

PENGARUH STRUKTUR MODAL, *CASH HOLDINGS*, DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MELALUI KEBIJAKAN DIVIDEN

Mufidatul Khoiroh

mkhoiroh@gmail.com

Anang Subardjo

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research aimed to examine and analyze the effect of capital structure, cash holding, and investment opportunity on dividend policy and firm value. Besides, it aimed to examine and analyze the effect of capital structure, cash holdings, and investment opportunity on firm value through dividend policy. The data collection technique used purposive sampling. The data were secondary in the form of annual report of Consumption Good of manufacturing companies during 2015-2018. The data analysis technique used path analysis with two structural equations in order to examine direct and indirect effect from independent variables on dependent variable through intervening variable. The research result, from structural equation 1, showed investment opportunity had positive effect on dividend policy, capital structure and cash holdings did not affect dividend policy. The result of structural equation 2, showed capital structure and investment opportunity had positive effect on firm value, cash holding did not affect the firm value. The result of intervening test showed dividend policy was able to intervene the effect of investment opportunity on firm value, dividend policy was unable to intervene capital structure on firm value, dividend policy was unable to intervene cash holding on firm value.

Keywords: capital structure, cash holding, investment opportunity, firm value, dividend policy

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh struktur modal, *cash holdings*, dan *investment opportunity* terhadap kebijakan dividen, pengaruh struktur modal, *cash holdings*, dan *investment opportunity* terhadap nilai perusahaan, serta pengaruh struktur modal, *cash holdings*, dan *investment opportunity* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Data sekunder diambil dari *annual report* perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi periode 2015-2018. Metode analisis data menggunakan analisis jalur dengan dua persamaan struktural untuk menguji pengaruh langsung dan tidak langsung dari variabel independen terhadap variabel dependen melalui variabel *intervening*. Hasil penelitian persamaan struktural 1 menunjukkan bahwa *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, struktur modal dan *cash holdings* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil persamaan struktural 2 menunjukkan struktur modal dan *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, *cash holdings* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian variabel *intervening* menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh *investment opportunity* terhadap nilai perusahaan, kebijakan dividen tidak dapat memediasi struktur modal terhadap nilai perusahaan, kebijakan dividen tidak dapat memediasi *cash holdings* terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: struktur modal, *cash holdings*, *investment opportunity*, nilai perusahaan, kebijakan dividen

PENDAHULUAN

Persaingan bisnis pada era saat ini semakin ketat dikarenakan struktur ekonomi Indonesia cenderung ditopang dan didominasi oleh belanja pemerintah, konsumsi rumah tangga, dan investasi. Hal tersebut berdampak pada industri manufaktur terutama sektor barang konsumsi sehingga perusahaan terus mengembangkan industrinya secara inovatif untuk menambah keunggulan daya saing. Setiap perusahaan membutuhkan sumber

pendanaan dan pendapatan untuk mengembangkan usahanya. Dana yang digunakan perusahaan dapat berasal dari dana internal (modal sendiri) dan dana eksternal (penjualan saham dan hutang). Modal merupakan bagian yang penting karena perusahaan membutuhkan dana dalam rangka mencapai tujuan perusahaan. Apabila dana internal tidak mencukupi, perusahaan bisa mendapatkan dana dari pihak luar dengan menyerahkan dan menjual sebagian sahamnya di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan yang telah menyerahkan sahamnya pada pasar modal mencerminkan perusahaan tersebut butuh banyak dana untuk kegiatan operasi maupun investasi. Perusahaan yang berorientasi pada keuntungan lebih fokus pada kegiatan operasional untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan nilai yang tercermin dalam harga saham perusahaan. Apabila harga pasar saham yang ada di pasar modal tinggi pasti akan diikuti dengan peningkatan nilai perusahaan artinya perusahaan mampu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan yang tinggi akan menarik investor lain untuk menanamkan modalnya karena mampu memberikan *return* yang lebih besar dan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang sehingga kreditur tidak khawatir memberikan pinjaman modal kepada perusahaan terkait (Manoppo dan Arie, 2016).

Pada umumnya perusahaan mempertimbangkan penggunaan struktur modal yang bisa mempengaruhi nilai perusahaan. Teori struktur modal menjelaskan tentang kebijakan pendanaan dalam menentukan struktur modal perusahaan yang memiliki tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Penggunaan struktur modal yang optimal dapat meningkatkan harga saham. Struktur modal optimal harus dikelola sebaik mungkin karena berkaitan dengan *return* dan *risk*. Jika pendanaan yang berasal dari internal sudah terpenuhi maka perusahaan tidak perlu menggunakan dana dari eksternal atau hutang. Hutang yang tinggi mengakibatkan kenaikan risiko. Akan tetapi jika perusahaan dapat meningkatkan *return* yang diharapkan maka harga saham akan meningkat, meskipun penggunaan hutang tinggi digunakan secara optimal sehingga mencapai *return* dapat membuat investor percaya dan tidak khawatir akan penggunaan hutang. Besar kecilnya hutang bisa mempengaruhi nilai perusahaan karena menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Penelitian terdahulu yang dilakukan Nuryani *et al.* (2018) dan Hermuningsih (2013) menghasilkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Selain struktur modal, *cash holding* dapat menjadi faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Kas merupakan aset yang memiliki peran dalam setiap perusahaan meskipun jumlah kas yang dimiliki tidak terlalu banyak dan merupakan suatu bentuk aktiva yang paling likuid, oleh karena itu perusahaan dapat menggunakan kas dalam pemenuhan kebutuhan meskipun tidak seluruhnya. Manajemen perlu mengelola keuangan secara tepat agar kegiatan operasional berjalan efisien, salah satunya dengan melakukan *cash holding*. *Cash holdings* adalah jumlah kas yang tersedia ditangan dan dimiliki oleh perusahaan. Kepemilikan kas dapat dikatakan baik apabila jumlah kas mencukupi kebutuhan usaha dan tidak berlebihan menggunakannya. Ketika perusahaan memegang kas yang berlebih, manajemen cenderung mengutamakan kepentingan pribadi daripada pemegang saham. Namun menurut Boyle, 2003 (dalam Putra dan Rahmawati, 2016) ketika perusahaan butuh pembiayaan eksternal yang tinggi tanpa dana internal yang cukup dapat menghilangkan peluang investasi sehingga mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Nurcahaya (2017) dan Wijaya (2014) menghasilkan *cash holding* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Investment Opportunity Set (IOS) juga merupakan faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Semakin besar kesempatan investasi perusahaan di masa mendatang dapat meningkatkan harga saham. Hal ini dikarenakan kesempatan investasi tersebut diharapkan memberikan *return* yang besar sehingga manajemen dapat membagikan dividen untuk memakmurkan pemegang saham. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Dharmawan dan Riza (2019), Suartawan dan Yasa (2016) menghasilkan bahwa *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen yang optimal merupakan

suatu kebijakan yang mampu menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga harga saham meningkat. Kebijakan ini dibuat oleh perusahaan mengenai keuntungan yang diperoleh perusahaan bisa digunakan untuk membayar dividen kepada pemegang saham atau tidak. Adanya pembagian dividen dapat dikatakan sebagai sinyal yang diberikan oleh manajemen agar pihak luar merespon sinyal sebagai informasi mengenai prospek perusahaan yang baik. Penelitian ini merupakan pengembangan dari beberapa penelitian sebelumnya, terdapat perbedaan hasil penelitian karena terdapat perbedaan waktu pengamatan dan obyek penelitian. Peneliti tertarik melakukan penelitian dan menguji kembali variabel yang mempengaruhi nilai perusahaan diantaranya struktur modal, *cash holdings*, dan *investment opportunity*. Akan tetapi peneliti menambahkan variabel *intervening* untuk menguji dan menganalisis apakah struktur modal, *cash holdings*, dan *investment opportunity* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Berdasarkan uraian diatas dapat diketahui rumusan masalah dalam penelitian sebagai berikut: (1) Apakah struktur modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen?; (2) Apakah *cash holdings* berpengaruh terhadap kebijakan dividen?; (3) Apakah *investment opportunity* berpengaruh terhadap kebijakan dividen?; (4) Apakah struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan?; (5) Apakah *cash holdings* berpengaruh terhadap nilai perusahaan?; (6) Apakah *investment opportunity* berpengaruh terhadap nilai perusahaan?; (7) Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?; (8) Apakah struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen?; (9) Apakah *cash holdings* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen?; dan (10) Apakah *investment opportunity* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen?. Sedangkan tujuan pada penelitian ini adalah: (1) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen; (2) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *cash holdings* terhadap kebijakan dividen; (3) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *investment opportunity* terhadap kebijakan dividen; (4) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan; (5) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *cash holdings* terhadap nilai perusahaan; (6) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *investment opportunity* terhadap nilai perusahaan; (7) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan; (8) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen; (9) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *cash holdings* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen; dan (10) Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *investment opportunity* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

TINJAUAN TEORITIS

Agency Theory

Teori keagenan menjelaskan tentang hubungan antara pihak agen dan pihak prinsipal, dimana manajemen sebagai pihak agen diberi kewenangan untuk mengambil keputusan yang berkaitan dengan operasi dan strategi perusahaan dengan harapan keputusan yang diambil tersebut akan meningkatkan nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Agen justru mengambil keputusan yang lebih menguntungkan pihak manajer dibandingkan untuk kepentingan prinsipal. Perbedaan kepentingan ini dapat menyebabkan nilai perusahaan tidak maksimal karena persepsi investor yang memandang bahwa pihak prinsipal lebih dirugikan atas tindakan yang diambil oleh pihak agen.

