



DOI: <https://doi.org/10.38035/jafm.v6i5>  
<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

## Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap *Return Saham* dengan Keputusan Dividen sebagai Variabel Intervening (Studi pada BUMN Holding di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2020-2024)

**Faisal Azziz Al Ashari**

Universitas Widyatama, Bandung, Jawa Barat, Indonesia, [faisal.azziz@widyatama.ac.id](mailto:faisal.azziz@widyatama.ac.id)

Corresponding Author: [faisal.azziz@widyatama.ac.id](mailto:faisal.azziz@widyatama.ac.id)

**Abstract:** *This study investigates the impact of capital structure, profitability, and liquidity on stock returns of Indonesian state-owned enterprise (SOE) holding companies over the 2020–2024 period, with dividend policy serving as a mediating variable. The research is driven by the observed discrepancy between the financial performance of SOEs and their performance in the stock market. The main objective is to examine whether capital structure, profitability, and liquidity affect stock returns either directly or indirectly through dividend policy. A quantitative research design is applied using partial least squares–based structural equation modeling. The study utilizes secondary panel data derived from annual financial reports and stock price data of SOE holding companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the observation period. The sample is determined through purposive sampling based on data availability and completeness. The empirical findings reveal that capital structure, profitability, and liquidity do not influence stock returns. Furthermore, dividend policy is found to be ineffective in mediating the relationship between these financial indicators and stock returns. The coefficient of determination suggests that the model possesses very limited explanatory power, indicating that stock return variations are largely driven by external factors beyond the scope of the proposed model.*

**Keywords:** *Capital Structure, Profitability, Liquidity, Stock Returns*

**Abstrak:** Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji pengaruh struktur modal, profitabilitas, dan likuiditas terhadap return saham pada perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Holding di Indonesia selama periode 2020–2024 dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Penelitian ini dilatarbelakangi oleh adanya ketidaksesuaian antara kinerja keuangan perusahaan BUMN dan kinerja sahamnya di pasar modal. Tujuan penelitian adalah untuk menganalisis pengaruh struktur modal, profitabilitas, dan likuiditas terhadap return saham baik secara langsung maupun tidak langsung melalui kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode *structural equation modeling* berbasis partial least squares. Data yang digunakan merupakan data sekunder berbentuk data panel yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan serta data harga saham perusahaan BUMN Holding yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian. Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria kelengkapan dan ketersediaan data. Penelitian yang dilakukan memberikan kesimpulan bahwa struktur modal, profitabilitas, dan

likuiditas tidak berpengaruh terhadap return saham. Selain itu, kebijakan dividen tidak mampu memediasi hubungan antara ketiga variabel keuangan tersebut dengan return saham. Nilai koefisien determinasi menunjukkan bahwa kemampuan model dalam menjelaskan variasi return saham tergolong sangat rendah, sehingga return saham perusahaan BUMN Holding lebih banyak dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian.

**Kata Kunci:** Struktur Modal, Profitabilitas, Likuiditas, *Return Saham*

---

## PENDAHULUAN

Perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) memiliki peranan penting dalam mendorong pertumbuhan ekonomi nasional, salah satunya melalui kontribusi dividen yang disetorkan kepada negara sebagai pemegang saham mayoritas. Dividen tersebut berasal dari laba bersih yang dihasilkan melalui aktivitas operasional perusahaan. Dalam beberapa tahun terakhir, kontribusi dividen BUMN menunjukkan kecenderungan meningkat, yang mencerminkan adanya perbaikan kinerja keuangan serta peningkatan efektivitas pengelolaan perusahaan di tengah ketidakpastian ekonomi global. Meskipun demikian, peningkatan kinerja keuangan tersebut tidak selalu sejalan dengan kinerja saham di pasar modal, yang tercermin dari fluktuasi return saham pada sejumlah perusahaan BUMN.

Fenomena tersebut mengindikasikan bahwa pergerakan return saham tidak semata-mata dipengaruhi oleh kondisi fundamental internal perusahaan, tetapi juga dipengaruhi oleh kebijakan manajerial yang diterapkan. Salah satu kebijakan strategis dalam manajemen keuangan adalah kebijakan dividen, yaitu keputusan perusahaan terkait pembagian laba kepada pemegang saham atau penahanan laba untuk mendukung kebutuhan investasi. Kebijakan dividen tidak hanya berdampak pada tingkat kesejahteraan investor, tetapi juga berfungsi sebagai sinyal bagi pasar mengenai prospek dan kondisi keuangan perusahaan di masa depan, sehingga dapat memengaruhi persepsi investor terhadap nilai perusahaan.

Dalam analisis kinerja keuangan, rasio keuangan digunakan untuk mengevaluasi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, mengelola struktur pendanaan, serta memenuhi kewajiban jangka pendek. Struktur modal mencerminkan proporsi penggunaan utang dan modal sendiri dalam pembiayaan perusahaan, yang berimplikasi pada tingkat risiko dan return yang diharapkan oleh investor (Brigham & Houston, 2019). Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan laba melalui pemanfaatan aset yang dimiliki dan menjadi indikator efektivitas manajemen dalam mengelola sumber daya perusahaan (Kasmir, 2020). Sementara itu, likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek guna menjaga kelangsungan operasionalnya (Kasmir, 2020).

