

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

A. Kajian Pustaka

1. Teori Keagenan

Kerangka konseptual penelitian ini dibangun di atas fondasi teori keagenan yang diinisiasi oleh Jensen & Meckling (1976). Melalui konsep tersebut, mereka mendefinisikan hubungan agensi sebagai suatu kesepakatan kontraktual yang mengikat antara pihak prinsipal dan agen. Dalam struktur ini, prinsipal memercayakan mandat kepada agen untuk mengoperasikan korporasi, yang mencakup pula pelimpahan otoritas dalam menentukan arah kebijakan serta pengambilan keputusan strategis perusahaan.

Dalam hubungan tersebut, principal umumnya adalah pemegang saham yang menanamkan modal pada perusahaan, sedangkan agent merupakan pihak manajemen yang diberi wewenang untuk mengelola serta menjalankan kegiatan operasional perusahaan. Meskipun keduanya terikat dalam hubungan kontraktual yang sama, principal dan agent sering kali memiliki tujuan yang berbeda. Pemegang saham cenderung menginginkan peningkatan kesejahteraan melalui peningkatan nilai perusahaan dan pembagian dividen, sedangkan manajemen dapat memiliki kepentingan lain seperti peningkatan kompensasi, perluasan perusahaan, atau tujuan pribadi lainnya. Perbedaan kepentingan tersebut berpotensi menimbulkan konflik keagenan, terutama ketika manajer lebih

memprioritaskan tujuan dan insentif pribadi dibandingkan kepentingan pemegang saham. Kondisi inilah yang kemudian menjadi perhatian utama para pemangku kepentingan dalam perusahaan (Dabboussi, 2024).

Ketidakseimbangan informasi (*information asymmetry*) antara pengelola korporasi dan investor menjadi pemicu utama mencuatnya *agency conflict*. Sebagai pihak internal, manajemen memegang kendali atas data operasional serta proyeksi masa depan emiten secara lebih mendalam ketimbang pemilik modal, yang berimplikasi pada munculnya batasan bagi investor dalam memantau kinerja manajerial (Jensen & Meckling, 1976). Ketimpangan informasi tersebut dapat meningkatkan peluang terjadinya perilaku oportunistik, di mana jajaran eksekutif cenderung memformulasikan kebijakan finansial yang condong menguntungkan personal dibandingkan memaksimalkan kekayaan para pemilik saham. Wang et al (2023) menjelaskan bahwa lemahnya mekanisme pengawasan terhadap manajemen dapat meningkatkan perilaku oportunistik yang pada akhirnya memunculkan permasalahan keagenan.

Dalam konteks kebijakan dividen, konflik keagenan dapat muncul saat pihak pengelola korporasi memutuskan untuk menahan arus kas bebas di dalam perusahaan guna membiayai investasi atau ekspansi yang memberikan manfaat bagi manajemen, daripada mendistribusikannya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Kondisi tersebut mencerminkan adanya benturan prioritas antara pihak pengelola dan

pemilik modal dalam menentukan penggunaan dana korporasi (Jensen, 1986).

Jensen & Meckling (1976) selanjutnya menjabarkan bahwa konflik keagenan dapat menimbulkan biaya keagenan (*agency costs*). Biaya tersebut terdiri atas tiga komponen, yaitu *monitoring cost*, yakni akumulasi dana yang dialokasikan oleh investor untuk mengontrol aktivitas dan kebijakan pihak manajemen; *bonding cost*, yaitu pengeluaran yang wajib ditanggung oleh manajer sebagai bentuk garansi kepada pemilik modal (*principal*) bahwa operasional bisnis telah berjalan searah dengan visi mereka; serta *residual loss*, yaitu kerugian yang muncul dikarenakan masih adanya perbedaan kepentingan sehingga keputusan yang diambil agen tidak sepenuhnya selaras dengan tujuan principal. Keberadaan biaya tersebut menunjukkan bahwa konflik keagenan dapat menurunkan nilai perusahaan apabila tidak dikendalikan melalui mekanisme tata kelola yang efektif.

Dalam perkembangan literatur *corporate governance*, konflik keagenan dibedakan menjadi dua bentuk utama, yaitu *agency conflict* Type I dan *agency conflict* Type II. Faisal et al (2020) menjelaskan bahwa konflik Type I terjadi antara manajer dan pemegang saham, sedangkan konflik Type II terjadi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Penelitian ini secara khusus berfokus pada konflik keagenan Type I, yaitu konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik ini relevan karena keputusan pendanaan maupun kebijakan

dividen pada dasarnya ditentukan oleh manajemen, sementara hasil akhirnya berdampak langsung terhadap kesejahteraan pemegang saham.

