



Analisis Pengaruh Dividend Payout Ratio, Leverage, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Konteks Pasca Pandemi di Sektor Manufaktur

Bima Erlangga

Universitas Negeri Jakarta

Agung Dharmawan Buchdadi

Universitas Negeri Jakarta

Puji Yuniarti

Universitas Negeri Jakarta

Alamat: Jl. Rawamangun Muka, RT.11/RW.14, Rawamangun, Pulo Gadung, Kota Jakarta

Timur, DKI Jakarta

Korespondensi penulis: erlanggabima21@gmail.com

Abstrak. *This study analyzes the effect of Dividend Payout Ratio (DPR), leverage, and firm growth on firm value in the Indonesian manufacturing sector within the post-COVID-19 context. Firm value is measured using Tobin's Q and Price to Book Value (PBV), based on secondary data from financial statements of companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2020–2023 period. The analysis methods employed are panel data regression and multiple linear regression. The results show that DPR has no significant effect and tends to be negative in the medium term. Leverage has a significantly positive effect during the post-pandemic period, while firm growth is only significant during the pandemic and combined periods, but becomes insignificant in the post-pandemic period. Simultaneously, all three variables significantly explain firm value variation. These findings reinforce signaling theory, pecking order theory, and firm growth theory, offering implications for managers, investors, and policymakers in formulating financial strategies during the recovery phase.*

Keywords: *Dividend Payout Ratio; leverage; company growth; company value; post-pandemic; Tobin's Q; PBV.*

Abstrak. Penelitian ini menganalisis pengaruh Dividend Payout Ratio (DPR), leverage, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan di sektor manufaktur Indonesia dalam konteks pasca pandemi COVID-19. Nilai perusahaan diukur menggunakan Tobin's Q dan Price to Book Value (PBV), dengan data sekunder dari laporan keuangan perusahaan periode 2020–2023. Metode analisis yang digunakan adalah regresi data panel dan regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa DPR tidak memiliki pengaruh signifikan dan cenderung negatif dalam jangka menengah. Leverage berpengaruh positif signifikan pada periode pasca pandemi, sementara pertumbuhan perusahaan hanya berpengaruh signifikan selama pandemi dan periode gabungan, namun tidak signifikan pada periode pasca pandemi. Secara simultan, ketiga variabel signifikan dalam menjelaskan nilai perusahaan. Temuan ini memperkuat teori signaling, pecking order, dan pertumbuhan perusahaan serta memberikan implikasi bagi manajemen, investor, dan pembuat kebijakan dalam menyusun strategi keuangan pada masa pemulihan.

Kata Kunci: Dividend Payout Ratio, leverage, pertumbuhan perusahaan, nilai perusahaan, pasca pandemi, Tobin's Q, PBV.

PENDAHULUAN

Ketidakpastian ekonomi global yang dipicu oleh pandemi COVID-19, fluktuasi harga komoditas, dan ketegangan geopolitik seperti konflik Rusia–Ukraina telah menciptakan tekanan multidimensional terhadap aktivitas bisnis dan perilaku investor (Bossman, Gubareva, &

Received Mei 01, 2025; Revised Mei 25 2025; Mei 30, 2025

* Bima Erlangga, erlanggabima21@gmail.com

Teplova, 2023). Dalam konteks ini, sektor manufaktur di Indonesia menjadi salah satu sektor yang paling terdampak, mengingat ketergantungannya pada rantai pasok global dan kebutuhan pembiayaan jangka panjang (Bossman, Sun, et al., 2023).

Meskipun demikian, sektor manufaktur tetap menunjukkan kontribusi yang substansial terhadap perekonomian nasional. Pada tahun 2024, kontribusinya terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) mencapai 18,98% (Amila, 2025), sementara nilai tambah industri pengolahan (MVA) meningkat signifikan menjadi USD 255,96 miliar (Owo, 2025). Selain itu, sektor ini menyumbang lebih dari 74% total ekspor nasional (Maria, 2025). Fakta-fakta ini menegaskan pentingnya memahami dinamika nilai perusahaan manufaktur, terutama dalam fase pemulihan ekonomi pasca pandemi.

Nilai perusahaan merupakan refleksi dari persepsi pasar terhadap prospek dan kinerja jangka panjang perusahaan (Graham, Harvey, & Rajgopal, 2005). Namun, nilai ini tidak hanya dipengaruhi oleh kinerja keuangan internal, melainkan juga oleh ekspektasi investor terhadap konteks makroekonomi dan sektoral. Oleh karena itu, pendekatan kontekstual menjadi krusial dalam menilai determinan nilai perusahaan, termasuk di antaranya Dividend Payout Ratio (DPR), leverage, dan pertumbuhan perusahaan. Ketiga variabel ini secara luas dibahas dalam literatur sebagai representasi kebijakan strategis manajemen (Njoku & Lee, 2024; Zhang & Zhu, 2021; Penrose, 1959).

Penelitian sebelumnya telah menunjukkan hasil yang beragam terkait pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap nilai perusahaan. Sebagai contoh, Bondan & Pristina (2025) menemukan bahwa pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap Price to Book Value (PBV), sedangkan Njoku & Lee (2024) mencatat pengaruh positif DPR pada perusahaan dengan struktur kepemilikan kompleks. Namun, masih terbatas studi yang menguji ketiga variabel ini secara simultan dalam konteks sektor manufaktur Indonesia pada periode transisi pasca pandemi.