Berbagai penelitian terdahulu telah mengkaji pengaruh struktur modal, profitabilitas, dan likuiditas terhadap return saham, namun hasil yang diperoleh masih menunjukkan ketidakkonsistenan, khususnya pada perusahaan BUMN yang telah mengalami kebijakan holdingisasi. Selain itu, kajian empiris yang menempatkan kebijakan dividen sebagai variabel intervening dalam hubungan antara faktor fundamental keuangan dan return saham pada perusahaan BUMN masih relatif terbatas. Hal ini menunjukkan adanya kesenjangan penelitian yang perlu ditelaah lebih lanjut.

Berdasarkan kondisi tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh struktur modal, profitabilitas, dan likuiditas terhadap return saham pada perusahaan BUMN Holding yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2024, serta menguji peran kebijakan dividen dalam memediasi pengaruh ketiga variabel tersebut terhadap return saham. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusi teoretis dalam pengembangan literatur keuangan perusahaan serta menjadi bahan pertimbangan praktis bagi manajemen, investor, dan pemerintah dalam pengambilan keputusan strategis terkait pengelolaan perusahaan BUMN.

## METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausalitas yang bertujuan untuk menguji hubungan sebab dan akibat antara struktur modal, profitabilitas, dan likuiditas terhadap return saham dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Pengujian hubungan antarvariabel dilakukan dengan metode *Partial Least Squares–Structural Equation Modeling (PLS-SEM)* menggunakan perangkat lunak *SmartPLS*. Metode *PLS-SEM* dipilih karena mampu menganalisis model pengukuran (outer model) dan model struktural (*inner model*) secara simultan, serta sesuai digunakan pada penelitian dengan jumlah sampel relatif terbatas.

Data penelitian diperoleh dari sumber data sekunder yang meliputi laporan keuangan tahunan dan data harga saham perusahaan BUMN Holding yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan tahun 2020–2024.

Penelitian ini melibatkan lima variabel, yang terdiri atas tiga variabel independen yaitu struktur modal, profitabilitas, dan likuiditas, satu variabel dependen berupa return saham, serta satu variabel intervening yaitu kebijakan dividen. Struktur modal diproyeksikan dengan *Debt to Equity Ratio (DER)*, profitabilitas diukur menggunakan *Return on Assets (ROA)*, dan likuiditas diproksikan dengan *Current Ratio (CR)*. Return saham dihitung berdasarkan capital gain atau capital loss yang berasal dari selisih harga saham antarperiode, sedangkan kebijakan dividen diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Variabel yang diuji dalam penelitian ini menggunakan skala rasio.

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan BUMN Holding beserta anak perusahaan yang telah berstatus perusahaan terbuka dan tercatat di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah purposive sampling dengan kriteria perusahaan yang memiliki laporan keuangan tahunan lengkap serta data harga saham yang tersedia secara konsisten selama periode 2020–2024. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh delapan perusahaan sebagai sampel penelitian. Dengan periode pengamatan selama lima tahun, jumlah data observasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 40 observasi, yang merupakan hasil perkalian antara jumlah perusahaan sampel dan periode penelitian ( $8 \text{ perusahaan} \times 5 \text{ tahun}$ ).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Hasil

#### Teori Sinyal

Teori sinyal (*signaling theory*) menjelaskan bahwa perusahaan berupaya menyampaikan informasi kepada investor melalui publikasi informasi keuangan guna mengurangi asimetri informasi antara pihak manajemen dan pihak eksternal (Spence, 1973). Informasi yang disajikan dalam laporan keuangan, seperti struktur modal, tingkat profitabilitas, likuiditas, serta kebijakan dividen, diharapkan dapat berfungsi sebagai sinyal bagi investor dalam menilai kondisi dan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Sinyal yang dipersepsikan positif oleh pasar berpotensi meningkatkan permintaan terhadap saham perusahaan dan berdampak pada peningkatan return saham, sedangkan sinyal yang bersifat negatif dapat menurunkan minat investor.

Namun, dalam konteks perusahaan BUMN Holding, efektivitas sinyal yang disampaikan melalui informasi keuangan tidak selalu memperoleh respons yang kuat dari pasar. Hal ini dipengaruhi oleh karakteristik khusus yang melekat pada perusahaan BUMN, seperti dominasi kepemilikan pemerintah, orientasi tujuan yang tidak semata-mata berfokus pada maksimalisasi laba, serta adanya intervensi kebijakan publik dalam pengambilan keputusan strategis. Kondisi tersebut menyebabkan investor cenderung tidak menjadikan rasio keuangan sebagai satu-satunya dasar dalam pengambilan keputusan investasi.