Signalling Theory

Teori sinyal merupakan suatu tindakan yang diambil oleh manajemen yang memberikan petunjuk bagi *stakeholder* tentang bagaimana manajemen melihat dan menilai prospek suatu perusahaan (Brigham dan Houston, 2011:179). Perusahaan yang memberikan sinyal kepada

investor artinya perusahaan memiliki prospek yang bagus di masa yang akan datang dan menginginkan harga pasar saham perusahaan meningkat. Informasi yang disebar oleh perusahaan akan memberikan sinyal positif bagi investor sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Sinyal positif diharapkan mampu memberikan respon yang baik terhadap investor sehingga mampu memaksimalkan nilai perusahaan.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk karena adanya permintaan dan penawaran di pasar modal yang mencerminkan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saja, namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. Nilai perusahaan dapat diukur dengan keadaan harga saham perusahaan di pasar modal. Nilai perusahaan pada penelitian ini diukur dengan *Price Book Value* (PBV). Semakin tinggi PBV menggambarkan semakin tinggi harga saham berarti tingkat pengembalian kepada investor juga makin tinggi, perusahaan mampu mencapai tujuan perusahaan yaitu memakmurkan pemegang saham.

Struktur Modal

Struktur modal merupakan perbandingan sumber pendanaan jangka panjang perusahaan yang dihitung dengan perbandingan hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Harjito dan Martono, 2014:256). Apabila penggunaan dana yang berasal dari modal sendiri masih mengalami kerugian maka perusahaan dapat mempertimbangkan untuk menggunakan dana yang berasal dari hutang. Struktur modal menggambarkan tingkat risiko yang dihadapi perusahaan, apabila semakin tinggi hutang maka kemungkinan risiko yang terjadi juga makin tinggi. Penggunaan hutang yang optimal akan meningkatkan nilai perusahaan.

Cash Holdings

Cash holdings adalah jumlah kepemilikan kas yang dimiliki oleh perusahaan dan mengindikasikan tingkat likuiditas perusahaan. Kepemilikan kas dikatakan baik jika jumlah kas perusahaan cukup dan tidak berlebihan. *Cash holding* yang tinggi membuat investor khawatir terhadap manajemen yang menghamburkan sumber daya perusahaan pada proyek yang dapat menurunkan nilai perusahaan (Wijaya, 2014). Perusahaan yang memiliki kas optimal berarti perusahaan bisa memenuhi seluruh kebutuhan operasionalnya. Menurut Keynes, 1963 (dalam Akhtar dan Ullah, 2016) alasan perusahaan melakukan *cash holdings* yaitu pertama *transaction motive* dimana kas ditahan oleh perusahaan sebagai pemenuhan arus kas masuk keluar dalam jangka pendek dan kegiatan operasional. Kedua *precaution motive* ialah perusahaan swasta dan rumah tangga menahan kas atas dasar kemampuan perusahaan membayar kewajiban di masa depan. Ketiga *speculative motive* berarti kas ditahan untuk spekulasi terhadap kemungkinan adanya kenaikan suku bunga di masa depan dan berguna untuk mengambil keuntungan peluang bisnis.

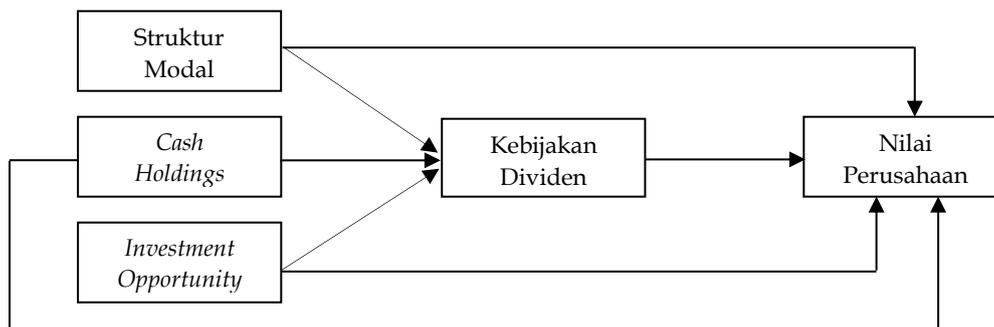
Investment Opportunity

Investasi merupakan suatu komitmen penempatan sumber dana yang dilakukan masa sekarang dengan tujuan untuk mendapat keuntungan di masa yang akan datang. *Investment opportunity set* menggambarkan tentang luasnya kesempatan investasi bagi perusahaan dan peluang berinvestasi namun sangat tergantung pada pilihan *expenditure* perusahaan. Menurut Kallapur dan Trombley (2001) kesempatan investasi merupakan opsi untuk berinvestasi dalam proyek yang memiliki *net present value* yang positif. Apabila tingkat kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan tinggi maka kepercayaan investor terhadap perusahaan juga tinggi karena pertumbuhan kesempatan investasi bisa dikatakan sebagai sinyal positif.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan perusahaan yang menghasilkan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan yang berupa dividen pada akhir tahun akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk dijadikan tambahan modal investasi di masa yang akan datang. Sudana (2011:167) kebijakan dividen merupakan bagian dari keputusan pembelanjaan internal perusahaan karena jumlah dividen yang dibagikan tentu mempengaruhi jumlah laba ditahan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham maka investor menganggap kinerja perusahaan sangat baik sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Rerangka Konseptual



Gambar 1 Rerangka Konseptual

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen

Struktur modal merupakan gambaran dari bentuk proporsi *financial* perusahaan yaitu perbandingan antara jumlah hutang baik jangka pendek maupun jangka panjang dengan jumlah modal. Peningkatan hutang dalam struktur modal belum tentu membuat *image* perusahaan buruk karena perusahaan mampu menggunakan struktur modal optimal dengan menyeimbangkan antara risiko dan tingkat pengembalian. Apabila tingkat pengembalian hutang tinggi berarti perusahaan mampu membayar kewajiban dan meningkatkan kepercayaan investor dengan membagikan dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Nuryani *et al.* (2018) dan Nur (2018) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Maka hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H₁: Struktur modal berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Cash Holdings terhadap Kebijakan Dividen

Cash holdings merupakan jumlah kepemilikan kas yang dimiliki oleh perusahaan. Jumlah kepemilikan kas yang rendah dapat mengurangi porsi dana untuk kegiatan operasional perusahaan dan investasi di masa yang akan datang. Berdasarkan teori *trade off*, kepemilikan kas dan pembayaran dividen memiliki pengaruh negatif karena perusahaan lebih baik melakukan investasi dengan membayar dividen untuk memudahkan akses ke pasar modal. Ferreira dan Vilela (2004) mengatakan bahwa perusahaan yang membayar dividen tinggi cenderung menyimpan lebih sedikit uang atau kas. Penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar (2013), Hamonangan dan Handika (2015) menyatakan *cash holding* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂: *Cash holdings* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Investment Opportunity terhadap Kebijakan Dividen