Dengan mempertimbangkan pentingnya konteks sektoral dan dinamika pemulihan ekonomi, penelitian ini bertujuan untuk mengkaji pengaruh DPR, leverage, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan Tobin's Q dan PBV pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 2020–2023. Penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur keuangan korporat serta memberikan implikasi praktis bagi manajer keuangan, investor, dan pembuat kebijakan.

KAJIAN TEORI

Dalam mengkaji pengaruh kebijakan keuangan terhadap nilai perusahaan, penelitian ini mengacu pada tiga teori utama, yaitu Teori Signaling, Pecking Order Theory, dan Teori Pertumbuhan Perusahaan. Ketiganya digunakan untuk menjelaskan bagaimana keputusan internal perusahaan berinteraksi dengan ekspektasi pasar dalam membentuk nilai perusahaan, terutama dalam konteks ketidakpastian ekonomi pasca pandemi.

Teori Sinyal

Teori sinyal yang dikemukakan oleh Spence (1973) menyatakan bahwa dalam situasi asimetri informasi, pihak yang memiliki informasi lebih dapat mengirimkan sinyal kepada pasar untuk mempengaruhi persepsi pihak lain. Dalam konteks keuangan perusahaan, kebijakan pembagian dividen merupakan salah satu bentuk sinyal yang dikirimkan manajemen kepada

investor untuk menunjukkan prospek laba dan kestabilan keuangan perusahaan (Connelly et al., 2024). Dividen yang stabil atau meningkat dapat diasosiasikan sebagai sinyal kepercayaan terhadap arus kas masa depan, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan nilai pasar perusahaan.

Teori Pecking Order

Pecking Order Theory dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984) sebagai kritik terhadap teori struktur modal tradisional. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan memiliki preferensi berurutan dalam memilih sumber pembiayaan, dimulai dari pendanaan internal (laba ditahan), kemudian utang, dan terakhir ekuitas eksternal. Preferensi ini muncul karena adanya asimetri informasi antara manajemen dan investor, di mana penerbitan saham baru dapat ditafsirkan sebagai sinyal negatif. Dalam praktiknya, struktur leverage yang tinggi dapat menimbulkan persepsi negatif terhadap nilai perusahaan, terutama bila pasar menilai bahwa perusahaan kekurangan pendanaan internal (Zhang & Zhu, 2021).

Teori Pertumbuhan Perusahaan

Teori pertumbuhan perusahaan yang dikemukakan oleh Penrose (1959) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti permintaan pasar, tetapi juga oleh pemanfaatan sumber daya internal yang efisien, termasuk pengetahuan manajerial dan kapabilitas organisasi. Pertumbuhan yang berkelanjutan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan keunggulan bersaing dan menambah nilai bagi pemegang saham. Dalam konteks pasar modal, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi sering kali dipersepsikan memiliki prospek yang menjanjikan dan mendapatkan valuasi yang lebih tinggi (Bondan & Pristina, 2025).

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan indikator penting yang mencerminkan persepsi pasar terhadap kinerja dan prospek suatu entitas bisnis. Nilai ini umumnya diukur melalui rasio pasar seperti Tobin's Q dan Price to Book Value (PBV). Rasio Tobin's Q menggambarkan perbandingan antara nilai pasar perusahaan dengan biaya penggantian asetnya, di mana nilai >1 menunjukkan optimisme pasar terhadap potensi pertumbuhan dan efisiensi aset perusahaan (Fitriyani, 2023). Sementara itu, PBV membandingkan harga pasar saham terhadap nilai buku per saham, yang merefleksikan tingkat kepercayaan investor terhadap ekuitas perusahaan (Putri & Indraswari, 2024). Kedua proksi ini memungkinkan analisis yang lebih menyeluruh atas penilaian investor terhadap kinerja jangka panjang perusahaan.

Dividend Payout Ratio

Dividend Payout Ratio (DPR) mengukur proporsi laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Dalam kerangka Signaling Theory, kebijakan pembagian dividen dipandang sebagai sinyal manajemen terhadap kestabilan keuangan dan prospek masa depan perusahaan (Connelly et al., 2024). Investor cenderung menghargai perusahaan yang membagikan dividen secara konsisten karena dianggap mencerminkan arus kas yang sehat dan manajemen yang optimis terhadap laba masa depan. Namun demikian, efektivitas sinyal ini bisa melemah pada kondisi tertentu, misalnya saat krisis, ketika investor lebih memperhatikan likuiditas dan kelangsungan usaha daripada distribusi laba (Njoku & Lee, 2024).