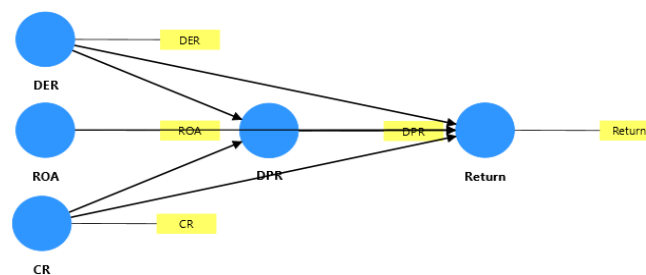
Berdasarkan perspektif teori sinyal, struktur modal yang tercermin dari perbandingan utang dan ekuitas, tingkat profitabilitas dan likuiditas perusahaan, serta kebijakan dividen, seharusnya mampu memberikan informasi mengenai kondisi keuangan perusahaan dan memengaruhi return saham. Akan tetapi, apabila sinyal yang disampaikan tidak dianggap

relevan atau memiliki kredibilitas yang rendah di mata investor, maka pengaruhnya terhadap return saham menjadi tidak signifikan. Oleh karena itu, teori sinyal digunakan sebagai landasan teoritis dalam menjelaskan hubungan antara struktur modal, profitabilitas, likuiditas, kebijakan dividen, dan return saham pada perusahaan BUMN Holding.

### Hipotesis:

- H1 : *Debt to Equity Ratio* berpengaruh terhadap return saham.
- H2 : *Return on Asset* berpengaruh terhadap return saham.
- H3 : *Current Ratio* berpengaruh terhadap return saham.
- H4 : *Dividen Payout Ratio* sebagai variable intervening memediasi return saham.
- H5 : *Debt to Equity Ratio*, *Return on Asset*, *Current Ratio*, dan *Dividen Payout Ratio* sebagai variable intervening berpengaruh signifikan terhadap return saham.

### Kerangka Pemikiran



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

### Hasil Uji Validitas Konvergen

Uji validitas konvergen dilakukan untuk menilai sejauh mana indikator-indikator dalam suatu konstruk saling berkorelasi dan secara konsisten merepresentasikan konsep yang sama. Pengujian validitas konvergen umumnya dilakukan melalui dua pendekatan, yaitu nilai *outer loading* dan *Average Variance Extracted (AVE)*. Secara metodologis, Hair Jr., Babin, Anderson, dan Black (2019) menyatakan bahwa konstruk dengan indikator tunggal (*single-indicator construct*) dapat diterima tanpa melalui pengujian validitas konvergen maupun diskriminan, sepanjang indikator tersebut merupakan ukuran objektif berupa rasio keuangan yang tidak memerlukan pemodelan reflektif berbasis *multi-item*.

Tabel 1. *Outer Loadings*

Konstruk	Indikator	<i>Outer Loading</i>	Keterangan
DER	DER1	1.000	Valid
CR	CR1	1.000	Valid
ROA	ROA1	1.000	Valid
Stock Return	RETURN	1.000	Valid

Sumber: Data diolah di SmartPLS oleh Penulis, 2025

Karena seluruh indikator memiliki *outer loading* 1.000, maka nilai *AVE* setiap variabel secara otomatis berada di atas 0,50. Hasil lengkapnya ditampilkan pada tabel berikut:

Tabel 2. *Average Variance Extracted (AVE)*

Konstruk	AVE	Keterangan
DER	1.000	Valid
CR	1.000	Valid
ROA	1.000	Valid
Stock Return	1.000	Valid

Sumber: Data diolah di SmartPLS oleh Penulis, 2025

Seluruh indikator dalam penelitian ini memiliki nilai *outer loading* sebesar 1,000, sehingga secara otomatis nilai *AVE* masing-masing konstruk berada di atas batas minimum

yang disyaratkan, yaitu 0,50. Dengan demikian, berdasarkan nilai *outer loading* dan *AVE* tersebut, dapat disimpulkan bahwa seluruh konstruk dalam penelitian ini telah memenuhi kriteria validitas konvergen. Indikator-indikator yang digunakan menunjukkan korelasi yang sangat kuat dengan konstruksya masing-masing dan layak digunakan pada tahap analisis selanjutnya.

### Hasil Uji Multikolinearitas

Dalam penelitian yang menggunakan pendekatan *Structural Equation Modeling* berbasis varian (*PLS-SEM*), pengujian multikolinearitas dilakukan dengan menggunakan nilai *Variance Inflation Factor (VIF)*. Nilai *VIF* menunjukkan tingkat hubungan linear antarvariabel independen yang digunakan secara simultan dalam memprediksi variabel dependen. Menurut Hair Jr., Babin, Anderson, dan Black (2019), model *PLS-SEM* dinyatakan terbebas dari masalah multikolinearitas apabila nilai *VIF* berada di bawah 5,0, atau menggunakan kriteria yang lebih ketat, berada di bawah 3,0. Nilai *VIF* yang tinggi mengindikasikan adanya hubungan linear yang kuat antarvariabel prediktor, yang berpotensi menurunkan akurasi estimasi koefisien jalur dan meningkatkan tingkat kesalahan pengukuran.