Konflik keagenan Type I menjadi penting dalam penelitian ini karena keputusan pendanaan maupun kebijakan dividen pada dasarnya berada dalam kendali manajemen. Pemegang saham mengharapkan laba perusahaan didistribusikan sebagai bentuk imbal hasil (*return*) atas penanaman modal mereka. Sebaliknya, jajaran manajerial kerap kali memprioritaskan akumulasi laba ditahan sebagai pilar pembiayaan internal maupun pemenuhan agenda korporasi lainnya. Perbedaan preferensi tersebut dapat menimbulkan konflik kepentingan antara kedua pihak. Oleh karena itu, friksi antara pengelola dan pemegang saham menjadi instrumen teoretis yang paling valid untuk menguji keterkaitan antara struktur keuangan dan regulasi pembagian dividen emiten.

Fenomena lain menunjukkan bahwa tingginya skala konflik kepentingan antara manajer dan investor berdampak pada penurunan pembayaran dividen. Hal ini selaras dengan penelitian Duygun et al (2018) di Bursa Efek Indonesia yang menyatakan bahwa semakin besar jurang pemisah kepentingan antara pengelola dan pemilik, semakin kecil peluang investor untuk menerima dividen.

Kepemilikan manajerial merupakan salah satu sarana kontrol untuk menekan friksi keagenan. Keterlibatan aktif jajaran manajemen dalam jajaran pemilik modal mampu menyatukan visi strategis di antara kedua pihak tersebut, sehingga manajer memiliki motivasi yang lebih kuat untuk

mengambil keputusan yang memaksimalkan nilai perusahaan, termasuk dalam kebijakan distribusi dividen (Jensen & Meckling, 1976).

2. Teori *Trade-Off*

Trade-Off Theory bermula dari pengembangan teorema Modigliani-Miller dengan memasukkan unsur pajak dan biaya kebangkrutan ke dalam model struktur modal. Melalui konsep yang diinisiasi oleh Kraus & Litzenberger (1973), teori ini memaparkan bahwa korporasi menentukan struktur modal idealnya pada titik kompromi antara keuntungan fiskal atas utang dan konsekuensi kebangkrutan. Peningkatan porsi pinjaman memang mengeskalasi penghematan pajak, namun di sisi lain juga memperbesar probabilitas terjadinya kemandekan finansial (*financial distress*).

Perspektif teoretis ini memandang bahwa komposisi permodalan yang ideal dapat diwujudkan ketika nilai keuntungan perlindungan pajak (*tax shield*) atas utang setara dengan potensi pengeluaran akibat ancaman kemandekan finansial (*financial distress*), sehingga mampu memaksimalkan nilai perusahaan. Teori trade-off mensinyalkan bahwa perusahaan tidak dapat terus-menerus meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan utang; peningkatan utang yang melampaui titik optimal justru meningkatkan risiko kebangkrutan dan mereduksi nilai perusahaan.

Melalui lensa *Trade-Off Theory*, hubungan dengan kebijakan dividen tercermin saat korporasi mengadopsi tingkat *leverage* yang agresif.

Tingginya kewajiban bunga pinjaman secara otomatis menguras likuiditas internal, akibatnya ketersediaan arus kas bebas untuk alokasi dividen tunai investor menjadi sangat minim. Temuan empiris yang dilakukan oleh Puspitaningtyas (2019) menemukan bahwa pada tingkat signifikansi 0,05, indikator *leverage* memiliki pengaruh negatif dan signifikan atas penentuan dividen. Temuan tersebut mengisyaratkan bahwa penambahan liabilitas perusahaan mempersempit kapabilitasnya dalam membagikan hasil usaha kepada pemegang saham, sejalan dengan pembuktian Cahyono & Asandimitra (2021) yang menyatakan bahwa leverage berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Merujuk pada asumsi *Trade-Off Theory*, peningkatan utang yang masif berdampak negatif terhadap likuiditas dividen yang diterima pemegang saham. Secara konseptual, rasio *leverage* yang terlampau besar cenderung ditafsirkan pasar sebagai *signaling effect* negatif karena merefleksikan penyusutan kapasitas perusahaan dalam mengalokasikan dividen. Di sisi lain, struktur permodalan yang didominasi oleh ekuitas internal (utang rendah) justru memperkuat stabilitas likuiditas, yang pada akhirnya memberikan ruang gerak lebih luas bagi manajemen untuk merumuskan porsi keuntungan bagi investor.

3. Teori *Pecking Order*

Melalui *Pecking Order Theory*, Myers & Majluf (1984) memaparkan bahwa ketimpangan informasi (*information asymmetry*) antara pihak pengelola dan pemilik modal menjadi faktor penentu utama dalam setiap

kebijakan pendanaan korporasi. Kondisi ini terjadi karena jajaran eksekutif memiliki penguasaan data yang jauh lebih komprehensif terkait kondisi riil, nilai aset, serta proyeksi masa depan emiten dibandingkan dengan penilaian dari pihak eksternal. Akibatnya, investor tidak selalu mampu menilai nilai intrinsik perusahaan secara akurat. Kondisi tersebut menyebabkan penerbitan saham berpotensi menimbulkan mispricing, yaitu ketika saham dinilai lebih rendah daripada nilai sebenarnya oleh pasar. Alhasil, perusahaan dapat menghadapi dilema antara menerbitkan saham pada harga yang tidak mencerminkan nilai perusahaan atau melewatkan proyek investasi yang memiliki *net present value* (NPV) positif. Selain itu, Myers & Majluf (1984) juga memaparkan bahwa keberadaan financial slack, seperti kas dan aset likuid, memungkinkan perusahaan mengurangi ketergantungan pada pendanaan eksternal sehingga dapat meminimalkan dampak asimetri informasi.