Leverage

Leverage merujuk pada penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Rasio umum yang digunakan adalah Debt to Equity Ratio (DER). Menurut Pecking Order Theory (Myers & Majluf, 1984), perusahaan lebih menyukai pembiayaan internal daripada utang atau penerbitan saham, karena penerbitan saham baru dapat memunculkan sinyal negatif akibat asimetri informasi. Leverage yang tinggi tidak selalu diartikan sebagai kekuatan finansial, tetapi bisa menjadi indikasi keterbatasan dana internal, yang berdampak negatif pada nilai perusahaan (Zhang & Zhu, 2021). Namun, dalam konteks pemulihan ekonomi, leverage dapat dihargai pasar jika digunakan untuk aktivitas produktif yang meningkatkan kinerja perusahaan.

Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memperluas skala usaha, meningkatkan pendapatan, dan memperkuat posisi pasar. Dalam perspektif Teori Pertumbuhan Penrose (1959), pertumbuhan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor eksternal, tetapi juga bergantung pada efisiensi pemanfaatan sumber daya internal, termasuk kapabilitas manajerial dan struktur organisasi. Pertumbuhan yang berkualitas akan meningkatkan ekspektasi investor terhadap laba masa depan dan berdampak positif pada nilai perusahaan (Bondan & Pristina, 2025). Namun, dalam kondisi pasca krisis, investor menjadi lebih selektif dalam menilai pertumbuhan, dan hanya menghargai ekspansi yang menghasilkan nilai tambah nyata.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Penelitian ini didasarkan pada tiga kerangka teori utama: Teori Signaling, Pecking Order Theory, dan Teori Pertumbuhan Perusahaan, yang membentuk dasar konseptual dalam menjelaskan pengaruh Dividend Payout Ratio (DPR), leverage, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Pertama, Teori Signaling (Spence, 1973; Connelly et al., 2024) menjelaskan bahwa kebijakan pembagian dividen berfungsi sebagai sinyal yang dikirimkan manajemen kepada investor mengenai prospek dan kestabilan keuangan perusahaan. DPR yang tinggi dapat meningkatkan persepsi positif investor terhadap prospek laba masa depan, yang kemudian tercermin dalam peningkatan nilai pasar perusahaan.

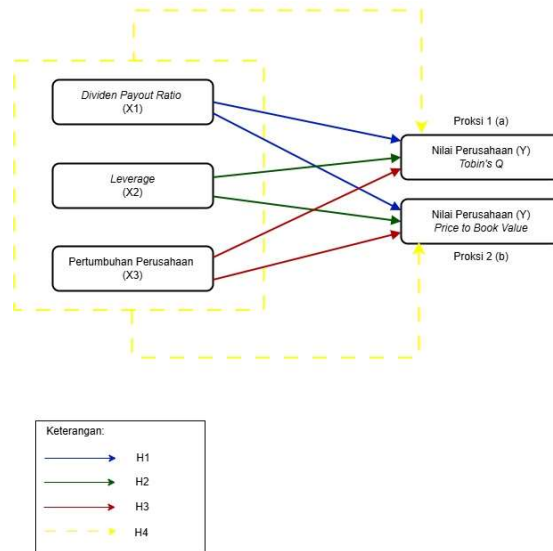
Kedua, Pecking Order Theory (Myers & Majluf, 1984) menyatakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan pembiayaan internal terlebih dahulu, baru kemudian beralih ke utang jika dana internal tidak mencukupi. Leverage yang tinggi bisa dipersepsikan negatif oleh pasar karena mengindikasikan keterbatasan pendanaan internal. Namun, dalam kondisi tertentu, utang juga dapat berperan sebagai alat strategis untuk mendorong ekspansi dan efisiensi.

Ketiga, menurut Teori Pertumbuhan Perusahaan (Penrose, 1959), nilai perusahaan dapat meningkat apabila entitas menunjukkan kemampuan dalam mengembangkan aset dan kapasitas operasional secara berkelanjutan. Pertumbuhan yang konsisten dianggap sebagai indikator positif atas keunggulan daya saing dan efektivitas manajerial.

Berdasarkan landasan teoritis dan hasil studi terdahulu, maka dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

- H1: Dividend Payout Ratio berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
- H2: Leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

- H3: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
- H4: Dividend Payout Ratio, leverage, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.



Gambar 1. Kerangka Teori

Sumber: diolah oleh Penulis, 2025

Ketiga hipotesis ini kemudian diuji secara simultan untuk melihat pengaruh kolektif kebijakan keuangan terhadap pembentukan nilai perusahaan dalam konteks pasca pandemi.

METODE PENELITIAN

Metode penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif eksplanatori yang bertujuan untuk menguji pengaruh Dividend Payout Ratio (DPR), leverage, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan pada sektor manufaktur di Indonesia dalam konteks pasca pandemi. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain data panel dan data cross-section untuk periode 2020–2023. Sampel penelitian terdiri dari 51 perusahaan manufaktur yang dipilih melalui teknik purposive sampling berdasarkan kriteria: tidak delisting selama periode observasi, memiliki laporan keuangan lengkap, dan aktif membagikan dividen. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan perusahaan, laporan keuangan, serta situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI), Bloomberg, dan Yahoo Finance. Teknik pengumpulan data dilakukan melalui dokumentasi dan pencatatan data historis keuangan perusahaan. Analisis data dilakukan menggunakan regresi data panel untuk periode pandemi dan gabungan, serta regresi linier berganda untuk periode pasca pandemi, dengan bantuan perangkat lunak RStudio. Pemilihan model panel dilakukan melalui uji Chow, Hausman, dan Lagrange Multiplier, serta koreksi terhadap pelanggaran asumsi dilakukan menggunakan Driscoll–Kraay standard errors, sementara transformasi logaritmik digunakan untuk memenuhi asumsi normalitas residual.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil statistik deskriptif dari seluruh periode dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 1. Statistik Deskriptif Periode Gabungan