**Tabel 3. Uji Multikolinearitas**

Hubungan	VIF
X1 (DER) → Y (Return Saham)	1.220
X2 (ROA) → Y (Return Saham)	2.545
X3 (CR) → Y (Return Saham)	2.053
Z (DPR) → Y (Return Saham)	1.283

Sumber: Data diolah di SmartPLS oleh Penulis, 2025

Hasil pengujian multikolinearitas menunjukkan bahwa seluruh nilai *VIF* berada pada rentang 1,220 hingga 2,545. Nilai *VIF* hubungan *Debt to Equity Ratio* terhadap return saham sebesar 1,220, *Return on Assets* terhadap return saham sebesar 2,545, *Current Ratio* terhadap return saham sebesar 2,053, serta *Dividend Payout Ratio* terhadap return saham sebesar 1,283. Seluruh nilai tersebut berada di bawah ambang batas maksimum 5,0 dan juga masih memenuhi kriteria ketat di bawah 3,0. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat permasalahan multikolinearitas antarvariabel dalam model penelitian.

### Hasil Uji Koefisien Determinasi

Uji koefisien determinasi ( $R^2$ ) bertujuan untuk mengetahui sejauh mana variabel independen mampu menjelaskan variasi variabel dependen dalam model struktural. Dalam analisis menggunakan *SmartPLS*, nilai  $R^2$  mencerminkan kekuatan prediksi dari model yang dibangun. Secara umum, Hair Jr., Babin, Anderson, dan Black (2019) mengklasifikasikan nilai  $R^2$  sebesar 0,75 sebagai kategori kuat, 0,50 sebagai kategori moderat, dan 0,25 sebagai kategori lemah.

**Tabel 4. Uji Koefisien Determinasi**

Variabel Endogen	R-Square	R-Square Adjusted
DPR (Z)	0.221	0.156
Return Saham (Y)	0.033	-0.077

Sumber: Data diolah di SmartPLS oleh Penulis, 2025

Hasil pengujian koefisien determinasi menunjukkan bahwa variabel *Debt to Equity Ratio*, *Return on Assets*, dan *Current Ratio* mampu menjelaskan sebesar 22,1% variasi *Dividend Payout Ratio*, sedangkan sebesar 77,9% variasi lainnya dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar model penelitian. Nilai tersebut menunjukkan bahwa kemampuan prediksi model terhadap kebijakan dividen tergolong lemah hingga moderat. Sementara itu, kombinasi variabel *Debt to Equity Ratio*, *Return on Assets*, *Current Ratio*, dan *Dividend Payout Ratio* hanya mampu menjelaskan sebesar 3,3% variasi return saham. Hal ini menunjukkan bahwa



kemampuan model dalam memprediksi return saham tergolong sangat lemah dan mengindikasikan bahwa return saham perusahaan BUMN Holding lebih dominan dipengaruhi oleh faktor eksternal di luar kinerja keuangan perusahaan yang diteliti.

### Hasil Uji *Effect Size*

Uji *effect size* ( $F^2$ ) digunakan untuk menilai besarnya kontribusi masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara individual dalam model struktural. Menurut Hair Jr., Babin, Anderson, dan Black (2019), nilai  $F^2$  diklasifikasikan ke dalam tiga kategori, yaitu 0,02 yang menunjukkan pengaruh kecil, 0,15 yang menunjukkan pengaruh sedang, dan 0,35 yang menunjukkan pengaruh besar. Semakin tinggi nilai  $F^2$ , semakin besar kontribusi variabel tersebut dalam menjelaskan variabel dependen.

**Tabel 5. Uji *Effect Size***

Hubungan Antar Variabel	<i>F-Square</i>
CR → DPR	0.006
CR → Return	0.000
DER → DPR	0.040
DER → Return	0.000
DPR → Return	0.018
ROA → DPR	0.194
ROA → Return	0.017

Sumber: Data diolah di SmartPLS oleh Penulis, 2025

Hasil pengujian *effect size* menunjukkan bahwa pengaruh *Current Ratio* terhadap *Dividend Payout Ratio* tergolong sangat kecil dengan nilai  $F^2$  sebesar 0,006, serta tidak menunjukkan pengaruh terhadap return saham dengan nilai  $F^2$  sebesar 0,000. Pengaruh *Debt to Equity Ratio* terhadap *Dividend Payout Ratio* berada pada kategori kecil dengan nilai  $F^2$  sebesar 0,040, namun tidak memberikan kontribusi terhadap return saham dengan nilai  $F^2$  sebesar 0,000. *Return on Assets* menjadi variabel dengan pengaruh terbesar terhadap *Dividend Payout Ratio* dengan nilai  $F^2$  sebesar 0,194 yang termasuk dalam kategori sedang, meskipun pengaruhnya terhadap return saham tetap sangat kecil dengan nilai  $F^2$  sebesar 0,017. Sementara itu, pengaruh *Dividend Payout Ratio* terhadap return saham juga tergolong sangat kecil dengan nilai  $F^2$  sebesar 0,018.

