R^2 overall (kemampuan model). Wald $\chi^2(5) = 48,19$ dengan probabilitas 0,000 (< 0,05) berarti kebijakan dividen, struktur modal, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan pertumbuhan penjualan bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Secara parsial, DPR (koefisien 0,0057; z = 2,71; p = 0,007) berpengaruh positif signifikan: setiap kenaikan DPR 1 poin persentase diikuti kenaikan PBV 0,0057, atau sekitar 0,06 untuk 10 poin, sehingga H1 diterima. DER (koefisien 0,8162; z = 2,60; p = 0,009) juga signifikan tetapi bertanda positif,

berlawanan dengan dugaan negatif, sehingga H2 ditolak. Di antara variabel kontrol, hanya ROA yang signifikan. R^2 overall 0,339 berarti model menjelaskan sekitar 33,9% variasi PBV, dengan sisanya berasal dari faktor di luar model. Karena R^2 between (0,390) jauh melampaui R^2 within (0,087), model lebih mampu menjelaskan perbedaan PBV antarperusahaan daripada perubahannya pada satu perusahaan dari tahun ke tahun, sejalan dengan rho 0,739 yang menunjukkan sekitar 73,9% varians galat bersumber dari perbedaan antarperusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan koefisien sebesar 0,0057 dan nilai probabilitas 0,007. Temuan ini mendukung Teori Sinyal yang menjelaskan bahwa dividen merupakan salah satu instrumen bagi manajemen untuk mengomunikasikan prospek perusahaan kepada investor, terutama informasi internal yang tidak dapat diketahui secara langsung oleh pihak eksternal (Bhattacharya, 1979; Connelly dkk., 2025; Taleb, 2019). Dengan kata lain, perusahaan barang konsumsi primer yang membagikan dividen lebih besar dihargai lebih tinggi oleh pasar, sehingga PBV-nya cenderung lebih besar.

Temuan ini sejalan dengan Mubaraq dkk. (2020) pada perusahaan manufaktur Indonesia, Dang dkk. (2020), dan Ismail & El-Deeb (2022) di Mesir. serta Puspitaningtyas (2019), yang mendapati pasar modal Indonesia bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen. Sebaliknya, hasil ini berbeda dari Nguyen dkk. (2021) dan Njoku & Lee (2025) menemukan pengaruh negatif, dan Trijuniyanto dkk. (2019) tidak menemukan pengaruh signifikan pada periode 2015–2017. Perbedaan tersebut kemungkinan berkaitan dengan sifat sektor defensif yang permintaannya relatif stabil (Limtaroli & Mindosa, 2024), sehingga dividen lebih mudah dipertahankan dan sinyalnya lebih dipercaya pasar. Namun, ini baru dugaan karena stabilitas permintaan dan arus kas tidak diukur langsung dalam penelitian ini.

Secara kritis, pengaruh dividen tetap signifikan walaupun galat baku sudah dikoreksi untuk heteroskedastisitas dan korelasi serial. Meski begitu, dukungan bagi teori sinyal hanya tidak langsung: teori ini terutama menjelaskan reaksi pasar terhadap perubahan atau pengumuman dividen (MILLER & ROCK, 1985; Taleb, 2019), sementara penelitian ini menguji tingkat rasio pembayaran dividen. Pengaruhnya pun kecil, sebab DPR yang naik 10 poin persentase hanya diikuti PBV yang naik sekitar 0,06. Hubungan positif ini kuat secara statistik tetapi kecil secara praktis, dan belum membuktikan bahwa dividen berfungsi sebagai sinyal.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Struktur modal terbukti memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan koefisien sebesar 0,8162 dan nilai probabilitas 0,009. Arah pengaruh tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang didasarkan pada Trade-Off Theory. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan mempertimbangkan manfaat penghematan pajak yang diperoleh dari penggunaan utang dengan potensi biaya kesulitan keuangan. Oleh karena itu, peningkatan penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan hingga mencapai tingkat utang yang optimal, tetapi setelah melewati batas optimal tersebut, penambahan utang justru berpotensi menurunkan nilai perusahaan (Ai dkk., 2021; MYERS, 1984). Hipotesis yang memperkirakan pengaruh negatif didasarkan pada asumsi bahwa perusahaan dalam sampel telah melampaui tingkat utang optimal. Namun, kondisi data menunjukkan bahwa rata-rata DER hanya sebesar 0,94 dan sebanyak 65,1% observasi memiliki DER di