Variabel	Mean	Median	Std Dev	Min	Max
DPR	0,421	0,318	0,660	-5,346	3,462
Leverage	0,725	0,518	0,677	0,034	3,928
Growth	0,080	0,051	0,202	-0,154	1,959
TobinsQ	1,841	1,179	1,787	0,144	14,415
PBV	2,877	1,295	6,275	0,013	56,792

Sumber: diolah oleh penulis, 2025

Tabel ini menunjukkan bahwa secara umum, variabel-variabel dalam model memiliki nilai rata-rata yang stabil. DPR memiliki distribusi yang cukup lebar, menandakan adanya perusahaan dengan kebijakan dividen yang sangat bervariasi. Leverage dan growth juga menunjukkan penyebaran data yang moderat, sedangkan Tobin's Q dan PBV menunjukkan adanya perusahaan dengan valuasi sangat tinggi (outlier).

Sebelum melakukan estimasi regresi data panel, langkah awal yang penting adalah menentukan model estimasi yang paling tepat untuk digunakan. Dalam konteks data panel, terdapat tiga pendekatan utama yang dapat dipertimbangkan, yaitu pooled ordinary least squares (pooled OLS), fixed effect (FE), dan random effect (RE). Untuk memilih model yang paling sesuai, dilakukan serangkaian uji statistik seperti uji Lagrange Multiplier (LM) untuk membandingkan model pooled OLS dan random effect, serta uji Hausman untuk menentukan apakah model FE atau RE lebih konsisten dalam menjelaskan hubungan antar variabel.

Tabel 2. Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Data Panel

Periode	Proksi	Uji Pemilihan Model	P-Value	Model Terpilih
Pandemi	Tobin's Q	Uji Chow	0,0000	Fixed Effect
		Uji Hausman	0,1552	Random Effect
		Uji Lagrange Multiplier	0,0000	Random Effect
	PBV	Uji Chow	0,0000	Fixed Effect
		Uji Hausman	0,0043	Fixed Effect
		Uji Lagrange Multiplier	0,0000	Random Effect
Gabungan	Tobin's Q	Uji Chow	0,0000	Fixed Effect
		Uji Hausman	0,1435	Random Effect
		Uji Lagrange Multiplier	0,0000	Random Effect
	PBV	Uji Chow	0,0000	Fixed Effect
		Uji Hausman	0,0000	Fixed Effect
		Uji Lagrange Multiplier	0,0000	Random Effect

Sumber: diolah oleh penulis, 2025

Uji normalitas dilakukan terhadap residual model regresi pasca-pandemi menggunakan Shapiro-Wilk test. Berikut hasil uji normalitasnya:

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas

Model	W-Statistic	p-value	Kesimpulan
Tobin's Q	0,8323	0,0000	Tidak normal ($p < 0,05$)

Model	W-Statistic	p-value	Kesimpulan
PBV	0,7941	0,0000	Tidak normal ($p < 0,05$)

Sumber: Diolah oleh Penulis, 2025

Hasil menunjukkan bahwa nilai p-value untuk model Tobin's Q adalah 0,0000 dan untuk model PBV sebesar 0,0000, yang keduanya lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa residual model tidak terdistribusi normal, sehingga asumsi klasik normalitas tidak terpenuhi. Untuk meningkatkan validitas model regresi dan mengatasi pelanggaran asumsi klasik, seluruh variabel penelitian ditransformasi menggunakan logaritma natural. Transformasi ini dilakukan untuk mengurangi skewness, meminimalkan pengaruh outlier, dan menstabilkan variansi residual. Sesuai dengan Gujarati dan Porter (2009), pendekatan ini umum digunakan dalam analisis ekonomi untuk mengatasi distribusi yang tidak normal dan heteroskedastisitas, karena logaritma mampu mengompres nilai ekstrem dan memperbaiki linearitas hubungan antar variabel.

Setelah dilakukan transformasi logaritma natural terhadap variabel-variabel penelitian, uji normalitas residual menggunakan Shapiro-Wilk test dilakukan untuk memastikan terpenuhinya asumsi normalitas residual pada regresi linier. Berikut hasil uji normalitas setelah dilakukan transformasi :

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas Setelah Transformasi

Model	W-Statistic	p-value	Kesimpulan
Tobin's Q	0,9498	0,0309	Tidak normal ($p < 0,05$)
PBV	0,9786	0,482	normal ($p > 0,05$)

Sumber: Diolah oleh Penulis, 2025

Hasil uji menunjukkan bahwa untuk model PBV, nilai p-value sebesar 0,482 ($>0,05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa residual terdistribusi normal. Sementara itu, untuk model Tobin's Q, nilai p-value sebesar 0,0309, yang berada mendekati ambang batas signifikansi 0,05, menunjukkan bahwa distribusi residual secara marginal tidak normal.