Secara keseluruhan, hasil ini mengindikasikan bahwa sebagian besar hubungan antarvariabel dalam model penelitian memiliki kontribusi yang terbatas. Dengan demikian, variasi kebijakan dividen dan return saham perusahaan BUMN Holding selama periode 2020–2024 lebih banyak dipengaruhi oleh faktor lain di luar variabel yang diuji dalam model penelitian ini.

### Hasil Uji *Path Coefficient*

Pengaruh langsung antarvariabel dianalisis melalui nilai *path coefficient* yang menggambarkan arah serta kekuatan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Hair Jr., Babin, Anderson, dan Black (2019) menyatakan bahwa semakin besar nilai koefisien jalur, maka semakin kuat hubungan antarvariabel, sedangkan tanda positif atau negatif menunjukkan arah hubungan yang searah atau berlawanan.

**Tabel 6. Uji *Path Coefficient***

Hubungan	<i>Path Coefficient</i>
CR → DPR	-0.096
CR → Return	-0.021
DER → DPR	0.191
DER → Return	0.011
DPR → Return	-0.149
ROA → DPR	0.568
ROA → Return	0.207

Hasil analisis koefisien jalur menunjukkan bahwa *Current Ratio* memiliki pengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio* dengan nilai koefisien sebesar  $-0,096$  serta pengaruh negatif yang sangat lemah terhadap return saham sebesar  $-0,021$ . Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat likuiditas perusahaan tidak berperan signifikan dalam meningkatkan pembagian dividen maupun return saham. *Debt to Equity Ratio* menunjukkan pengaruh positif yang lemah terhadap *Dividend Payout Ratio* dengan koefisien sebesar  $0,191$ , serta hampir tidak memberikan pengaruh terhadap return saham dengan koefisien sebesar  $0,011$ . *Dividend Payout Ratio* sebagai variabel intervening justru menunjukkan hubungan negatif terhadap return saham dengan nilai koefisien sebesar  $-0,149$ .

Di sisi lain, *Return on Assets* menjadi variabel yang paling dominan dalam model penelitian, dengan pengaruh positif yang kuat terhadap *Dividend Payout Ratio* sebesar  $0,568$  serta pengaruh positif terhadap return saham sebesar  $0,207$ . Temuan ini menunjukkan bahwa profitabilitas merupakan faktor utama yang memengaruhi kebijakan dividen dan return saham perusahaan BUMN Holding selama periode 2020–2024, sementara struktur modal, likuiditas, dan kebijakan dividen memiliki pengaruh yang relatif lemah.

### Hasil Uji Indirect Effect

Pengujian pengaruh tidak langsung dilakukan untuk menilai peran kebijakan dividen sebagai variabel intervening dalam hubungan antara variabel independen dan return saham. Menurut Hair Jr., Babin, Anderson, dan Black (2019), apabila nilai *indirect effect* kecil atau tidak signifikan, maka peran mediasi variabel tersebut dinilai lemah atau tidak terbukti, meskipun pengaruh langsung antarvariabel masih dapat terjadi.

**Tabel 7. Uji Indirect Effect**

Hubungan Antar Variabel	Indirect Effect
CR → DPR → Return	0.014
DER → DPR → Return	-0.028
ROA → DPR → Return	-0.085

Sumber: Data diolah di SmartPLS oleh Penulis, 2025

Hasil analisis *indirect effect* menggunakan *SmartPLS* menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* belum mampu berfungsi secara efektif sebagai variabel mediasi. *Current Ratio* memiliki pengaruh tidak langsung terhadap return saham melalui *Dividend Payout Ratio* sebesar  $0,014$ , *Debt to Equity Ratio* sebesar  $-0,028$ , dan *Return on Assets* sebesar  $-0,085$ . Seluruh nilai koefisien tersebut tergolong kecil dan berada dalam kategori lemah, sehingga tidak cukup kuat untuk menjelaskan perubahan return saham secara signifikan. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hubungan antara struktur modal, profitabilitas, dan likuiditas terhadap return saham perusahaan BUMN Holding periode 2020–2024 lebih didominasi oleh pengaruh langsung, sedangkan kebijakan dividen belum menunjukkan peran mediasi yang substansial.

### Hasil Uji Bootstrapping

Uji signifikansi dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *bootstrapping* menggunakan 5.000 *subsamples* untuk memperoleh nilai *t-statistic* dan *p-value*. Menurut Hair Jr., Babin, Anderson, dan Black (2019), suatu hubungan dinyatakan signifikan pada tingkat signifikansi 5% apabila nilai *t-statistic* lebih besar dari 1,96 dan *p-value* lebih kecil dari 0,05. Apabila kriteria tersebut tidak terpenuhi, maka hipotesis penelitian dinyatakan tidak terbukti.