Lebih lanjut, gagasan tersebut dikembangkan oleh Myers (1984) melalui *Pecking Order Theory*, yang pada intinya menjelaskan adanya urutan preferensi sumber pendanaan yang ditempuh perusahaan. Sumber dana internal terutama laba ditahan menjadi pilihan utama sebab tidak memunculkan biaya akibat asimetri informasi. Ketika dana internal tersebut tidak memadai, barulah utang dipertimbangkan sebagai opsi berikutnya, sementara penerbitan saham baru ditempatkan sebagai pilihan paling akhir mengingat biaya informasinya yang relatif tinggi serta risiko

munculnya persepsi negatif dari investor terhadap prospek perusahaan ke depan.

Implikasi *Packing Order Theory* terkait kebijakan dividen adalah bahwa perusahaan yang memiliki kebutuhan investasi cukup besar umumnya akan menetapkan pembayaran dividen pada tingkat yang rendah, dengan tujuan menjaga ketersediaan dana internal sebagai tumpuan utama pembiayaan. Teori ini juga menjelaskan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan secara internal untuk membiayai proyek. Perusahaan akan menyesuaikan rasio pembayaran dividen dengan peluang investasi yang dihadapi dan berupaya menghindari perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar. Dengan demikian, perusahaan yang terpaksa menggunakan banyak utang karena keterbatasan dana internal cenderung memiliki tekanan arus kas yang lebih besar, yang pada akhirnya membatasi kemampuan mereka untuk membayar dividen secara konsisten.

4. Teori *Signaling*

Bhattacharya (1979) melalui *Signaling Theory* mengemukakan bahwa kebijakan dividen berfungsi sebagai media bagi pihak manajemen untuk mengomunikasikan informasi terkait prospek perusahaan ke depan kepada para investor. Pandangan ini berangkat dari kondisi asimetri informasi, dimana pihak manajemen umumnya menguasai informasi yang lebih menyeluruh atas kondisi dan kinerja perusahaan dibandingkan pihak investor. Dengan demikian, kebijakan pembagian dividen dapat dimaknai

sebagai bentuk sinyal yang merepresentasikan tingkat keyakinan manajemen atas kapasitas perusahaan dalam menghasilkan laba serta arus kas pada masa-masa mendatang.

Kenaikan jumlah dividen yang dibagikan lazimnya dimaknai sebagai indikasi positif atas prospek perusahaan di masa depan, karena hal tersebut mencerminkan optimisme manajemen terhadap kesanggupan perusahaan menghasilkan laba dan arus kas yang memadai. Sebaliknya, apabila pembayaran dividen mengalami penurunan atau bahkan dihentikan, kondisi tersebut kerap dibaca sebagai sinyal negatif yang mengindikasikan adanya penurunan prospek kinerja perusahaan sehingga memicu reaksi negatif dari pasar (Jensen et al., 2010). Bukti empiris yang mendukung pandangan tersebut dikemukakan oleh Miftah & Aziz (2025), yang menemukan bahwa investor memberikan respons terhadap pengumuman perubahan dividen, baik berupa kenaikan maupun penurunan dividen, pada korporasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Hasil temuan ini mengindikasikan bahwa informasi terkait perubahan kebijakan dividen menjadi salah satu aspek yang cukup diperhitungkan oleh investor dalam menentukan keputusan investasinya.

5. Kebijakan Dividen

a. Definisi Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen pada dasarnya merupakan keputusan finansial perusahaan terkait apakah laba yang dihasilkan akan didistribusikan kepada para pemegang saham ataukah disisihkan dalam bentuk laba

ditahan (Kusumarini & Abundanti, 2024). Kebijakan dividen yang optimal menyeimbangkan antara harapan pemegang saham terhadap dividen dengan kebutuhan perusahaan akan dana internal untuk pertumbuhan.