Meskipun hasil uji Shapiro-Wilk menunjukkan bahwa residual model regresi Tobin's Q tidak sepenuhnya berdistribusi normal ($p = 0,0309$), nilai W yang mendekati 1 serta jumlah observasi yang relatif besar memungkinkan penggunaan Central Limit Theorem. Oleh karena itu, inferensi tetap dapat dilakukan dengan keandalan yang dapat diterima (Gujarati & Porter, 2009). Hal ini sejalan dengan pandangan Field (2013) yang menyatakan bahwa uji normalitas menjadi kurang relevan secara praktis dalam regresi jika jumlah observasi mencukupi dan tidak terdapat heteroskedastisitas atau autokorelasi yang signifikan (Field, 2013). Dengan demikian, berdasarkan keseluruhan evaluasi, model regresi yang digunakan setelah transformasi logaritmik tetap dapat diterima dan memenuhi sebagian besar asumsi klasik, khususnya setelah terbukti lolos uji multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

Uji Multikolinearitas

Untuk memastikan tidak terjadi pelanggaran asumsi klasik multikolinearitas, dilakukan pengujian menggunakan Variance Inflation Factor (VIF). Hasil pengujian menunjukkan bahwa

nilai VIF untuk seluruh variabel bebas (DPR, leverage, dan growth) berada di bawah angka 2, baik pada model Tobin's Q maupun PBV dalam periode pandemi. Berikut ringkasan hasil VIF untuk masing-masing model:

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Pandemi	Pasca Pandemi	Gabungan
DPR	1,014	1,3675	1,023
Leverage	1,010	1,0115	1,008
Growth	1,019	1,3802	1,028

Sumber: Diolah oleh Penulis, 2025

Nilai VIF seluruh variabel berada jauh di bawah batas kritis 10, sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas dalam model. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen memberikan informasi yang unik dan koefisien regresi bebas dari distorsi korelasi internal. Sesuai dengan Gujarati & Porter (2009), VIF di bawah 10 menandakan terpenuhinya asumsi bebas multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk mengevaluasi apakah terdapat ketidakkonsistenan varians residual dalam model regresi, yang dapat menyebabkan estimasi varians koefisien menjadi bias. Pengujian dilakukan menggunakan studentized Breusch-Pagan test, yang umum digunakan untuk mendeteksi keberadaan heteroskedastisitas dalam regresi linier dan data panel.

Tabel 6. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Periode	Proksi	Nilai BP	p-value	Kesimpulan
Pandemi	Tobin's Q	30,591	0,0000	Heteroskedastisitas terdeteksi
Pandemi	PBV	48,991	0,0000	Heteroskedastisitas terdeteksi
Pasca Pandemi	Tobin's Q	1,873	0,5991	Tidak ada heteroskedastisitas
Pasca Pandemi	PBV	2,421	0,4897	Tidak ada heteroskedastisitas
Gabungan	Tobin's Q	37,282	0,0000	Heteroskedastisitas terdeteksi
Gabungan	PBV	65,948	0,0000	Heteroskedastisitas terdeteksi

Sumber: Diolah oleh Penulis, 2025

Uji heteroskedastisitas dilakukan menggunakan Breusch-Pagan Test untuk mengidentifikasi apakah varians residual bersifat konstan. Hasil menunjukkan bahwa pada

periode pandemi dan gabungan, baik proksi Tobin's Q maupun PBV mengalami heteroskedastisitas, ditunjukkan oleh nilai $p < 0,05$. Sebaliknya, pada periode pasca pandemi, kedua model tidak menunjukkan gejala heteroskedastisitas ($p > 0,05$). Oleh karena itu, untuk periode yang terdeteksi heteroskedastisitas, koreksi dilakukan menggunakan metode Driscoll–Kraay standard errors agar hasil regresi tetap valid dan robust secara statistik.

Uji Regresi

Pada periode pandemi, peneliti memutuskan untuk menggunakan model random effect untuk uji utama dengan proksi Tobin's Q lalu dilakukan uji penguatan dengan metode Driscoll–Kraay standard errors dengan proksi PBV dalam regresi data panel sebagai bentuk penyesuaian terhadap pelanggaran asumsi klasik, khususnya heteroskedastisitas, yang telah teridentifikasi secara signifikan melalui uji Breusch-Pagan. Berikut adalah hasil uji regresi yang diperoleh:

Tabel 7. Hasil Uji Regresi & Robustness Periode Pandemi

Variables	RE	Robust
DPR	0,6393 (0,0439)	0,8624 (-0,00545)
Leverage	0,3491 (-0,2362)	0,0907 (-1,1142)
Growth	0,1199 (0,3740)	0,0000 *** (0,5914)
Number of Firms	51	51
Number of Observation	153	204
Adjusted R2	0,3292	0,9400
Year	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
	0 ‘****’ 0.001 ‘***’ 0.01 ‘**’ 0.05 ‘.’ 0.1	
*	‘ ’ 1	

Sumber: Diolah oleh Penulis, 2025

Pada periode pandemi (2020–2022), regresi panel dengan model random effect menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen baik Dividend Payout Ratio (DPR), leverage, maupun pertumbuhan perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan Tobin's Q. Namun, ketika diuji menggunakan model fixed effect dengan proksi PBV dan koreksi Driscoll–Kraay standard errors, ditemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap PBV ($p < 0,001$). Sementara itu, DPR dan leverage tetap tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa selama masa krisis, investor lebih menghargai prospek pertumbuhan perusahaan sebagai sinyal ketahanan dan potensi ekspansi, dibandingkan kebijakan dividen atau struktur pembiayaan.