Investment opportunity merupakan kesempatan perusahaan melakukan opsi alternatif untuk investasi yang menguntungkan di masa yang akan datang sehingga perusahaan akan

tumbuh dengan prospek yang baik. Semakin tinggi peluang investasi semakin besar tingkat pembagian dividen yang akan diberikan perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki dana untuk membiayai investasi dan membayar dividen. Banyak investor lebih menyukai pembagian dividen yang tinggi karena memandang *return* dalam bentuk dividen memiliki nilai lebih. Penelitian yang dilakukan oleh Dharmawan dan Riza (2019), Suartawan dan Yasa (2016) menyatakan *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian Maka rumusan hipotesis dalam penelitian ini adalah: H₃: *Investment opportunity* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Struktur modal merupakan pembiayaan yang diperlukan perusahaan untuk kegiatan usahanya yang terdiri dari hutang jangka pendek maupun jangka panjang dan jumlah modal yang dimiliki. Penggunaan hutang berdasarkan teori *trade off* menyatakan keuntungan pajak lebih besar daripada biaya tekanan *financial* (Brigham dan Houston, 2011:183). Struktur modal optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan karena perusahaan mampu menyeimbangkan penggunaan hutang dengan tingkat pengembalian. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Nuryani *et al.* (2018) dan Hermuningsih (2013) menyatakan bahwa struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut: H₄: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Cash Holdings terhadap Nilai Perusahaan

Cash holdings didefinisikan sebagai kas ditangan atau tersedia untuk diinvestasikan pada aset fisik dan dibagikan kepada investor. Kas yang rendah dapat mengurangi porsi dana untuk operasional dan investasi perusahaan. Semakin rendah kepemilikan kas yang disesuaikan dengan kondisi perusahaan maka berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan oleh investor yang khawatir terhadap manajemen karena manajemen lebih mempunyai kekuasaan menghamburkan sumber daya untuk kegiatan yang dapat menurunkan nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan Nurcahya (2017) dan Wijaya (2014) menghasilkan bahwa *cash holdings* memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Maka dapat diajukan rumusan hipotesis sebagai berikut: H₅: *Cash holdings* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Investment Opportunity terhadap Nilai Perusahaan

Investment opportunity merupakan kesempatan investasi dimasa depan yang besar kecilnya tergantung pada pengeluaran atau dana yang telah ditetapkan manajemen. Dengan adanya kesempatan investasi yang diharapkan untuk memperoleh *return* yang lebih besar dan mempengaruhi nilai perusahaan. *Signalling theory* menunjukkan kesempatan investasi akan memberikan informasi sebagai sinyal positif mengenai prospek pendapatan yang diperoleh dimasa depan dan adanya potensi perusahaan untuk tumbuh sehingga akan menjadi daya tarik investor. Penelitian yang dilakukan oleh Dharmawan dan Riza (2019), Rizqia *et al.* (2013), Suartawan dan Yasa (2016) menyatakan bahwa *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Maka hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut: H₆: *Investment opportunity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen merupakan kebijakan mengenai penggunaan keuntungan yang diperoleh perusahaan dapat dibagikan sebagai dividen atau ditahan perusahaan untuk diinvestasikan. *Bird in the hand theory* menjelaskan investor lebih menyukai perusahaan yang membagikan dividen karena menggambarkan kepastian *return* dan mampu mengantisipasi risiko kebangkrutan (Baker dan Weigend, 2015). Besarnya dividen yang dibagikan akan mempengaruhi nilai perusahaan sebagai sinyal positif bahwa prospek dan kinerja perusahaan

tumbuh dengan baik. Pernyataan tersebut didukung penelitian Suartawan dan Yasa (2016), Dharmawan dan Riza (2019) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Maka hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H₇: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen

Struktur modal merupakan pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Penggunaan hutang yang tinggi dalam struktur modal pada suatu perusahaan dapat memperbesar biaya keagenan dan risiko terhadap kebangkrutan sehingga diperlukan struktur modal optimal yang dapat memaksimalkan harga saham. Peningkatan hutang menyebabkan perusahaan harus menetapkan porsi pembayaran dividen dapat dijadikan sebagai sinyal untuk menghilangkan kekhawatiran investor mengenai kinerja perusahaan yang buruk karena risiko yang timbul dari penggunaan hutang sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Pernyataan diatas didukung oleh penelitian yang dilakukan Nuryani *et al.* (2018) dan Mardasari (2014) menghasilkan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Maka hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H₈: Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Pengaruh Cash Holdings terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen

Cash holdings merupakan salah satu aspek yang sangat penting bagi perusahaan terutama dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan. Kepemilikan kas yang rendah berarti perusahaan tidak menahan kas terlalu lama untuk mendanai aktivitas operasional perusahaan sesuai kebutuhan. Dalam *trade off theory*, perusahaan yang memiliki tingkat kas rendah melakukan investasi melalui pembayaran dividen karena dianggap menguntungkan dan mempermudah akses ke pasar modal. Al-Najjar (2011) mengatakan bahwa perusahaan tidak perlu menyimpan kas dalam jumlah besar karena perusahaan yang membayar dividen secara rutin dapat mengumpulkan dana dengan biaya yang rendah. Pembayaran dividen diharapkan dapat menarik minat investor dan meningkatkan nilai perusahaan. Dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa *cash holding* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Maka hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H₉: *Cash holding* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Pengaruh Investment Opportunity terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen

Investment opportunity merupakan proses pemilihan alternatif investasi yang dapat menguntungkan perusahaan. Perusahaan diharapkan mendapatkan keuntungan dari investasi tersebut sehingga perusahaan semakin tumbuh. Semakin tinggi *investment opportunity* yang dimiliki oleh perusahaan maka semakin besar jumlah pembagian keuntungan yang diberikan oleh perusahaan kepada para investor yang berupa dividen. Kenaikan pembagian dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan. *Bird in the hand theory* yang menunjukkan jika investasi yang dilakukan perusahaan baik dan proporsi *return* dari investasi tersebut dibayarkan dalam bentuk dividen maka nilai perusahaan semakin tinggi. Pernyataan tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Suartawan dan Yasa (2016), Dharmawan dan Riza (2019). Maka hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H₁₀: *Invoesment opportunity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi Penelitian

Penelitian ini bersifat kausal komparatif merupakan jenis penelitian dengan karakteristik masalah yang berupa hubungan sebab akibat antara dua variabel atau lebih. Spesifikasi penelitian ini adalah deskriptif kuantitatif yaitu mengangkat sebuah fakta, variabel, keadaan, dan fenomena yang terjadi dan penyajiannya apa adanya. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penggunaan periode pengamatan dengan rentang waktu 4 tahun (2015-2018).

Teknik Pengambilan Sampel

Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling* merupakan pengambilan sampel yang dilakukan secara sengaja sesuai dengan pertimbangan yang telah ditentukan (Sugiyono, 2015). Kriteria yang digunakan untuk mengambil sampel penelitian ini sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia secara konsisten pada periode 2015-2018; (2) Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang menerbitkan laporan keuangan auditan secara konsisten pada periode 2015-2018; (3) Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang membagikan dividen tunai pada periode 2015-2018.

Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan jenis data kuantitatif. Sumber data berupa data sekunder. Data sekunder dalam penelitian ini menggunakan hasil dokumentasi dimana data-data tersebut diperoleh dari data laporan keuangan yang telah diaudit perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar dalam BEI selama periode 2015-2018. Data laporan keuangan diperoleh melalui website Bursa Efek Indonesia www.idx.co.id maupun Galeri Bursa Efek Indonesia STIESIA Surabaya.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan diukur menggunakan *Price Book Value* (PBV) merupakan rasio keuangan dengan perbandingan harga saham dan nilai buku per lembar saham (Brigham dan Houston, 2011). PBV dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Nilai Buku per lembar saham}}$$

Variabel Independen

Struktur modal diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) yang merupakan perusahaan menggunakan sumber dana yang berasal dari hutang kepada kreditur dengan modal sendiri (Husnan dan Pudjiastuti, 2018). Untuk menghitung DER menggunakan rumus:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Cash holdings adalah jumlah kepemilikan kas yang dimiliki oleh perusahaan. Jumlah kas yang dimiliki perusahaan dikatakan baik apabila kepemilikan kas tidak berlebihan dan cukup untuk digunakan operasional dan investasi perusahaan. Dalam penelitian Akhtar dan Ullah (2016) *cash holding* dapat menggunakan rumus sebagai berikut:

$$CH = \frac{\text{Kas dan Setara Kas}}{\text{Total Aset}}$$

Investment Opportunity Set (IOS) diukur menggunakan *Market to Book Value Equity* (MBVE) yang merupakan besarnya *return* dari aset perusahaan dan investasi yang diharapkan dimasa yang akan datang dapat melebihi *return* dari ekuitas yang diinginkan (Kartasukmana, 2015). Dalam penelitian ini menggunakan rumus:

$$MBVE = \frac{\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Closing Price}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Variabel Intervening

Variabel *intervening* dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan kebijakan penentuan oleh perusahaan apakah laba yang dihasilkan perusahaan akan ditahan untuk perkembangan usahanya atau dibagikan kepada pemegang saham sesuai dengan porsi kepemilikan saham. Brigham dan Houston (2011) kebijakan dividen diukur menggunakan *Dividen Payout Ratio* (DPR) dengan rumus:

$$DPR = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$$

Teknik Analisis Data

Analisis Deskriptif

Analisis statistik deskriptif merupakan suatu metode dalam menganalisis data kuantitatif dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sehingga diperoleh gambaran yang teratur mengenai suatu kegiatan. Ukuran yang digunakan dalam deskriptif antara lain: *mean*, standar deviasi, nilai minimum, dan maksimum antar variabel.

Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, yaitu nilai residualnya mempunyai distribusi normal. Normalitas residual dapat dideteksi dengan melihat grafik p-plot dan *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) dimana nilai signifikansi > 0,05 maka distribusi normal. Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan korelasi antar variabel bebas. Untuk mengetahui tidak terjadi multikolinieritas dilihat dari besarnya VIF < 10 dan nilai TOL > 0,10. Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah model regresi ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1. Untuk mendeteksi tidak terjadi autokorelasi menggunakan nilai uji DW berada diantara -2 sampai 2. Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Untuk mendeteksi heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot*.

Analisis Jalur (Path Anlysis)

Analisis jalur merupakan perluasan dari penggunaan analisis regresi linear berganda untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel yang telah ditetapkan sebelumnya (Ghozali, 2018). Analisis jalur digunakan untuk menguji besarnya perantara yang ditunjukkan koefisien jalur pada setiap diagram jalur dari hubungan kausal antara variabel struktur modal, *cash holding*, *investment opportunity* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Koefisien jalur dihitung dengan membuat persamaan struktural regresi sebagai berikut:

$$KD = \alpha + \beta_1 SM + \beta_2 CH + \beta_3 IOS + e_1 \dots\dots\dots(\text{Persamaan struktural 1})$$

$$NP = \alpha + \beta_4 SM + \beta_5 CH + \beta_6 IOS + \beta_7 KD + e_2 \dots\dots\dots(\text{Persamaan struktural 2})$$

Keterangan:

- α : Konstanta
 $\beta_{1,2,3,4,5,6,7}$: Koefisien Variabel
 e_1 : *Variance* variabel yang tidak bisa dijelaskan oleh SM, CH, IOS
 e_2 : *Variance* variabel yang tidak bisa dijelaskan oleh SM, CH, IOS, KD

Uji Kelayakan Model

Uji koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Uji F bertujuan untuk menguji H_0 bahwa data empiris dengan model regresi artinya tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model regresi dapat dikatakan Fit jika nilai signifikansi $F < 0,05$.

Uji Hipotesis

Uji t digunakan untuk melihat dan menguji pengaruh masing-masing variabel independen secara individual terhadap variabel dependen. Pengujian dengan tingkat nilai sig $t < 0,05$ maka hipotesis diterima artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara satu variabel independen terhadap variabel dependen.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Tabel 1
Pengujian Statistik Deskriptif
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
SM	92	.076	2.655	.68465	.570725
CH	92	.001	.778	.18786	.148615
IOS	92	.018	4.412	1.26476	.967485
NP	92	.300	82.445	6.78017	13.474087
KD	92	.040	1.542	.51354	.313336
Valid N (<i>listwise</i>)	92				

Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

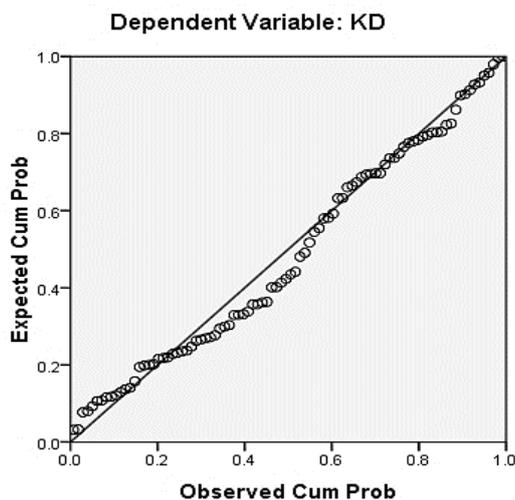
Berdasarkan hasil olahan statistik deskriptif pada Tabel 1, dapat dilihat bahwa: (1) Pada variabel struktur modal memiliki nilai tertinggi sebesar 2,655 terjadi pada Unilever Indonesia Tbk. tahun 2017 dan nilai terendah sebesar 0,076 terjadi pada Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk. tahun. Sedangkan nilai *mean* 0,684 dengan nilai standar deviasi 0,570; (2) Pada variabel *cash holding* memiliki nilai tertinggi sebesar 0,778 terjadi pada Merck Tbk. tahun 2018 dan nilai terendah sebesar 0,001 terjadi pada Wilmar Cahaya Indonesia Tbk. tahun 2018. Sedangkan nilai *mean* 0,187 dengan nilai standar deviasi 0,148; (3) Pada variabel *investment opportunity set* memiliki nilai tertinggi sebesar 4,412 terjadi pada Unilever Indonesia Tbk. tahun 2017 dan nilai terendah sebesar 0,018 terjadi pada Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk. tahun 2015. Sedangkan nilai *mean* 1,264 dengan nilai standar deviasi 0,967; (4) Pada variabel nilai perusahaan memiliki nilai tertinggi sebesar 82,445 terjadi pada Unilever Indonesia Tbk. tahun 2017 dan nilai terendah sebesar 0,300 terjadi pada Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk. tahun 2017. Sedangkan nilai *mean* 6,780 dengan nilai standar deviasi 13,474; (5) variabel kebijakan dividen memiliki nilai tertinggi sebesar 1,542 terjadi pada Merck Tbk. tahun 2015 dan nilai terendah sebesar 0,040 terjadi pada Ultrajaya Milk Industry. tahun 2016. Sedangkan nilai *mean* 0,513 artinya perusahaan rata-rata membagikan dividen tunai sekitar 51% dari laba bersih, dengan nilai standar deviasi 0,313.

Persamaan Struktural 1

Bertujuan untuk menguji pengaruh Struktur Modal (SM), *Cash Holdings* (CH), dan *Investment Opportunity* (IOS) terhadap Kebijakan Dividen (KD).

**Uji Asumsi Klasik
Uji Normalitas**

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Gambar 2
Hasil Uji Normalitas Persamaan 1
Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan Gambar 2 diatas dapat diketahui bahwa data telah menyebar atau mengikuti arah garis diagonal menunjukkan bahwa data penelitian berdistribusi normal.

Tabel 2
Hasil Uji Normalitas Persamaan 1
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		<i>Unstandardized Residual</i>
N		92
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.28778444
Most Extreme Differences	Absolute	.096
	Positive	.096
	Negative	-.052
Kolmogorov-Smirnov Z		.916
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		.371

a. *Test distribution is Normal.*

Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji normalitas pada Tabel 2 diketahui besaran nilai *Asymp Sig (2-tailed)* sebesar 0,371 > 0,050 menunjukkan bahwa data tersebut berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinearitas Persamaan 1
Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	SM	.614	1.628
	CH	.887	1.128
	IOS	.677	1.476

a. *Dependent Variable: KD*

Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas pada Tabel 3 diketahui nilai TOL pada masing-masing variabel independen lebih dari 0,10. Sedangkan nilai VIF pada masing-masing variabel independen kurang dari 10. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi penelitian ini tidak terjadi atau bebas dari multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

Tabel 4
Hasil Uji Autokorelasi Persamaan 1
Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	1.266

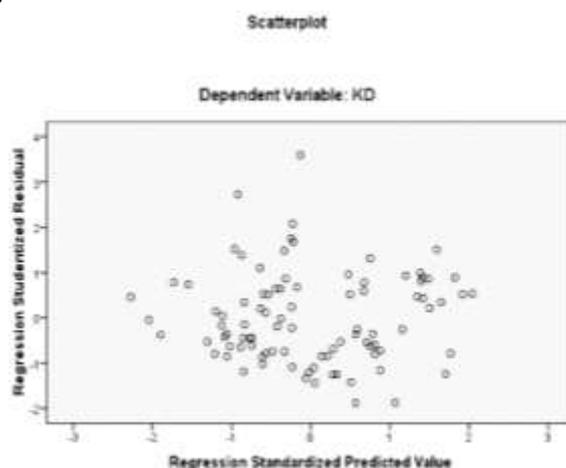
a. *Predictors: (Constant), SM, CH, IOS*

b. *Dependent Variable: KD*

Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji autokorelasi pada Tabel 4 diketahui nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,266 yang artinya berada diantara -2 sampai 2 disimpulkan tidak terjadi autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas



Gambar 3
Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan 1
 Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas pada Gambar 3 diketahui bahwa titik-titik menyebar secara acak di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y sehingga dapat disimpulkan dalam model regresi tidak terjadi heteroskedastisitas.