**Tabel 8. Hasil Uji Bootstrapping**

Hubungan	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T-Statistics	P-Values
CR → DPR	-0.096	-0.09	0.229	0.419	0.675
CR → Return	-0.021	0.014	0.234	0.09	0.928
DER → DPR	0.191	0.189	0.143	1.335	0.182
DER → Return	0.011	0.025	0.114	0.097	0.922
DPR → Return	-0.149	-0.155	0.143	1.046	0.295
ROA → DPR	0.568	0.569	0.231	3.056	0.014
ROA → Return	0.207	0.219	0.18	1.632	0.249

Sumber: Data diolah di SmartPLS oleh Penulis, 2025

Hasil pengujian *bootstrapping* menunjukkan bahwa sebagian besar hubungan antarvariabel dalam model penelitian ini tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, yang ditunjukkan oleh nilai *t-statistic* di bawah 1,96 dan *p-value* di atas 0,05. *Current Ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (koefisien -0,096;  $t = 0,419$ ;  $p = 0,675$ ) maupun terhadap return saham (koefisien -0,021;  $t = 0,090$ ;  $p = 0,928$ ). Demikian pula, *Debt to Equity Ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (koefisien 0,191;  $t = 1,335$ ;  $p = 0,182$ ) maupun return saham (koefisien 0,011;  $t = 0,097$ ;  $p = 0,922$ ). *Dividend Payout Ratio* juga tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap return saham (koefisien -0,149;  $t = 1,046$ ;  $p = 0,295$ ), sehingga perannya sebagai variabel mediasi tidak terbukti.

Berbeda dengan variabel lainnya, *Return on Assets* terbukti berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (koefisien 0,568;  $t = 3,056$ ;  $p = 0,014$ ), meskipun pengaruhnya terhadap return saham masih belum signifikan (koefisien 0,207;  $t = 1,632$ ;  $p = 0,249$ ). Secara keseluruhan, temuan ini menegaskan bahwa hanya profitabilitas yang memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sementara return saham perusahaan BUMN Holding selama periode 2020–2024 lebih banyak dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian.

## Pembahasan

### Pengaruh Struktur Modal Terhadap Return Saham pada BUMN Holding di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2020-2024

Berdasarkan hasil analisis koefisien jalur, struktur modal yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (*DER*) menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,011 dengan *p-value* sebesar 0,922 ( $> 0,05$ ). Temuan ini mengindikasikan bahwa struktur modal tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap return saham perusahaan BUMN Holding selama periode penelitian. Secara empiris, perubahan tingkat *leverage* perusahaan belum mampu menjelaskan variasi return saham yang diperoleh investor.

Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Silver, Setyorini, dan Pratiwi (2023) serta Reswari dan Hasnawati (2023) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham di berbagai sektor. Namun demikian, hasil penelitian ini berbeda dengan temuan Tristiawan, Aslindar, dan Setiawati (2023), Riskiyani dan Dewi (2023), serta Nguyen, Hai, dan Nguyen (2021) yang menemukan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap return saham, khususnya pada sektor industri, perbankan, dan pasar negara berkembang lainnya. Perbedaan hasil ini dapat disebabkan oleh karakteristik khusus perusahaan BUMN Holding yang memiliki dukungan pemerintah serta tujuan non-profit maksimal, sehingga risiko *leverage* tidak sepenuhnya tercermin dalam pergerakan harga saham.

### Pengaruh Profitabilitas Terhadap Return Saham pada BUMN Holding di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2020-2024

Hasil analisis *path coefficient* menunjukkan bahwa *Return on Assets* (*ROA*) memiliki nilai koefisien sebesar 0,207 dengan *p-value* sebesar 0,249 ( $> 0,05$ ). Hal ini menunjukkan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham perusahaan BUMN Holding selama periode penelitian. Secara statistik, kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimiliki belum menjadi faktor utama yang memengaruhi keputusan investor dalam memperoleh return saham.



Temuan ini sejalan dengan penelitian Tristiawan, Aslindar, dan Setiawati (2023) yang menyimpulkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham. Namun, hasil penelitian ini bertentangan dengan temuan Silver, Setyorini, dan Pratiwi (2023) serta Reswari dan Hasnawati (2023) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Ketidakkonsistenan ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan BUMN Holding, laba yang dihasilkan belum tentu diterjemahkan pasar sebagai sinyal positif bagi peningkatan return saham.

### **Pengaruh Likuiditas Terhadap Return Saham pada BUMN Holding di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2020-2024**

Berdasarkan hasil analisis koefisien jalur, *Current Ratio (CR)* menunjukkan nilai koefisien sebesar  $-0,021$  dengan p-value sebesar  $0,928 (> 0,05)$ . Temuan ini menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham perusahaan BUMN Holding selama periode penelitian. Dengan kata lain, kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek belum mampu menjelaskan pergerakan return saham yang diterima investor.

Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Silver, Setyorini, dan Pratiwi (2023) serta Reswari dan Hasnawati (2023) yang menyatakan bahwa *Current Ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham. Namun demikian, hasil ini berbeda dengan penelitian Ramadani, Pribadi, dan Anshari (2025) serta Lam, Tam, dan Dong (2019) yang menemukan bahwa likuiditas berpengaruh signifikan terhadap return saham. Perbedaan ini menunjukkan bahwa pada perusahaan BUMN Holding, likuiditas lebih berperan dalam menjaga stabilitas operasional dibandingkan sebagai indikator daya tarik investasi di pasar modal.