Pada periode pasca pandemi, analisis regresi linier berganda dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel Dividend Payout Ratio (DPR), leverage, dan pertumbuhan perusahaan terhadap Tobin's Q dan dilakukan penguatan model dengan proksi Price to Book Value (PBV). Hasil analisis sebagai berikut:

Tabel 8. Hasil Uji Regresi Periode Pasca Pandemi

Variabel	Tobin's Q	PBV
(Intercept)	0,8422 (0,1277)	0,3078 (0,7387)
DPR	0,5151 (0,3385)	0,3487 (0,6406)
Leverage	0,0498* (0,2173)	0,0391* (0,3292)
Growth	0,9335 (-0,1719)	0,7790 (-0,8313)

Sumber: Diolah oleh Penulis, 2025

Pada periode pasca pandemi (tahun 2023), hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa leverage merupakan satu-satunya variabel yang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, baik dengan proksi Tobin's Q ($p = 0,0498$) maupun PBV ($p = 0,0391$). Sementara itu, Dividend Payout Ratio (DPR) dan pertumbuhan perusahaan tidak menunjukkan pengaruh signifikan pada kedua model. Hasil ini mengindikasikan bahwa dalam masa pemulihan ekonomi, pasar menghargai penggunaan utang yang produktif sebagai upaya strategis untuk mendukung ekspansi dan efisiensi perusahaan, sementara distribusi dividen dan pertumbuhan aset belum dianggap sebagai sinyal kuat dalam membentuk persepsi nilai perusahaan.

Pada periode gabungan, peneliti memutuskan untuk menggunakan model random effect untuk uji utama dengan proksi Tobin's Q lalu dilakukan uji penguatan dengan metode Driscoll-Kraay standard errors dengan proksi PBV dalam regresi data panel sebagai bentuk penyesuaian terhadap pelanggaran asumsi klasik, khususnya heteroskedastisitas, yang telah teridentifikasi secara signifikan melalui uji Breusch-Pagan. Berikut adalah hasil uji regresi yang diperoleh:

Tabel 9. Hasil Uji Regresi & Robustness Periode Gabungan

Variables	RE	Robust
DPR	0,5667 (-0,0450)	0,1069 (-0,1647)
Leverage	0,5190 (-0,3293)	0,0701 (-1,3412)
Growth	0,0604 (0,4419)	0,0000 *** (0,7576)
Number of Firms	51	51
Number of Observation	153	204
Adjusted R2	0,2473	0,9472
Year	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
	0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’	
*	1	

Sumber: Diolah oleh Penulis, 2025

Pada periode gabungan, hasil regresi data panel dengan model random effect (untuk Tobin's Q) dan fixed effect dengan Driscoll-Kraay correction (untuk PBV) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, khususnya

pada model PBV ($p < 0,001$). Sementara itu, DPR dan leverage tidak berpengaruh signifikan secara parsial pada kedua proksi. Meski demikian, uji simultan menunjukkan bahwa ketiga variabel DPR, leverage, dan pertumbuhan secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menegaskan pentingnya pendekatan terintegrasi dalam kebijakan keuangan, di mana sinyal pasar dibentuk dari kombinasi strategi pertumbuhan, struktur modal, dan kebijakan dividen dalam konteks pemulihan ekonomi pasca pandemi.

Uji Signifikansi & Goodness of Fit

Untuk menguji apakah model regresi secara keseluruhan signifikan dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan, dilakukan uji signifikansi simultan terhadap semua koefisien regresor (DPR, leverage, dan growth) dari hasil uji F. Uji ini menilai apakah semua variabel independen secara bersama-sama memiliki kontribusi signifikan terhadap variabel dependen. Berikut adalah hasil uji simultan dari tiap periode penelitian:

Tabel 10. Hasil Uji Simultan

Periode	Chi Square	P-Value
Pandemi	92,5877	0,0000 ***
Pasca Pandemi	331,8900	0.0000 ***
Gabungan	85,7113	0.0000 ***
	0 '****' 0.001 '***' 0.01 '**' 0.05 '.' 0.1	
*	' ' 1	

Sumber: Diolah oleh Penulis, 2025

Uji signifikansi simultan menunjukkan bahwa model regresi pada seluruh periode, baik pandemi, pasca pandemi, maupun gabungan signifikan secara statistik. Hal ini ditunjukkan oleh nilai Chi-square dan p-value yang sangat kecil ($p < 0,001$), menandakan bahwa Dividend Payout Ratio, leverage, dan pertumbuhan perusahaan secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dari sisi goodness of fit, nilai R-squared tertinggi ditemukan pada model robust PBV periode gabungan (94,72%), yang menunjukkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi nilai perusahaan sangat kuat. Sementara pada model Tobin's Q, nilai adjusted R-squared berkisar antara 24% hingga 33%, mengindikasikan kemampuan moderat dalam menjelaskan hubungan antar variabel. Temuan ini memperkuat kesimpulan bahwa model telah mampu menangkap variasi nilai perusahaan secara substansial, terutama ketika mempertimbangkan efek tahun dan sektor industri.