bawah satu. Apabila tingkat utang perusahaan sampel masih berada di bawah batas optimal, peningkatan penggunaan utang justru dapat mendorong kenaikan nilai perusahaan melalui manfaat penghematan pajak serta ketersediaan dana untuk membiayai ekspansi. Dengan demikian, temuan positif dalam penelitian ini tidak bertentangan dengan konsep Trade-Off Theory, melainkan dapat mencerminkan kondisi perusahaan yang masih berada di bawah tingkat struktur modal optimal.

Arah positif ini serupa dengan temuan Bui dkk. (2023) dan Prabowo (2025), pada ukuran leverage tertentu, tetapi berbeda dari Almahadin & Oroud (2019), Doorasamy (2021), Yahaya (2026), Njoku & Lee (2025), serta Trijuniyanto dkk. (2019) yang mendapati pengaruh negatif akibat biaya utang dan risiko kebangkrutan (Jensen & Meckling, 1976). Jadi, arah pengaruh utang bergantung pada konteks, termasuk seberapa besar utang yang sudah dipakai dan karakteristik sektornya.

Hal lain yang perlu diperhatikan: PBV dan DER sama-sama memakai ekuitas buku, sehingga ekuitas yang rendah dapat menaikkan keduanya sekaligus. Karena itu, sebagian hubungan positif yang terlihat mungkin hanya akibat keterkaitan hitungan, bukan hubungan ekonomi yang sebenarnya. Trijuniyanto dkk. (2019) menjelaskan hubungan positif struktur modal dengan nilai perusahaan berdasarkan Tobin's Q memakai logika matematis yang serupa. Dugaan bahwa utang masih di bawah tingkat optimal pun tetap sebatas dugaan, sebab tingkat utang optimal tidak diestimasi di sini.

Variabel Kontrol

ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap PBV (koefisien 0,1694; z = 4,89; p = 0,000). Nilai z-nya yang tertinggi di antara semua variabel menjadikan ROA pengaruh terkuat dalam model. Pasar tampaknya menghargai perusahaan yang lebih pandai menghasilkan laba dari asetnya, dan kenaikan laba juga bisa dibaca investor sebagai sinyal baik atas prospek perusahaan (MILLER & ROCK, 1985).

SIZE tidak berpengaruh signifikan (koefisien −0,2207; p = 0,202). Tanda negatifnya tidak dapat diartikan sebagai pengaruh yang pasti; paling jauh ia hanya menunjukkan bahwa aset yang lebih besar belum tentu dinilai lebih tinggi oleh pasar.

SG pun tidak signifikan (koefisien 0,0022; p = 0,630). Setelah dividen, struktur modal, ukuran, dan profitabilitas dikendalikan, pertumbuhan penjualan tidak menambah penjelasan atas PBV dalam model ini.

4. Simpulan

Penelitian ini menggunakan Random Effect Model dengan galat baku yang dikelompokkan berdasarkan perusahaan (*clustered standard errors*) terhadap 58 perusahaan IDXNONCYC selama periode 2022–2025, dengan total 232 observasi. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan koefisien sebesar 0,0057 dan probabilitas 0,007. Dengan demikian, H1 diterima, meskipun besarnya pengaruh secara praktis relatif kecil. Sementara itu, struktur modal juga menunjukkan pengaruh yang signifikan, tetapi dengan arah positif, yaitu koefisien sebesar 0,8162 dan probabilitas 0,009. Oleh karena itu, H2 yang memprediksi adanya pengaruh negatif ditolak.

Pada variabel kontrol, hanya profitabilitas yang diproksikan dengan ROA yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (p = 0,000). Adapun ukuran perusahaan (p = 0,202) dan pertumbuhan penjualan (p = 0,630) tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Model signifikan secara simultan (Wald χ^2 = 48,19; p = 0,000) dan menjelaskan 33,9% variasi PBV (R^2 overall), terutama perbedaan antarperusahaan (R^2 between 0,390) dan jauh lebih sedikit perubahan dalam satu perusahaan (R^2 within 0,087). Semua ini hanya menunjukkan hubungan statistik; belum terbukti bahwa dividen berfungsi sebagai sinyal atau bahwa perusahaan sampel berada di bawah tingkat utang optimal.