Kebijakan dividen suatu perusahaan sering dijadikan sebagai salah satu pertimbangan utama oleh investor dalam memperoleh laba atas investasi yang dilakukan. Besarnya dividen yang dibagikan umumnya bergantung pada laba bersih yang dihasilkan perusahaan, di mana semakin besar laba bersih yang diperoleh, semakin tinggi pula peluang dividen yang dapat diperoleh pemegang saham. Hal ini pada gilirannya dapat mendorong ketertarikan investor untuk menempatkan modalnya pada perusahaan yang konsisten mencetak laba bersih secara stabil dan berkesinambungan.

b. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Terdapat sejumlah faktor internal perusahaan yang turut menentukan kebijakan dividen. Profitabilitas merupakan faktor yang paling utama, mengingat dividen pada hakikatnya bersumber dari laba bersih yang diperoleh; perusahaan dengan capaian laba yang relatif stabil umumnya lebih mampu mempertahankan konsistensi pembagian dividennya. Selain itu, struktur modal juga memegang peranan penting, sebab perusahaan dengan beban utang yang tinggi perlu mendahulukan pemenuhan kewajiban bunga maupun pokok utangnya sebelum mengalokasikan dana untuk dividen.

Faktor likuiditas juga tidak kalah berpengaruh, mengingat pembagian dividen memerlukan ketersediaan kas yang memadai perusahaan dengan tingkat likuiditas yang baik cenderung memiliki keleluasaan lebih besar dalam membagikan dividen. Di sisi lain, peluang pertumbuhan usaha turut menjadi pertimbangan, dimana perusahaan yang memiliki peluang investasi besar lebih memilih menahan labanya guna mendukung rencana ekspansi dibandingkan membagikannya sebagai dividen.

Hasil penelitian Fitriyah et al., (2024) mengungkapkan bahwa struktur modal memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Temuan ini mengindikasikan bahwa kondisi pendanaan perusahaan turut menjadi salah satu pertimbangan dalam penetapan kebijakan dividennya.

c. Pengukuran Kebijakan Dividen

Pengukuran kebijakan dividen umumnya dilakukan melalui *Dividend Payout Ratio* (DPR), yakni rasio yang membandingkan jumlah dividen tunai yang dibagikan terhadap laba bersih yang diperoleh perusahaan. Rasio ini mencerminkan proporsi laba perusahaan yang dialokasikan kepada para pemegang saham. Secara matematis, formulasi perhitungan *Dividend Payout Ratio* (DPR) menurut Asrini & Musnaini (2025) adalah sebagai berikut:

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

Nilai DPR yang tinggi mengindikasikan kecenderungan perusahaan untuk lebih mengutamakan pembagian laba kepada pemegang saham, sementara nilai DPR yang rendah menandakan preferensi perusahaan untuk menahan labanya guna keperluan investasi maupun pelunasan kewajiban. Penelitian-penelitian sebelumnya banyak menggunakan DPR karena indikator ini mampu mencerminkan kebijakan dividen secara komperhensif dan mudah dibandingkan antar perusahaan.

6. Struktur Modal

a. Definisi Struktur Modal

Struktur modal menggambarkan komposisi pendanaan perusahaan yang bersumber dari utang dan modal sendiri, yang mencerminkan proporsi penggunaan dana yang berasal dari kreditur dan pemilik perusahaan (Inayah, 2022). Sebagai salah satu pilar keputusan keuangan utama, penataan struktur modal ini mengendalikan volatilitas nilai perusahaan, beban modal, risiko keuangan, sekaligus konsistensi pembagian dividen.

Tingginya porsi utang memaksa manajemen untuk memprioritaskan liabilitas tetap berupa bunga dan pokok utang di atas kepentingan lainnya. Konsekuensinya, ketersediaan kas bebas untuk dividen menjadi terbatas karena harus tersedot ke pos pelunasan utang. Pada lanskap industri non-keuangan di Indonesia periode 2020–2024, fenomena peningkatan utang ini mengemuka sebagai

dampak dari tekanan likuiditas selama pandemi dan dinamika pemulihan ekonomi, yang semakin mempertegas urgensi struktur modal terhadap perumusan kebijakan dividen

b. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Struktur modal dipicu oleh berbagai faktor, antara lain profitabilitas, risiko bisnis, ukuran perusahaan, dan kondisi pasar modal. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi umumnya lebih memilih memanfaatkan dana internal dibandingkan bergantung pada utang. Sebaliknya, perusahaan dengan kebutuhan pendanaan besar serta akses yang baik terhadap pasar modal cenderung lebih memanfaatkan utang sebagai sumber pembiayaan, terutama karena adanya manfaat pajak yang menyertainya.

Selain itu, risiko kebangkrutan dan stabilitas arus kas juga memengaruhi keputusan struktur modal. Perusahaan dengan arus kas stabil lebih berani menggunakan utang dibandingkan perusahaan dengan arus kas fluktuatif.

c. Pengukuran Struktur Modal

Terdapat beberapa rasio yang dapat digunakan untuk mengukur struktur modal, antara lain:

- 1) *Debt to Equity Ratio* (DER), yaitu rasio yang membandingkan total liabilitas dengan total ekuitas korporasi. Semakin tinggi DER, semakin besar risiko keuangan yang harus ditanggung

perusahaan. Secara matematis, formulasi perhitungan DER menurut Kamiliya et al (2025) adalah sebagai berikut:

$$DER = \frac{Total\ Utang}{Total\ Ekuitas}$$

2) *Debt to Asset Ratio* (DAR), yaitu rasio yang membandingkan total liabilitas dengan total asset perusahaan. DAR menunjukkan seberapa besar asset perusahaan yang dibiayai oleh utang. DAR diformulasikan sebagai:

$$DAR = \frac{Total\ Utang}{Total\ Asset}$$

Dalam penelitian ini, struktur modal diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER), yang menggambarkan perbandingan antara total utang dengan ekuitas yang dimiliki perusahaan. DER sering digunakan dalam penelitian terdahulu karena mampu menggambarkan tingkat leverage dan risiko keuangan perusahaan secara jelas.