Pengaruh Dividend Payout Ratio Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh Dividend Payout Ratio (DPR), leverage, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan bersifat kontekstual dan berbeda antar periode. DPR tidak menunjukkan pengaruh signifikan dalam semua periode, yang mengindikasikan bahwa sinyal dividen kurang efektif dalam memengaruhi persepsi pasar selama masa krisis maupun pemulihan. Temuan ini menunjukkan bahwa efektivitas dividen sebagai sinyal keuangan bergantung pada stabilitas makroekonomi dan preferensi investor.

Pengaruh Leverage Terhadap Nilai Perusahaan

Leverage tidak signifikan selama pandemi, namun menunjukkan pengaruh positif signifikan pada periode pasca pandemi. Hal ini mencerminkan pergeseran persepsi pasar, di mana penggunaan utang mulai dipandang sebagai strategi produktif dalam mendukung pemulihan dan pertumbuhan. Temuan ini mendukung kerangka Pecking Order Theory, dengan penekanan bahwa utang akan dihangai pasar apabila digunakan secara efisien.

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Sementara itu, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan selama periode pandemi dan gabungan, namun tidak signifikan pada periode pasca pandemi. Hasil ini konsisten dengan Teori Pertumbuhan Penrose, bahwa investor lebih menghargai perusahaan yang menunjukkan pertumbuhan berkelanjutan, terutama dalam masa krisis. Namun, pada masa pemulihan, investor tampak lebih selektif dan fokus pada kualitas pertumbuhan, bukan hanya pada ekspansi nominal.

Pengaruh Dividend Payout Ratio, Leverage, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Secara simultan, ketiga variabel terbukti berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menegaskan pentingnya pendekatan terintegrasi dalam kebijakan keuangan, di mana kombinasi antara struktur modal, kebijakan dividen, dan strategi pertumbuhan dinilai lebih penting dibandingkan masing-masing kebijakan secara terpisah. Dalam konteks pasca pandemi, strategi keuangan yang selaras dan adaptif menjadi kunci untuk meningkatkan kepercayaan pasar dan menciptakan nilai perusahaan yang berkelanjutan.

KESIMPULAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa pengaruh Dividend Payout Ratio (DPR), leverage, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan bersifat kontekstual dan bervariasi antar periode. DPR tidak menunjukkan pengaruh signifikan di semua periode, sementara leverage berpengaruh positif signifikan hanya pada masa pasca pandemi. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan selama masa pandemi dan periode gabungan, menandakan pentingnya strategi ekspansi di tengah ketidakpastian. Ketiga variabel secara simultan terbukti signifikan dalam menjelaskan nilai perusahaan, meskipun tidak semua berpengaruh secara parsial. Keterbatasan penelitian ini terletak pada ruang lingkup variabel yang sempit dan tidak mempertimbangkan faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi atau tata kelola perusahaan. Oleh karena itu, disarankan agar penelitian selanjutnya memasukkan variabel tambahan serta menggunakan pendekatan kualitatif atau campuran untuk memberikan pemahaman yang lebih komprehensif terhadap pembentukan nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Amellia, N., Helmi, M., & Nurpratiwi, T. (2023). Pengaruh Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Sektor Infrastruktur yang Terdaftar di BEI Periode 2017-2021. *JEMBATAN (Jurnal Ekonomi, Manajemen, Bisnis, Auditing, Dan Akuntansi)*, Vol.8, No.1, 71–80.
- Amila, N. (2025). Kontribusi Industri Manufaktur ke PDB Capai 18,98 Persen pada 2024. *Pajak.Com*.