**Uji Kelayakan Model
Uji Koefisien Determinasi (R²)**

Tabel 5
Hasil Uji Koefisien Determinasi Persamaan 1
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.396 ^a	.156	.128	.292649

a. Predictors: (Constant), SM, CH, IOS

b. Dependent Variable: KD

Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi pada Tabel 5 menunjukkan nilai R Square sebesar 0,156 yang berarti 15,6% perubahan variabel kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel struktur modal, *cash holdings*, dan *investment opportunity*. Sedangkan sisanya 0,844 atau 84,4% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model penelitian.

Uji F

Tabel 6
Hasil Uji F Persamaan 1
ANOVA^b

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.398	3	.466	5.440	.002 ^a
	Residual	7.537	88	.086		
	Total	8.934	91			

a. Predictors: (Constant), SM, CH, IOS

b. Dependent Variable: KD

Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji F pada Tabel 6 menunjukkan F hitung sebesar 5,440 dengan sig 0,002 < 0,05 disimpulkan bahwa model struktural 1 layak dan tepat diteliti lebih lanjut.

Uji Hipotesis (Uji t)

Tabel 7
Hasil Uji Hipotesis (Uji t) Persamaan 1

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.325	.075		4.350	.000
SM	-.082	.069	-.150	-1.201	.233
CH	.429	.219	.204	1.959	.053
IOS	.130	.039	.402	3.378	.001

a. Dependent Variable: KD

Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

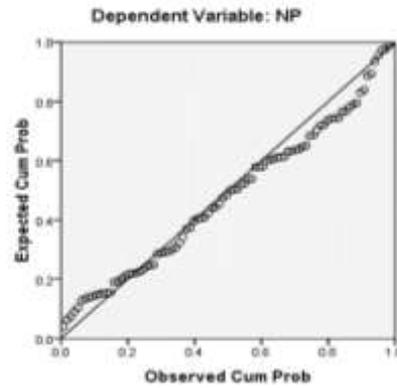
Berdasarkan hasil uji t struktural satu pada Tabel 7 dapat diketahui: (1) Pengujian H₁, kolom sig menunjukkan nilai 0,233 > tingkat α 0,05 artinya struktur modal tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (2) Pengujian H₂, kolom sig menunjukkan nilai 0,053 > tingkat α 0,05 artinya *cash holdings* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (3) Pengujian H₃, kolom sig menunjukkan nilai 0,001 < tingkat α 0,05 dan nilai *standardized coefficients* beta 0,402 artinya *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Persamaan Struktural 2

Bertujuan untuk menguji pengaruh Struktur Modal (SM), *Cash Holdings* (CH), *Investment Opportunity* (IOS), dan Kebijakan Dividen (KD) terhadap Nilai Perusahaan (NP).

**Uji Asumsi Klasik
Uji Normalitas**

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Gambar 4
Hasil Uji Normalitas Persamaan 2
Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan Gambar 4 diatas diketahui data mengikuti arah garis diagonal artinya data penelitian telah berdistribusi normal.

Tabel 8
Hasil Uji Normalitas Persamaan 2
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		<i>Unstandardized Residual</i>
N		92
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	5.82378875
Most Extreme Differences	Absolute	.091
	Positive	.091
	Negative	-.068
Kolmogorov-Smirnov Z		.871
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		.434

a. Test distribution is Normal.

Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji normalitas pada Tabel 8 menunjukkan bahwa besaran nilai *Asymp Sig (2-tailed)* sebesar 0,434 > 0,050 yang artinya data telah berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Tabel 9
Hasil Uji Multikolinearitas Persamaan 2
Coefficients^a

Model	<i>Collinearity Statistics</i>	
	<i>Tolerance</i>	VIF
1		
	(Constant)	
	SM	1.655
	CH	1.177
	IOS	1.667

KD	.844	1.185
----	------	-------

a. *Dependent Variable:* NP
 Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas di atas menunjukkan nilai *tolerance* pada variabel independen lebih dari 0,10. Sedangkan nilai VIF pada masing-masing variabel independen kurang dari 10. Sehingga diambil kesimpulan model regresi terbebas dari multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

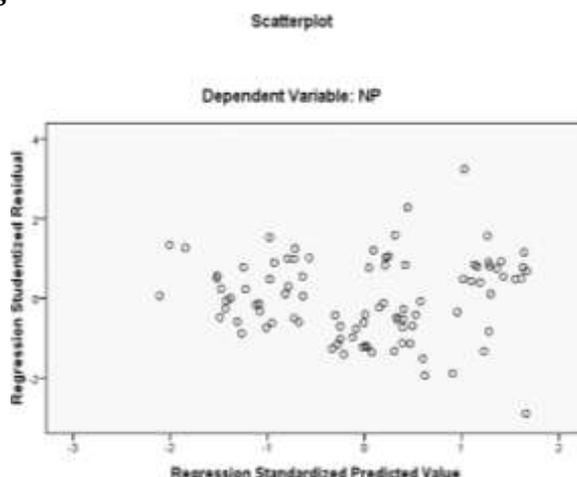
Tabel 10
Hasil Uji Autokorelasi Persamaan 2
Model Summary^b

Model	<i>Durbin-Watson</i>
1	.686

a. *Predictors:* (Constant), SM, CH, IOS, KD
 b. *Dependent Variable:* NP
 Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji autokorelasi pada Tabel 10 menunjukkan bahwa nilai *Durbin-Watson* sebesar 0,686 yang berarti nilai tersebut berada diantara -2 sampai 2 disimpulkan tidak terjadi autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas



Gambar 5
Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan 2
 Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas Gambar 5 pada grafik *scatterplot* menunjukkan terdapat titik-titik yang menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji Kelayakan Model
Uji Koefisien Determinasi (R²)

Tabel 11
Hasil Uji Koefisien Determinasi Persamaan 2
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.902 ^a	.813	.805	5.956164

a. *Predictors:* (Constant), SM, CH, IOS, KD

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.902 ^a	.813	.805	5.956164

b. Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi pada Tabel 11 menunjukkan nilai *R Square* sebesar 0,813 artinya 81,3% perubahan nilai perusahaan dijelaskan oleh struktur modal, *cash holdings*, *investment opportunity*, dan kebijakan dividen. Sedangkan sisanya sebesar 0,187 atau 18,7% dipengaruhi oleh variabel diluar model penelitian.

Uji F

Tabel 12
Hasil Uji F Persamaan 2
ANOVA^b

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	13434.739	4	3358.685	94.675	.000 ^a
	Residual	3086.403	87	35.476		
	Total	16521.142	91			

a. Predictors: (Constant), SM, CH, IOS, KD

b. Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji F pada Tabel 12 menunjukkan nilai F hitung sebesar 94,675 dengan *sig* 0,000 < taraf yang telah ditentukan 0,05 sehingga diambil kesimpulan bahwa model struktural 2 layak dan tepat untuk diteliti lebih lanjut.

Uji Hipotesis (Uji t)

Tabel 13
Hasil Uji Hipotesis (Uji t) Persamaan 2
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-11.561	1.674		-6.905	.000
	SM	7.303	1.407	.309	5.190	.000
	CH	-6.481	4.558	-.071	-1.422	.159
	IOS	8.666	.833	.622	10.399	.000
	KD	7.006	2.170	.163	3.229	.002

a. Dependent Variable: NP

Sumber: Data Sekunder diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji t struktural dua dapat diketahui sebagai berikut: (1) Pengujian hipotesis keempat, kolom *sig* menunjukkan signifikansi 0,000 < 0,05 artinya struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (2) Pengujian hipotesis kelima, kolom *sig* menunjukkan signifikansi 0,159 > 0,05 artinya *cash holdings* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (3) Pengujian hipotesis keenam, kolom *sig* menunjukkan nilai signifikansi 0,000 < 0,05 artinya *investment opportunity* berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (4) Pengujian hipotesis ketujuh, kolom *sig* menunjukkan signifikansi 0,002 < 0,05 artinya kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan dapat dijadikan *intervening*.