### **Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap Return Saham pada BUMN Holding di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2020-2024**

Berdasarkan nilai koefisien determinasi, variabel *Debt to Equity Ratio*, *Return on Assets*, dan *Current Ratio* secara simultan hanya mampu menjelaskan sebesar 3,3% variasi return saham perusahaan BUMN Holding ( $R^2 = 0,033$ ), sedangkan sebesar 96,7% variasi lainnya dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar model penelitian. Selain itu, nilai *R-Square Adjusted* sebesar  $-0,077$  menunjukkan bahwa setelah mempertimbangkan jumlah variabel independen, kemampuan prediktif model menjadi sangat lemah. Hal ini mengindikasikan bahwa variabel fundamental keuangan yang digunakan dalam penelitian ini belum mampu menjelaskan pergerakan return saham secara komprehensif.

Temuan ini bertentangan dengan hasil penelitian Tristiawan, Aslindar, dan Setiawati (2023) yang menyatakan bahwa profitabilitas, likuiditas, dan struktur modal secara simultan berpengaruh signifikan terhadap return saham. Perbedaan hasil tersebut memperkuat indikasi bahwa karakteristik perusahaan BUMN Holding memiliki dinamika yang berbeda dibandingkan perusahaan non-BUMN.

### **Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap Return Saham pada BUMN Holding dengan Keputusan Dividen sebagai Variabel Intervening di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2020-2024**

Hasil pengujian indirect effect menunjukkan bahwa seluruh jalur mediasi melalui *Dividend Payout Ratio* memiliki pengaruh yang lemah. Pengaruh tidak langsung *Current Ratio* terhadap return saham sebesar  $0,014$ , *Debt to Equity Ratio* sebesar  $-0,028$ , dan *Return on Assets* sebesar  $-0,085$ . Meskipun terdapat perbedaan arah pengaruh, besarnya koefisien tersebut relatif kecil sehingga *Dividend Payout Ratio* belum mampu berperan secara efektif sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara variabel keuangan dan return saham perusahaan BUMN Holding.

Kondisi ini mencerminkan bahwa penentuan kebijakan dividen pada perusahaan BUMN Holding lebih dipengaruhi oleh faktor non-pasar dan kebijakan pemerintah dibandingkan mekanisme pasar modal. Hasil penelitian ini berbeda dengan temuan Handayani

dan Suryani (2021) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen mampu memediasi pengaruh profitabilitas dan variabel keuangan lainnya terhadap return saham.

## KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa secara parsial maupun simultan *Debt to Equity Ratio*, *Return on Assets*, dan *Current Ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham perusahaan BUMN Holding selama periode 2020–2024. Selain itu, *Dividend Payout Ratio* juga tidak terbukti mampu memediasi hubungan antara variabel struktur modal, profitabilitas, dan likuiditas terhadap return saham. Temuan ini menunjukkan bahwa pergerakan return saham perusahaan BUMN Holding lebih banyak dipengaruhi oleh faktor eksternal di luar kinerja fundamental perusahaan, seperti kondisi makroekonomi, sentimen pasar, serta kebijakan pemerintah. Dengan demikian, rasio keuangan dan kebijakan dividen belum menjadi pertimbangan utama bagi investor dalam menentukan potensi return saham perusahaan BUMN Holding.

Berdasarkan temuan tersebut, manajemen perusahaan BUMN Holding disarankan untuk tetap menjaga struktur modal, tingkat profitabilitas, dan likuiditas pada kondisi yang sehat guna mendukung keberlanjutan usaha dan penciptaan nilai jangka panjang, serta memperkuat sinergi antarentitas dalam kerangka holdingisasi. Bagi investor, pengambilan keputusan investasi pada saham BUMN Holding sebaiknya tidak hanya didasarkan pada analisis rasio keuangan, tetapi juga mempertimbangkan faktor makroekonomi dan kebijakan pemerintah yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Sementara itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk menambahkan variabel lain, memperluas objek serta periode penelitian, dan menggunakan metode analisis alternatif agar diperoleh hasil yang lebih komprehensif.

## REFERENSI

- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2020). *Financial Management: Theory and Practice*. Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management*. Cengage Learning.
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2021). *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*. California: SAGE Publications, Inc.
- Dewi, I., & Albeta, F. R. (2025). Pengaruh Profitabilitas dan Struktur Modal Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Sektor Infrastruktur di Bursa Efek Indonesia (Periode 2021-2023). *Jurnal Publikasi Ekonomi dan Akuntansi (JUPEA)*, 263-273.
- El-Masry, E., Salah, A., & Abdel-Karim, O. (2024). The Impact of Capital Structure on Stock Returns: Evidence from Egyptian Stock Exchange. *Open Access Library Journal (OALibJ)*, 1-16.
- Firmansyah, A., & Lesmana, I. S. (2021). Pengaruh Current Ratio (CR) dan Debt To Equity Ratio (DER) terhadap Return on Asset (ROA) pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Valuasi*, 469-478.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 25 (9th ed.)*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2021). *Principles of Managerial Finance*. Boston: Pearson Education.
- Hair Jr, J. F., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Black, W. C. (2019). *Multivariate Data Analysis*. Harlow: Pearson Education.
- Hanaf, M. (2014). *Manajemen Keuangan Edisi 1*. Yogyakarta: BPFE.
- Hayes, A. F. (2022). *Introduction to Mediation, Moderation, and Conditional Process Analysis: A Regression-Based Approach*. New York: The Guilford Press.