7. Kepemilikan Manajerial

a. Definisi Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merujuk pada proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh jajaran manajemen, yang meliputi direksi, komisaris, dan pejabat tinggi perusahaan lainnya (Jensen & Meckling, 1976). Kepemilikan manajerial dipandang sebagai salah satu mekanisme tata kelola perusahaan yang penting dalam

mengurangi konflik keagenan sekaligus menyelaraskan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham.

Ketika manajer turut memiliki saham perusahaan, kepentingan mereka cenderung sejalan dengan kepentingan pemegang saham, mengingat kedua pihak sama-sama berorientasi pada peningkatan nilai perusahaan. Semakin tinggi proporsi kepemilikan manajerial, semakin besar pula dorongan bagi manajer untuk mengambil keputusan-keputusan yang menguntungkan pemegang saham, termasuk dalam hal penetapan kebijakan dividen (Moin et al., 2020).

Dengan meningkatnya kepemilikan manajerial, insentif manajer untuk mendorong peningkatan nilai perusahaan sekaligus menjaga stabilitas keuangannya turut menguat. Dalam pengambilan keputusan terkait struktur modal dan kebijakan dividen, manajer dengan kepemilikan saham cenderung lebih berhati-hati dan mempertimbangkan dampak jangka panjang terhadap perusahaan dan pemegang saham.

b. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial dipengaruhi oleh kebijakan serta karakteristik perusahaan. Salah satu faktor yang memengaruhinya adalah kebijakan insentif, seperti pemberian kesempatan kepada direksi dan manajer untuk memiliki saham perusahaan. Kebijakan tersebut bertujuan meningkatkan keterlibatan manajemen dalam

pengambilan keputusan karena mereka juga memiliki kepentingan sebagai pemegang saham.

Selain itu, struktur kepemilikan, ukuran perusahaan, dan pengawasan eksternal turut memengaruhi besarnya kepemilikan manajerial. Perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi pada investor institusional atau pemegang saham pengendali umumnya memiliki proporsi kepemilikan manajerial yang lebih rendah. Sebaliknya, struktur kepemilikan yang lebih tersebar memberikan peluang yang lebih besar bagi manajemen untuk memiliki saham perusahaan.

c. Pengukuran Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial diukur dengan persentase saham yang dimiliki oleh manajemen (direksi dan komisaris) dibandingkan dengan total saham yang beredar. Pengukuran ini banyak digunakan dalam penelitian terdahulu karena mampu menunjukkan tingkat keterlibatan manajemen dalam kepemilikan perusahaan. Formulasi KM menurut Asrini & Musnaini (2025) adalah sebagai berikut:

$$KM = \frac{\text{Jumlah Saham Manajerial}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100$$

8. Kajian Penelitian Terdahulu

Tinjauan atas penelitian-penelitian terdahulu ini berfungsi sebagai salah satu landasan bagi peneliti dalam menyusun penelitian, sekaligus memperkaya kerangka teori yang digunakan untuk mengkaji topik yang

diangkat. Beberapa penelitian terdahulu yang relevan dengan topik ini diuraikan sebagai berikut:

Tabel 2.1. Kajian Penelitian Terdahulu

No.	Nama Penulis (Tahun)	Metode Penelitian	Hasil Penelitian	Research Gap
1	Khairi (2023)	Kuantitatif; data sekunder; purposive sampling; 26 perusahaan JII70 periode 2019–2021; analisis regresi data panel (Fixed Effect Model) menggunakan EViews 12	Ditemukan bahwa struktur modal (DER) tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen, sementara profitabilitas terbukti berpengaruh signifikan; adapun likuiditas tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.	Belum menggunakan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi; objek penelitian terbatas pada perusahaan JII70; hasil pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen masih inkonsisten dengan penelitian lain
2	Fitriyah, Nadhiroh, & Restuningdiah (2024).	Kuantitatif, explanatory research, purposive sampling, 28 perusahaan sektor Consumer Non-Cyclicals periode 2020–2022, analisis PLS-SEM	Capital structure berpengaruh negatif signifikan terhadap dividend policy; ownership structure berpengaruh positif signifikan terhadap dividend policy; financial performance berpengaruh signifikan	Belum menguji kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi pada hubungan struktur modal dan kebijakan dividen serta terbatas pada sektor Consumer Non-Cyclicals.