Referance

Almahadin, H. A., & Oroud, Y. (2019). Capital structure, firm value nexus: The moderating role of profitability. *Revista Finanzas y Politica Economica*, *11*(2), 375–386. https://doi.org/10.14718/REVFINANZPOLITECON.2019.11.2.9

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, *10*(1), 259–270.

Bui, T. N., Nguyen, X. H., & Pham, K. T. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese stock market. *International Journal of Financial Studies*, *11*(3), Article 100. https://doi.org/10.3390/ijfs11030100

Chow, G. C. (1960). Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions. *Economitrica*, *28*(3), 591–605.

Connelly, B. L., Certo, S. T., Reutzel, C. R., DesJardine, M. R., & Zhou, Y. S. (2025). Signaling theory: State of the theory and its future. *Journal of Management*, *51*(1), 24–61. https://doi.org/10.1177/01492063241268459

Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2020). Impact of dividend policy on corporate value: Experiment in Vietnam. *International Journal of Finance & Economics*, *26*(4), 5815–5825. https://doi.org/10.1002/ijfe.2095

Doorasamy, M. (2021). Capital structure, firm value and managerial ownership: Evidence from East African countries. *Investment Management and Financial Innovations*, *18*(1), 346–356. https://doi.org/10.21511/imfi.18(1).2021.28

Haryadi, R., & Winarto, J. (2024). Faktor-faktor yang memengaruhi harga saham sektor consumer non-cyclicals. *Jurnal Manajemen Maranatha*, *23*(2), 153–162. https://doi.org/10.28932/jmm.v23i2.7902

Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Economitrica*, *46*(6), 1251–1271.

Ismail, T. H., & El-Deeb, M. S. (2022). The effect of corporate governance, dividend policy and informativeness of risk disclosure on the firm value: Egyptian evidence. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, *12*(6), 761–789. https://doi.org/https://doi.org/10.1504/AAJFA.2022.127914

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. *Journal of Financial Economics*, *3*, 305–360.

MILLER, M. H., & ROCK, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, *40*(4), 1031–1051. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x

Mubaraq, M., Suhadak, Rahayu, S. M., Darmawan, A., & Sifi, M. (2020). The impact of dividend policy, ownership structure and capital structure on company valuation of Indonesian manufacture. *Research Journal of Finance and Accounting*, *11*(20), 156–162. https://doi.org/10.7176/rjfa/11-17-18

MYERS, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, *39*(3), 574–592.

https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x

Nguyen, A. H., Pham, C. D., Doan, N. T., Ta, T. T., Nguyen, H. T., & Truong, T. V. (2021). The effect of dividend payment on firm's financial performance: An empirical study of Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, *14*(8), 353. https://doi.org/10.3390/jrfm14080353

Njoku, O. E., & Lee, Y. (2025). Debt capital and dividend policy as complementary indicators of firm valuation. *International Journal of Financial Studies*, *13*(1), 18. https://doi.org/10.3390/ijfs13010018

Prabowo, A. (2025). Capital structure effects: The role of sales growth in shaping firm performance across Southeast Asia. *Journal of Accounting and Strategic Finance*, *8*(2), 344–362. https://doi.org/10.33005/jasf.v8i2.645

Puspitaningtyas, Z. (2019). Empirical evidence of market reactions based on signaling theory in Indonesia Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, *16*(2), 66–77. https://doi.org/10.21511/imfi.16(2).2019.06

Trijuniyanto, R. S., Siregar, M. E. S., & Dalimunthe, S. (2019). The impact of profitability, firm size, dividend policy and capital structure on firm value of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange over the period 2015–2017. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, *10*(2), 356–385.

Yahaya, O. A. (2026). Capital structure, inflation rate, and firm value in Nigeria. *Journal of Economic and Business*, *18*(1), 697–742. https://doi.org/10.11774/jeb-2026-18-1-697