Perhitungan Koefisien Jalur

Tabel 14
Ringkasan Koefisien Jalur

Variabel Independen	Variabel <i>Intervening</i>	Variabel Dependen	<i>Direct Effect</i>	<i>Indirect Effect</i>			Pengaruh Total
				Struktural 1 Eksogen-Endogen	Struktural 2 Eksogen-Endogen	Hasil Perkalian	
Struktur Modal	Kebijakan Dividen	Nilai Perusahaan	0,309	-0,150	0,163	-0,024	0,285
<i>Cash Holdings</i>	Kebijakan Dividen	Nilai Perusahaan	-0,071	0,204	0,163	0,033	-0,038
<i>Investment Opportunity</i>	Kebijakan Dividen	Nilai Perusahaan	0,622	0,402	0,163	0,066	0,688

Sumber: Data Hasil SPSS diolah, 2020

Analisis jalur dalam penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) Pada Tabel 7 uji t menghasilkan variabel struktur modal tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan nilai *sig* 0,233, pada Tabel 13 uji t menghasilkan variabel struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai *sig* 0,000 dan variabel kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai *sig* 0,002 sehingga hipotesis kedelapan disimpulkan struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen; (2) Pada Tabel 7 uji t menghasilkan variabel *cash holdings* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan nilai *sig* 0,053, pada Tabel 13 uji t menghasilkan variabel *cash holdings* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan nilai *sig* 0,159 dan variabel kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai *sig* 0,002 sehingga hipotesis kesembilan disimpulkan *cash holdings* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen; (3) Pada Tabel 7 uji t menghasilkan variabel *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen dengan nilai *sig* 0,001, pada Tabel 13 uji t menghasilkan variabel *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai *sig* 0,000 dan variabel kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai *sig* 0,002 sehingga hipotesis kesepuluh disimpulkan *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Pembahasan

Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil uji t persamaan struktural 1 menunjukkan struktur modal tidak memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini diketahui dari nilai nilai signifikan sebesar 0,233 lebih dari taraf signifikansi sebesar 0,05. Artinya, tinggi rendahnya struktur modal tidak mempengaruhi besar kecilnya pembayaran dividen. Semakin tinggi *debt to equity ratio* maka hutang serta bunga hutang perusahaan semakin besar. Hal ini tidak mendukung *agency theory* yang mendasari hubungan struktur modal dan kebijakan dividen dimana perusahaan berusaha untuk mengurangi masalah keagenan dengan cara *bonding mechanism* yang dapat meningkatkan jumlah hutang atau dividen (Jensen and Meckling, 1976). Besar kecilnya proporsi hutang dalam struktur modal tidak akan mempengaruhi tinggi rendahnya suatu kebijakan dividen. Perusahaan tidak melakukan upaya untuk mengurangi masalah keagenan dikarenakan perusahaan tetap bisa mendistribusikan dividen apabila dividen yang dibayarkan untuk periode berikutnya berasal dari laba yang diperoleh setelah menyetujui perjanjian pinjaman hutang, sesuai dengan jumlah modal kerja bersih tidak dibawah ketentuan. Dana perusahaan yang berasal dari laba aktivitas operasional digunakan untuk membayar kewajiban daripada membayar dividen karena jika belum mengembalikan hutang dan membayar bunga hutang dapat berakibat buruk pada kegiatan operasi perusahaan, yang

berarti struktur modal tidak berpengaruh terhadap tinggi rendahnya kebijakan dividen. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Kusumaningrum (2018) dan Rizqia *et al.* (2013) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Cash Holdings* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil uji t persamaan struktural 1 menunjukkan *cash holding* tidak memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini diketahui dari nilai nilai signifikan sebesar 0,053 lebih dari taraf signifikansi sebesar 0,05. Artinya, besar kecilnya kas yang dimiliki perusahaan tidak akan mempengaruhi tinggi rendahnya pembayaran dividen. Kepemilikan kas suatu perusahaan tidak berpengaruh pada besar kecilnya jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Besar kecilnya kepemilikan kas mengindikasikan manajemen mempunyai peluang untuk berbuat kecurangan dalam mengelola manajemen kas sehingga menimbulkan asimetri informasi. *Asymmetric information theory* menyatakan terdapat perbedaan informasi yang didapat oleh manajemen dan pihak luar, dimana manajemen mengetahui informasi yang lebih detail mengenai kondisi perusahaan dibanding pihak luar. Perusahaan lebih suka tetap memegang uang tunai berupa kas disaat kondisi tertentu sehingga kas tersebut bisa digunakan sebagai simpanan berjaga-jaga jika perusahaan mengalami kondisi kesulitan pendanaan kegiatan operasional dibandingkan untuk membagikan dividen. Bahkan beberapa perusahaan memiliki kas dalam jumlah besar tetap ingin menimbun kasnya di perusahaan dan tidak membayar dividen kepada pemegang saham. Kas merupakan salah satu aspek aktiva yang tidak bisa digunakan untuk mendapat laba secara langsung karena pada keadaan tertentu perusahaan menggunakan kas yang tersedia untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan dimana diharapkan mendapat laba dari aktivitas tersebut. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Akhtar dan Ullah (2016), Afza dan Adnan (2007) pada perusahaan yang terdaftar di pasar modal Pakistan yang menyatakan bahwa *cash holding* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Investment Opportunity* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil uji t persamaan struktural 1 menunjukkan *investment opportunity* memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini diketahui dari nilai koefisien regresi positif sebesar 0,402 dengan nilai signifikan sebesar 0,001 tidak lebih dari taraf signifikansi sebesar 0,05. Artinya, semakin tinggi *investment opportunity* maka semakin tinggi jumlah pembayaran dividen. Perusahaan yang memiliki *investment opportunity* tinggi cenderung menghasilkan keuntungan yang besar sehingga perusahaan bisa membagikan dividen yang lebih tinggi. Kesempatan investasi digunakan perusahaan untuk pilihan cara mengembangkan perusahaan dengan berinvestasi karena diyakini dapat menguntungkan perusahaan dimasa yang akan datang sehingga prospek perusahaan akan semakin baik. Hasil ini mendukung *life cycle theory* yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan dana yang berupa uang dapat melebihi kemampuan menentukan peluang investasi yang untung, akhirnya perusahaan harus mendistribusikan keuntungan investasi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen (Dharmawan dan Riza, 2019). Perusahaan tersebut mempunyai dana yang cukup dan menggunakan laba yang diperoleh untuk menambah modal investasi maupun membagikan dividen. Perusahaan tersebut bisa mengelola keuangan untuk meningkatkan kesempatan investasi sekaligus meningkatkan pembayaran dividen secara bersamaan sehingga pemegang saham mendapat *return* serta dividen yang seimbang. Jumlah pembayaran dividen akan mengikuti perkembangan *investment opportunity* yang tersedia. Hasil penelitian ini didukung penelitian dari Dharmawan dan Riza (2019), Suartawan dan Yasa (2016) yang menyatakan bahwa *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji t persamaan struktural 2 menunjukkan struktur modal memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini diketahui dari nilai koefisien regresi positif sebesar 0,309 dengan nilai signifikan sebesar 0,000 tidak lebih dari taraf signifikansi sebesar 0,05. Artinya, semakin tinggi struktur modal perusahaan maka semakin tinggi nilai perusahaan. Menurut Rizqia *et al.* (2013) struktur modal bisa digunakan sebagai alat *monitoring* untuk mengurangi *agency problem* dimana berguna untuk membatasi peluang manajemen bertindak untuk kepentingan pribadi sehingga muncul perbedaan kepentingan antara manajemen dengan *shareholder*, hal ini yang menjadi penghambat perusahaan dalam mencapai tujuan. Hasil ini mendukung *trade off theory* yang menyatakan penggunaan hutang memiliki keuntungan tersendiri dimana bunga hutang yang dibayarkan perusahaan dapat mengurangi beban pajak perusahaan, keuntungan dari menghemat pajak tersebut lebih besar dibandingkan biaya tekanan finansial seperti biaya kegenangan dan kebangkrutan. Selama periode pertumbuhan investasi tinggi, perusahaan juga menggunakan pendanaan internal dan pendanaan eksternal yang berasal dari hutang dikarenakan dana internal belum cukup memenuhi dana yang dikeluarkan untuk investasi. Perusahaan yang menggunakan lebih banyak hutang sesuai dengan kemampuan membayar hutang tentu akan meningkatkan nilai perusahaan. Apabila perusahaan mampu mengelola pendanaannya secara efisien maka perusahaan tersebut dikatakan memiliki struktur modal yang optimal dan memberikan sinyal positif mengenai kinerja perusahaan yang bagus kepada investor. Peningkatan struktur modal secara optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Nuryani *et al.* (2018) dan Hermuningsih (2013) yang menghasilkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Cash Holdings terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji t persamaan struktural 2 menunjukkan *cash holding* tidak memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini diketahui dari nilai koefisien sebesar 0,159 lebih dari taraf signifikansi sebesar 0,05. Artinya, besar kecilnya kas yang dimiliki perusahaan maka tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Kas yang tersedia di perusahaan baik rendah maupun tinggi tidak berdampak pada tinggi rendahnya nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena kepemilikan kas tidak menjadi indikator untuk mengukur kepercayaan investor dan kreditur yang tidak berdampak terhadap nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan kas yang tinggi maupun rendah, manajemen cenderung berpeluang untuk melakukan manajemen kas secara diam-diam, sehingga muncul *asymmetric information* antara manajemen dengan pemegang saham dimana manajemen lebih banyak memiliki informasi mengenai perusahaan terutama masalah *financial* yang menyebabkan pihak luar tidak mendapat informasi sebanyak manajemen sehingga tidak bisa menilai perusahaan dengan tepat. Perusahaan justru berorientasi pada kinerja perusahaan agar lebih memperoleh keuntungan yang maksimal sehingga perusahaan tidak memberikan sinyal. Dengan demikian, kenaikan atau penurunan kepemilikan kas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sependapat dengan penelitian yang dilakukan oleh Sulistiani (2013), Rahayu dan Asandimitra (2014) menyatakan bahwa *cash holding* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Investment Opportunity terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji t persamaan struktural 2 menunjukkan *investment opportunity* memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini diketahui dari nilai koefisien regresi positif sebesar 0,622 dengan nilai signifikan sebesar 0,000 tidak lebih dari taraf signifikansi sebesar 0,05. Artinya, semakin tinggi *investment opportunity* maka semakin tinggi nilai perusahaan. Adanya kesempatan investasi yang tinggi memberikan *return* yang besar kepada perusahaan sehingga dengan diperolehnya keuntungan atas investasi tersebut