No.	Nama Penulis (Tahun)	Metode Penelitian	Hasil Penelitian	Research Gap
		menggunakan WarpPLS 8.0	terhadap dividend policy. Namun financial performance tidak mampu memediasi pengaruh capital structure dan ownership structure terhadap dividend policy.	
3	Maulana et al. (2025).	Kuantitatif, deskriptif, verifikatif, data sekunder, purposive sampling, 26 perusahaan food and beverage periode 2018–2021 (104 observasi), regresi data panel dengan Fixed Effect Model menggunakan EViews 10	Temuan empiris mengindikasikan adanya korelasi negatif antara struktur modal dengan rasio pembayaran dividen korporasi. Sementara itu, dua indikator internal lainnya, yaitu profitabilitas serta kecukupan likuiditas perusahaan, terbukti memberikan stimulasi positif yang sangat signifikan dalam mendongkrak alokasi dividen kepada para pemegang saham	Hasil pengujian mengenai signifikansi dampak struktur modal terhadap rasio pembayaran dividen memperlihatkan adanya kontradiksi dan belum selaras dengan kesimpulan studi-studi sejenis
4	Wiyono & Rana (2024).	Kuantitatif, data sekunder,	Studi ini mengonfirmasi bahwa penataan	Riset terdahulu belum mengeksplorasi

No.	Nama Penulis (Tahun)	Metode Penelitian	Hasil Penelitian	Research Gap
		purposive sampling, 18 perusahaan sektor industri barang konsumsi periode 2018–2021, analisis regresi linear berganda menggunakan SPSS	struktur modal membawa dampak negatif yang signifikan terhadap penentuan kebijakan dividen emiten. Fenomena yang kontradiktif justru diperlihatkan oleh variabel skala korporasi (<i>firm size</i>) beserta laju pertumbuhan perusahaan (<i>growth</i>), di mana kedua parameter tersebut terbukti secara valid mendorong peningkatan kebijakan pembayaran dividen secara signifikan	peran kepemilikan manajerial sebagai variabel pengintervensi atau pemoderasi dalam hubungan antara konfigurasi modal dan kebijakan dividen
5	Wiyogo & Ekadjaja (2023).	Penelitian kuantitatif dengan data sekunder perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2017–2019. Teknik purposive sampling	Fluktuasi struktur modal dan likuiditas emiten masing-masing menunjukkan arah hubungan negatif dan positif, namun keduanya tidak mengintervensi kebijakan dividen secara	Belum menggunakan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi serta penelitian hanya terbatas pada faktor keuangan internal dan sektor manufaktur.

No.	Nama Penulis (Tahun)	Metode Penelitian	Hasil Penelitian	Research Gap
		menghasilkan 50 perusahaan. Analisis data menggunakan regresi linear berganda dengan bantuan Eviews 9.	signifikan. Menariknya, profitabilitas justru mencatatkan pengaruh negatif yang nyata terhadap rasio pembayaran dividen, yang mempertegas realitas empiris bahwa pencapaian laba bersih yang melimpah pada internal korporasi tidak menjadi jaminan atas meningkatnya distribusi keuntungan bagi investor	

B. Kerangka Berpikir

Riset ini menguji relevansi struktur modal terhadap penentuan dividen tunai dengan melibatkan kepemilikan manajerial sebagai komponen pengkondisi (moderasi) pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2020–2024, dengan mengecualikan sektor keuangan. Peta konseptual penelitian ini didesain berdasarkan pada empat sintesis teori keuangan, yaitu *trade-off theory*, *pecking order theory*, *agency theory*, dan *signaling theory*. Kombinasi berbagai perspektif teoretis ini dirancang untuk membangun basis argumentasi

dan alor logika yang kuat sebelum dilakukannya pengujian statistik terhadap variabel-variabel terkait.

Struktur modal dengan proksi *Debt-to-Equity Ratio* (DER) berfungsi sebagai variabel independen pada pemodelan ini. Kerangka berpikir variabel ini bertumpu pada *trade-off theory* dari Modigliani dan Miller (1963) serta *pecking order theory* oleh Myers & Majluf (1984). Berdasarkan konsep *trade-off*, perusahaan menyeimbangkan manfaat efisiensi pajak dari pinjaman eksternal dengan konsekuensi biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Penguatan akumulasi utang dalam struktur kapital korporasi terbukti berbanding lurus dengan meningkatnya liabilitas bunga dan pokok pinjaman. Fenomena penumpukan kewajiban finansial ini pada akhirnya menekan volume *free cash flow*, sehingga membatasi kapasitas manajemen dalam membagikan hasil usaha secara konsisten kepada pemegang saham.