- Bondan, H., & Pristina, U. (2025). Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Struktur Modal, dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Sektor Otomotif di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020-2023. *Gemah Ripah: Jurnal Bisnis, Volume 05, No.01*.
- Bossmann, A., Gubareva, M., & Teplova, T. (2023). Economic Policy Uncertainty, Geopolitical Risk, Market Sentiment, and Regional Stocks: Asymmetric Analyses of the EU sectors. *Eurasian Economic Review, 13*(3–4), 321–372. <https://doi.org/10.1007/s40822-023-00234-y>
- Bossmann, A., Sun, G., Asongu, S., & Adu-Asare, C. (2023). Economic Policy Uncertainty, Geopolitical Risk, Market Sentiment, and Regional Stocks: Asymmetric Analyses of the EU sectors. *Journal of Economic Structures, 12*(1), 1–24. <https://doi.org/10.1186/s40008-023-00323-5>
- Connolly, B. L., Certo, S. T., Reutzel, C. R., DesJardine, M. R., & Zhou, Y. S. (2024). Signaling Theory: State of the Theory and Its Future. *Journal of Management, 51*(1), 24–61. <https://doi.org/10.1177/01492063241268459>
- Driscoll, & Kraay. (1998). Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data. *The Review of Economics and Statistics, 80*(4), 549–560.
- Field, A. (2013). *Discovering Statistics Using IBM SPSS Statistics* (4th ed.). SAGE Publications.
- Fitriyani, E. (2023). *Pengaruh Tingkat Pengembalian Ekuitas (ROE), Rasio Lancar (CR) Dan Nilai Perusahaan (PBV) Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Sektor Transportasi Dan Logistik Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2017-2021*. Universitas Komputer Indonesia.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics, 40*(1–3), 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics*. McGraw-Hill Education.
- Hartono, P. G., Robiyanto, R., Tinungki, G. M., Frensidy, B., Raya, M. Y., & Hidarto, A. (2024). Revisiting Dividend Policy and Stock Market Reaction of Indonesian Manufacturing Enterprises amidst the COVID-19 Crisis: A Series of Robustness Checks. *Scientific Papers of the University of Pardubice, Series D: Faculty of Economics and Administration, 32*(1). <https://doi.org/10.46585/sp32011773>
- Ira Setianti, D., & Haryono, S. (2023). *Product Market Competition, Financial Leverage, Risk of Financing on Financial Stability: Studies on Islamic Banks in Indonesia. 10*(4), 365–376. <https://doi.org/10.20473/vol10iss20234pp365-376>
- Keskin, A. I., Dincer, B., & Dincer, C. (2020). Exploring the Impact of Sustainability on Corporate Financial Performance Using Discriminant Analysis. *Sustainability (Switzerland), 12*(6). <https://doi.org/10.3390/su12062346>
- Koerniawan, R., Affan, N., & Musvianti, M. (2018). Pengaruh Earning per Share (EPS) dan Dividend per Share (DPS) terhadap Harga Saham pada Perusahaan Food and Beverage yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Akuntansi Mulawarman (JIAM), 3*(4), 1–10.
- Kurlat, P., & Scheuer, F. (2021). Signalling to Experts. *Review of Economic Studies, 88*(2), 800–850. <https://doi.org/10.1093/restud/rdaa068>
- Liu, C., & Chen, A. S. (2015). Do firms use dividend changes to signal future profitability? A simultaneous equation analysis. *International Review of Financial Analysis, 37*, 194–207. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.12.001>
- Maria, I. (2025). Catat Surplus, Kinerja Ekspor Nasional Masih Ditopang Sektor Manufaktur. *Kontan.Co.Id*.
- Mubyarto, N. (2019). Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Leverage, dan Kebijakan Deviden Sebagai Determinan Atas Nilai Perusahaan. *Iltizam Journal Of Shariah Economic Research, Vol. 3, No. 2*.

- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nabila Bia Jamil. (2017). Pengaruh Return On Equity dan Dividend Payout Ratio Terhadap Price Book Value (Studi Pada Perusahaan BUMN Yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015). *Jurnal Manajemen Dan Bisnis (Almana)*, Vol. 1 No. 1.
- Nguyen, P., Doan, Q., Nguyen, H., & Nguyen, T. T. (2020). Determinants of Capital Structure: Evidence from Listed Manufacturing Companies in Vietnam. *Sustainability*, 12(9), 3883. <https://doi.org/10.3390/su12093883>
- Njoku, A. C., & Lee, S.-H. (2024). Revisiting the Effect of Dividend Policy on Firm Performance and Value: Empirical Evidence from the Korean Market. *International Journal of Financial Studies*, 12(1), 22. <https://doi.org/10.3390/ijfs12010022>
- Nurvianda, G., Yuliani, & Ghasarma, R. (2018). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis Sriwijaya*, Vol. 16 No.3.
- Oktaviarni, F., Murni, Y., & Suprayitno, B. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Kebijakan Dividen, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Perusahaan Sektor Real Estate, Properti, dan Konstruksi Bangunan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2016). *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis*, Volume 4, No. 3.
- Owo. (2025). Kontribusi Ekonomi Industri Pengolahan Nonmigas Meningkat. *Neraca.Co..Id*.
- Penrose, E. T. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press.
- Putri, A. A. M., & Indraswari, C. R. (2024). Pengaruh Earning Per Share, Return on Asset, Net Profit Margin, dan Dividend Payout Ratio Terhadap Harga Saham Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2017 - 2023. *Contemporary Studies in Economic, Finance and Banking*, 3(4), 972–986. <https://doi.org/10.21776/csefb.2024.03.4.10>
- Saddam, M., & Sarwani. (2017). *Pengaruh Struktur Modal dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Dasar Dan Kimia (Vol. 1, Issue 1)*.
- Yulinda, E., Pujiastuti, T., & S.T Haryono. (2020). Analisis Pengaruh Dividend Payout Ratio, Leverage, Firm Size, Volume Perdagangan, Earning Volatility dan Inflasi Terhadap Volatilitas Harga Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Dalam Indeks Lq45 Tahun 2014-2017. *Jurnal Ilmiah Indonesia p-ISSN: 2541-0849*, Vol. 5, No. 5.
- Zhang, L., & Zhu, J. (2021). Profitability and Capital Structure: Evidence Supporting the Pecking Order Theory. In *University of North Carolina Department of Economics*. University of North Carolina. <https://doi.org/Working Paper>