mampu menarik investor yang berdampak pada kenaikan harga saham yang merupakan indikator dari nilai perusahaan. Peluang investasi dimanfaatkan semaksimal mungkin untuk mengembangkan perusahaan dimana dengan adanya investasi tersebut dapat memberikan *return* yang lebih besar bagi perusahaan, dikarenakan investasi merupakan suatu keputusan yang sangat penting untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Kesempatan investasi yang tinggi mencerminkan potensi pertumbuhan perusahaan sehingga menjadi daya tarik investor untuk menanamkan modalnya atau membeli saham di pasar modal. Hasil ini mendukung *signalling theory* yang mengatakan tingginya kesempatan investasi dapat dijadikan sebagai sinyal positif yang dapat disebarkan oleh manajemen karena pasar maupun investor akan merespon sinyal tersebut sebagai prospek pendapatan yang menguntungkan di masa yang akan datang. Hal ini menjadi daya tarik dan kepercayaan investor untuk lebih banyak membeli saham dengan harapan bisa mendapat *return* yang lebih tinggi sehingga mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis awal didukung dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Dharmawan dan Riza (2019) dan Rizqia *et al.* (2013) yang menyatakan bahwa *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pernyataan tersebut juga mendukung hasil penelitian Suartawan dan Yasa (2016).

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji t persamaan struktural 2 menunjukkan kebijakan dividen memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini diketahui dari nilai koefisien regresi positif sebesar 0,163 dengan nilai signifikan sebesar 0,002 tidak lebih dari taraf signifikansi sebesar 0,05. Artinya, semakin tinggi pembayaran dividen maka semakin tinggi nilai perusahaan. Dividen merupakan alokasi keuntungan yang didapat perusahaan untuk dibagikan kepada pemegang saham. Hasil ini mendukung *bird in the hand theory* yang menyatakan investor *prefer* kepada perusahaan yang stabil membagikan dividen setiap periode bahkan yang memiliki tingkat pembagian dividen yang tinggi, karena perusahaan tersebut dianggap memiliki kepastian *return* dan minimnya resiko kebangkrutan (Baker dan Weigand, 2015). Kecilnya resiko dari pembagian dividen dibanding *capital gain* membuat pembayaran dividen yang tinggi akan meminimalkan biaya modal yang pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan. Sesuai dengan *signalling theory* dimana dengan adanya pengumuman kenaikan pembayaran dividen merupakan sinyal positif yang ditangkap oleh pasar dan investor sebagai informasi mengenai prospek perusahaan yang tumbuh baik di masa depan. Dengan demikian hal tersebut bisa meningkatkan pembelian saham-saham perusahaan yang diikuti dengan kenaikan harga saham sebagai indikator dari nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Suartawan dan Yasa (2016) dan Rizqia *et al.* (2013) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis penelitian menunjukkan struktur modal tidak memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Hal ini diketahui dari hasil uji t persamaan struktural 1 yang menyatakan struktur modal tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, hasil uji t persamaan struktural 2 yang menyatakan struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan pengaruh tidak langsung sebesar -0,024 kurang dari pengaruh langsung sebesar 0,309.

Penelitian ini mengindikasikan bahwa besar kecilnya struktur modal perusahaan maka tidak mempengaruhi kebijakan dividen meskipun hal tersebut bisa berdampak pada nilai perusahaan. Besarnya hutang dalam struktur modal bisa berdampak pada besarnya biaya keagenan dan rentan terhadap risiko kebangkrutan. Dana yang dimiliki perusahaan

digunakan untuk membayar hutang dibanding untuk membagikan dividen karena kewajiban yang tidak dibayar oleh perusahaan saat jatuh tempo bisa mengganggu operasional perusahaan dan berisiko terjadi kebangkrutan. Perusahaan yang tergolong dewasa dalam bidang industri *consumer goods* tidak menggunakan tingkat struktur modal dalam menentukan keputusan pembayaran dividen karena perusahaan mempunyai cadangan laba yang digunakan untuk membagikan dividen, porsi jumlah dividen yang dibagikan cenderung stabil setiap periode. Hal ini menunjukkan struktur modal tidak memiliki pengaruh pada tinggi rendahnya kebijakan dividen artinya perusahaan tidak berusaha untuk mengurangi masalah keagenan dikarenakan perusahaan masih membagikan dividen. Meskipun sebenarnya semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham bisa mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Alamsyah dan Muchlas (2018) menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Pernyataan tersebut juga sejalan dengan hasil penelitian Astuti dan Efni (2015).

Pengaruh *Cash Holdings* terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis penelitian menunjukkan *cash holdings* tidak memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Hal ini diketahui dari hasil uji t persamaan struktural 1 yang menyatakan *cash holdings* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, hasil uji t persamaan struktural 2 yang menyatakan *cash holdings* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan pengaruh tidak langsung sebesar 0,033 lebih besar dari pengaruh langsung sebesar -0,071.

Hasil penelitian ini mengindikasikan tinggi rendahnya *cash holding* perusahaan tidak mempengaruhi pembayaran dividen dan tidak berdampak pada nilai perusahaan. *Cash holding* merupakan salah satu aspek penting bagi perusahaan untuk menjalankan kegiatan operasional dan investasi dimana seharusnya kas yang tersedia tersebut bisa digunakan untuk membiayai operasional dan mendanai modal investasi. Manajemen perlu mengelola jumlah kas agar seimbang dengan pengeluaran perusahaan. Akan tetapi dalam penelitian ini *cash holding* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan dikarenakan kas yang tersedia pada perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan dividen maupun nilai perusahaan, sehingga kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh *cash holding* terhadap nilai perusahaan. Rahayu dan Asandimitra (2014) mengatakan besarnya kepemilikan kas memberikan peluang manajemen rentan berbuat curang mengelola kas secara diam-diam, hal ini menyebabkan asimetri informasi antara agen dan prinsipal yang membutuhkan informasi mengenai kinerja perusahaan. Pada keadaan tertentu perusahaan lebih mempertahankan dan menimbun jumlah kas sehingga tidak membagikan dividen misalnya ketika perusahaan mengalami kesulitan pendanaan dalam operasionalnya yang artinya perusahaan tidak mengelola kas secara efisien dan manajemen fokus mencari keuntungan sebesar-besarnya (Akhtar dan Ullah, 2016). Oleh karena itu perusahaan tidak memberikan sinyal dan terjadi perbedaan informasi sehingga tidak bisa mempengaruhi nilai perusahaan.