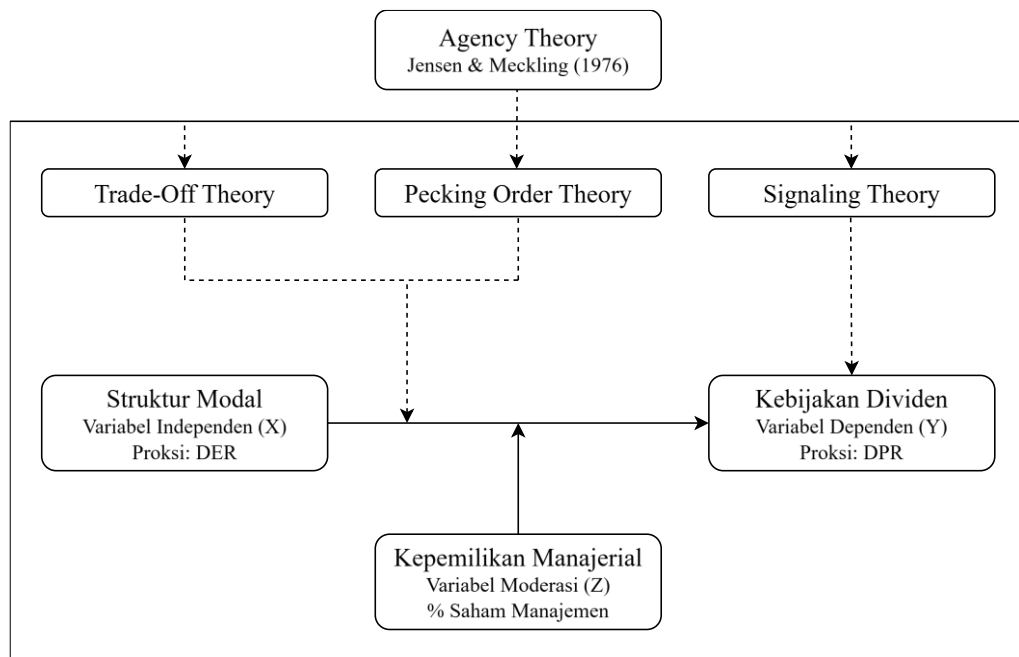
Proyeksi dampak negatif struktur modal terhadap kebijakan dividen merupakan tesis dasar yang diturunkan dari sintesis kedua kerangka teoretis tersebut. Landasan ini diperkuat oleh *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa pemanfaatan modal eksternal (utang) merupakan opsi lanjutan setelah cadangan anggaran internal perusahaan menipis. Alhasil, ketika manajemen terpaksa menarik pinjaman, langkah finansial ini secara otomatis memangkas ketersediaan saldo laba yang seharusnya dialokasikan sebagai dividen untuk para penanam modal.

Kebijakan dividen yang diproksikan melalui *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditetapkan sebagai variabel dependen dalam penelitian ini. Secara

teoretis, indikator ini disokong oleh teori sinyal Bhattacharya (1979) yang mengasumsikan bahwa perubahan dividen merepresentasikan sinyal kredibel dari manajemen mengenai kapasitas laba perusahaan pada periode mendatang. Emiten dengan struktur modal yang solid dan kondisi keuangan yang stabil cenderung royal dalam mendistribusikan laba sebagai bentuk pesan optimisme bagi investor, sedangkan tingginya liabilitas utang akan mempersempit kemampuan perusahaan untuk mempertahankan dividen secara konsisten.

Untuk variabel moderasi, riset ini mengandalkan kepemilikan manajerial yang dihitung melalui perbandingan jumlah saham di tangan manajemen terhadap total portofolio saham beredar. Landasan utama variabel ini merujuk pada teori keagenan Jensen & Meckling (1976) yang menyatakan bahwa pertentangan agenda antara manajer (agen) dan investor (prinsipal) melahirkan konsekuensi *agency cost*. Salah satu strategi internal untuk mengikis sengketa tersebut adalah memperbesar porsi saham manajerial, sebab saat posisi manajemen bergeser menjadi bagian dari pemilik modal, orientasi keputusan mereka akan melebur secara harmonis dengan tujuan pemegang saham.

Kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini secara visual digambarkan pada bagan berikut:



Gambar 2.1. Kerangka Berpikir

C. Hipotesis Penelitian

1. Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen

Regulasi alokasi dividen berfokus pada pembagian persentase keuntungan yang dibayarkan kepada investor tunai versus anggaran yang disimpan untuk reinvestasi operasional. Sejalan dengan teori sinyal Bhattacharya (1979), keputusan dividen diposisikan sebagai media komunikasi dari manajemen untuk mengirimkan informasi kredibel seputar kualitas performa dan arah masa depan emiten. Penataan dividen ini berjalan linear dengan keputusan struktur kapital perusahaan yang menggambarkan perbandingan penggunaan liabilitas dan modal bersih.

Ketergantungan yang besar terhadap pembiayaan utang terbukti mempersempit ruang gerak perusahaan dalam membagikan hasil usaha. Manajemen dibatasi oleh keharusan hukum untuk menyelesaikan

kewajiban bunga dan pokok pinjaman di awal, sebelum menyisihkan sisa laba bersih bagi pemegang saham. Realitas fundamental ini mempertegas adanya titik keseimbangan (*trade-off*) antara menjaga solvabilitas di mata kreditur dan memuaskan ekspektasi imbal hasil investor.