- Henseler, J., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2014). A new criterion for assessing discriminant validity in variance-based structural equation modeling. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 115-135.
- Hertina, D., Bayu H, M. H., & Deningtyas, F. (2021). Kinerja Perusahaan Pengaruh Dari Struktur Modal, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan. *Journal of Management: Small and Medium Enterprises (SMEs)*, 77-86.
- Hertina, D., Hidayat, M. B., Deningtyas, F., & Saudi, M. H. (2021). The Effect of Return On Assets, Debt To Equity Ratio And Price Earning Ratio On Stock Price (Study on Property and Real Estate Sector Companies on the Indonesia Stock Exchange 2014-2018). *PalArch's Journal*, 1244-1255.
- Hertina, D., Sobari, & Sari, D. P. (2020). Stock Price Impacts Of Debt To Equity Ratio, Return On Assets, Dividend Payout Ratio And Earning Per Share At The Sector Of Trade, Service And Investment. *Palarch's Journal*, 999-1007.
- Jogiyanto, H. (2022). *Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: ANDI.
- Kasmir. (2020). *Analisis Laporan Keuangan*. RajaGrafindo.
- Lam, K. S., Tam, L. H., & Dong, L. (2019). Liquidity and Stock Returns: Evidence from the Chinese Stock Market. *China Accounting and Finance Review*, 1-42.
- Nguyen, C. T., Hai, P. T., & Nguyen, H. K. (2021). Stock Market Returns and Liquidity during the COVID-19 outbreak: Evidence from the Financial Services Sector in Vietnam. *Asian Journal of Economics and Banking*, 324-342.
- Ramadani, N., Pribadi, M. I., & Anshari, R. (2025). Pengaruh Likuiditas dan Leverage Terhadap Return Saham Pada Sektor Energi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019–2023. *Jurnal Manajemen, Akuntansi, Ekonomi (JMAE)*, 480-497.
- Reswari, S. N., & Hasnawati, S. (2023). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham Perusahaan Industri Batubara. *Jurnal Syntax Transformation (Vol. 4 No. 3, March 2023)*, 1-15.
- Riskiyan, D. N., & Dewi, E. K. (2023). Pengaruh Struktur Modal, Inflasi, Nilai Tukar Terhadap Return Saham Perusahaan Perbankan di BEI Tahun 2017–2021. *Jurnal Akuntansi Bareleng — LPPM Universitas Putera Batam*, 19-35.
- Saham, D. R. (2025, July 30). *Daily Rekom Saham*. Diambil kembali dari Daily Rekom Saham: <https://www.instagram.com/p/DMt30VQyNob/>
- Sari, A. N. (2022, Agustus 31). *Artikel DJKN*. Diambil kembali dari DJKN: <https://www.djkn.kemenkeu.go.id/artikel/baca/15317/Mengenal-Holding-BUMN-Sektoral-di-Indonesia.html>
- Sartono, A. (2020). *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi (Edisi 4)*. Yogyakarta: BPFE.
- Sartono, S., & Ratnawati, T. (2020). Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal. *Jurnal Ilmu Ekonomi dan Manajemen*, 35-44.
- Silver, Y., Setyorini, C. T., & Pratiwi, U. (2023). The Effect of Profitability, Liquidity, and Capital Structure toward Stock Returns. *Journal of Contemporary Accounting*, 37-46.
- Taherinia, M., Matin, M., Valipour, J., Abdolahi, K., & Shouryabi, P. (2024). Capital Structure Adjustment Speed and Expected Returns: Examination of Information Asymmetry as a Moderating Role. *Journal of Propulsion Technology*.
- Tebe, D. (2025, April 26). *Humaniora*. Diambil kembali dari Media Indonesia: <https://mediaindonesia.com/humaniora/764684/komponen-penting-dalam-struktur-modal-usaha>
- Tristiawan, F., Aslindar, D. A., & Setiawati, E. (2023). Pengaruh Struktur Modal, Likuiditas, Profitabilitas, Earning Per Share Dan Nilai Pasar Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Food And Beverage Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017 – 2021. *Economic Insights*, 67-83.
- Utami, D., Melvani, F. N., & Hanifa, R. (2023). Struktur Modal Terhadap Return Saham Perusahaan Sektor Industri di Indonesia. *Jurnal EKOBIS: Kajian Ekonomi dan Bisnis*, 23-30.