Pengaruh *Investment Opportunity* terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis penelitian menunjukkan *investment opportunity* memberikan pengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Hal ini diketahui dari hasil uji t persamaan struktural 1 yang menyatakan *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, hasil uji t persamaan struktural 2 yang menyatakan *investment opportunity* berpengaruh positif nilai perusahaan dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan pengaruh tidak langsung sebesar 0,066 kurang dari pengaruh langsung sebesar 0,622.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi kesempatan investasi maka semakin besar pembagian keuntungan berupa dividen kepada investor maupun pemegang saham dimana menurut *bird in the hand theory* investor lebih menyukai pembayaran dividen karena adanya kepastian *return* (Dharmawan dan Riza, 2019). Apabila tingkat *investment opportunity* tinggi dan perusahaan mampu melakukan investasi dengan baik, maka semakin besar *return* yang didapat yang menunjukkan perusahaan mempunyai dana yang cukup dari keuntungan tersebut sehingga bisa digunakan untuk membayar dividen dan membiayai kebutuhan investasi. Penelitian ini juga mendukung *signalling theory* dimana dengan adanya kesempatan investasi yang tinggi serta mampu membagikan dividen secara bersamaan dapat diartikan sebagai sinyal positif yang direspon oleh pasar maupun investor akan pertumbuhan prospek perusahaan yang bagus dimasa mendatang sehingga dapat mempengaruhi kenaikan harga saham. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Suartawan dan Yasa (2016) yang menghasilkan kebijakan dividen memediasi pengaruh *investment opportunity set* pada nilai perusahaan walaupun bukan permanen. Hasil tersebut juga sama dengan penelitian Dharmawan dan Riza (2019).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut: (1) Hasil penelitian menunjukkan struktur modal tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen bahwa tinggi rendahnya struktur modal tidak akan mempengaruhi tinggi rendahnya kebijakan dividen; (2) Hasil penelitian menunjukkan *cash holdings* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen bahwa besar kecilnya *cash holdings* suatu perusahaan tidak mempengaruhi tinggi rendahnya kebijakan dividen; (3) Hasil penelitian menunjukkan *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen bahwa semakin besar kesempatan investasi maka akan semakin tinggi kebijakan dividen; (4) Hasil penelitian menunjukkan struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan bahwa semakin tinggi struktur modal maka akan semakin tinggi nilai perusahaan; (5) Hasil penelitian menunjukkan *cash holdings* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan bahwa besar kecilnya *cash holdings* tidak mempengaruhi tinggi rendahnya nilai perusahaan; (6) Hasil penelitian menunjukkan *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan bahwa semakin besar kesempatan investasi maka akan semakin tinggi nilai perusahaan; (7) Hasil penelitian menunjukkan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan bahwa semakin tinggi kebijakan dividen maka akan semakin tinggi nilai perusahaan; (8) Hasil penelitian menunjukkan struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi struktur modal terhadap nilai perusahaan; (9) Hasil penelitian menunjukkan *cash holdings* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi *cash holdings* terhadap nilai perusahaan; (10) Hasil penelitian menunjukkan *investment opportunity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen bahwa kebijakan dividen dapat memediasi hubungan *investment opportunity* terhadap nilai perusahaan.

Saran

Berdasarkan hasil pengujian penelitian serta adanya keterbatasan, maka peneliti memberikan beberapa saran sebagai berikut: (1) untuk penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan lebih banyak obyek penelitian, tidak hanya perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi saja akan tetapi dapat menambah periode pengamatan ataupun menambah jumlah perusahaan; (2) untuk penelitian selanjutnya disarankan menggunakan variabel *intervening* lain misalnya profitabilitas yang merupakan aspek penting dalam suatu

perusahaan; (3) untuk penelitian selanjutnya diharapkan mengembangkan variabel independen nilai perusahaan dengan proksi lain seperti Tobins'Q dan PER (*Price Earning Ratio*).

DAFTAR PUSTAKA

- Afza, T. dan Adnan, S. 2007. Determinants of Corporate Cash Holdings: a Case Study of Pakistan. *Proceedings of Singapore Economic Review Conference* 20(7). August 1-4. *Singapore Economic Review and The University of Manchester (Brooks World Poverty Institute)*: 164-165.
- Akhtar, S. dan S. Ullah. 2016. Effect of Cash Holdings on Dividend Policy: Evidence From Paskistan Market. *The Discourse* 2(2):115-125.
- Alamsyah, A.R. dan Z. Muchlas. 2018. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, dan IOS terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar di BEI. *Jurnal JIBEKA* 12(1): 9-16.
- Al-Najjar, B. 2013. The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Some Emerging Markets. *International Business Review* 22: 77-88.
- Astuti, A.P. dan Y. Efni. 2015. Pengaruh Kesempatan Investasi, Leverage terhadap Kebijakan Deviden dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Tepak Manajemen Bisnis* 7(3): 343-356.
- Baker, H. K. dan R. Weigand. 2015. Corporate Payout Policy Revisited. *Managerial Finance* 41(2).
- Brigham, E. F. dan J. F. Houston. 2011. *Dasar Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Sebelas. Buku Satu. Salemba Empat. Jakarta.
- Dharmawan, B. dan F. Riza. 2019. Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Nilai Perusahaan dengan Mediasi Kebijakan Deviden (Studi Empiris pada Emiten yang Tergabung dalam Index LQ45). *Business Management Journal* 15(1): 53-61.
- Ferreira, M. A. dan A. S. Vilela. 2004. Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management* 10(2): 295-319.
- Ghozali, I. 2018. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Edisi Sembilan. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hamonangan, L. dan R. Handika. 2015. Analisis Simultan Antara Tingkat Pemegangan Kas dan Pembayaran Dividen Pada Perusahaan di Indonesia. *Jurnal Akuntansi Universitas Indonesia* 15(2): 1-25.
- Harjito, D.A. dan Martono. 2014. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedua. EKONISIA. Yogyakarta.
- Hermuningsih, S. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Growth Oppurtunity, Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan* 16(2): 127-148.
- Husnan, S. dan E. Pudjiastuti. 2018. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Ketujuh. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Jensen, C. M. dan W.H. Meckling. 1976. Theory Of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Kallapur, S. dan M.A. Trombley. 2001. The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement. *Managerial Finance* 27(3).
- Kartasukmana, A. 2015. Pengaruh Leverage, Investment Opportunity Set, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI. *Skripsi*. Program Studi Akuntansi Universitas Negeri Semarang. Semarang.
- Kusumaningrum, L. N. A. 2018. Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen (Studi

- Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI 2014-2016). *Skripsi*. Program Studi Akuntansi Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta.
- Manoppo, H. dan F.V Arie. 2016. Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Otomotif yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia* 3(1).
- Mardasari, R. B. 2014. Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Manajemen* 2(4): 1807-1820.
- Nur, T. 2018. Pengaruh Growth Opportunity, Profitabilitas dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan dengan Dividen sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI pada Periode 2014-2017. *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia* 5(3): 393-411.
- Nurchahaya, G. 2017. Pengaruh Profitabilitas, Investment Opportunities Set, Cash Holdings, Kebijakan Hutang, Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, dan Firm Size terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI Periode 2012-2014). *Skripsi*. Program Studi Akuntansi Universitas Muhammadiyah Surakarta. Surakarta.
- Nuryani, R. Andini, dan E.B. Santoso. 2018. Pengaruh Leverage, Keputusan Investasi dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening (Studi Empiris pada Perusahaan Jasa Sub Sektor Lembaga Pembiayaan yang terdaftar di BEI Periode 2012-2016). *Journal of Accounting* 4(4).
- Putra, A. R. dan S. Rahmawati. 2016. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Cash Holding terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen* 1(1): 92-109.
- Rahayu, F.D. dan N. Asandimitra. 2014. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Profitabilitas, Kebijakan Dividen dan Cash Holding terhadap Nilai Perusahaan pada Sektor Manufaktur. *Jurnal Ilmu Manajemen* 2(2).
- Rizqia, D.A., S. Aisjah, dan Sumiati. 2013. Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting* 4(11): 120-130.
- Suartawan, P. A. dan G.W. Yasa. 2016. Pengaruh Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 14(3): 2014-2044.
- Sudana, I. M. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori & Praktik*. Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Sugiyono. 2015. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Alfabeta. Bandung.
- Sulistiani, M. 2013. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Dividend Payout Ratio, Cash Holding dan Kualitas Audit terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Go Public yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2007-2011). *Skripsi*. Program Studi Akuntansi Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatulloh. Jakarta.
- Wijaya, I. T. 2014. Dampak Corporate Social Responsibility, Kepemilikan Manajerial, Investment Opportunity Set dan Cash Holding terhadap Nilai Perusahaan pada Bank Umum Swasta. *Jurnal Ilmu Manajemen* 2(2): 612-622.