Menurut Myers & Majluf (1984), Penurunan alokasi pembagian dividen bagi pemegang saham kerap terjadi ketika korporasi menghadapi beban liabilitas yang besar, sebab perolehan laba harus terserap untuk penyelesaian kewajiban keuangan dan penguatan kas internal. Fenomena ini sejalan dengan prinsip dasar tata kelola keuangan di mana emiten selalu mendahulukan sumber dana domestik (laba ditahan) daripada ketergantungan pada pembiayaan luar seperti penambahan utang atau pelepasan efek ekuitas baru ke pasar modal.

Selain itu, Kraus & Litzenberger (1973) melalui *Trade-Off Theory*, keuntungan *tax shield* dari penarikan utang berjalan linear dengan meningkatnya risiko likuidasi dan biaya kapital. Hal ini mengharuskan perusahaan menata struktur pembiayaan secara cermat agar tidak mengganggu kesinambungan pembayaran dividen tunai. Ketika utang merangkak naik, kesiapan dana segar akan tersita oleh kewajiban keuangan, sehingga memperkecil ruang gerak emiten untuk membagikan deviden kepada investor.

Secara empiris, penelitian Khairi (2023), Fitriyah et al (2024), Maulana et al (2025), dan Wiyono & Rana (2024) yang mendokumentasikan korelasi negatif signifikan antara struktur modal dan

kebijakan dividen. Gejala tersebut mengonfirmasi fakta bahwa semakin tinggi liabilitas suatu emiten, semakin rendah peluang pemilik saham menerima keuntungan, akibat teralokasikannya laba tahun berjalan untuk memenuhi restriksi utang perseroan.

Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

2. Moderasi Kepemilikan Managerial pada Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen

Melalui kepemilikan manajerial, dewan direksi memegang kepemilikan portofolio saham perusahaan, sehingga mereka memikul fungsi ganda sebagai pelaksana bisnis dan pemilik modal. Konseptualisasi teori keagenan dari Jensen & Meckling (1976) mengonfirmasi bahwa kepemilikan saham internal ini bertindak sebagai alat penyelarasan visi, karena manajer akan menanggung konsekuensi langsung dari tindakan mereka.

Hubungannya dengan tata kelola modal terlihat dari fakta bahwa tingginya utang menciptakan beban bunga yang menyerap kas operasional, sehingga sisa dana untuk dividen menjadi marginal. Meskipun demikian, saat eksekutif juga bertindak sebagai pemegang saham, orientasi mereka akan meluas; manajemen tidak hanya mengamankan kebutuhan internal perusahaan, tetapi juga memperjuangkan kepentingan mereka sendiri sebagai investor yang menargetkan imbalan investasi dalam wujud dividen

Semakin tinggi kepemilikan manajerial, semakin besar dorongan bagi manajer untuk mengambil keputusan pendanaan secara lebih hati-hati dan menjaga keseimbangan antara penggunaan utang dengan pembagian dividen. Dalam kondisi tersebut, tekanan negatif struktur modal terhadap kebijakan dividen cenderung menjadi lebih rendah. Sebaliknya, apabila kepemilikan manajerial rendah, manajer memiliki insentif yang lebih lemah untuk menjaga keseimbangan tersebut sehingga dampak negatif utang terhadap dividen cenderung lebih besar.

Hatang & Hapsari (2020) dalam penelitiannya menjelaskan bahwa penempatan manajemen sebagai pemilik saham merupakan bagian dari mekanisme *good corporate governance* guna memitigasi dilema keagenan. Arimbi et al (2024) menunjukkan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan *dividend payout ratio*, yang mengonfirmasi bahwa penguatan posisi saham manajer memacu konsistensi korporasi dalam mendistribusikan dividen tunai. Lebih lanjut, analisis Silen & Lusmeida (2025) yang menakar fungsi kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi menyimpulkan bahwa variabel tersebut belum mampu memperkuat korelasi struktur modal atas regulasi dividen. Inkonsistensi ini menegaskan bahwa keterlibatan kepemilikan saham internal terhadap keputusan pembiayaan dan dividen tetap krusial untuk diuji kembali, khususnya pada emiten yang terdaftar di BEI periode 2020–2024 dengan mengecualikan sektor keuangan.

Melalui kerangka berpikir ini, kepemilikan manajerial diprediksi mengecilkan (memperlemah) pengaruh negatif struktur modal terhadap kebijakan dividen, karena kepemilikan saham oleh eksekutif mengarahkan bauran modal korporasi agar lebih condong pada pemenuhan kepentingan pemegang saham

Maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: Kepemilikan manajerial memoderasi pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen dengan memperlemah pengaruh negatif struktur modal terhadap kebijakan dividen.