

**ANALISIS PENGARUH *DIVIDEND PAYOUT RATIO*, *LEVERAGE*, DAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DALAM KONTEKS PASCA PANDEMI DI SEKTOR MANUFAKTUR**

Bima Erlangga<sup>1)</sup>, Agung Dharmawan Buchdadi<sup>2)</sup>, Puji Yuniarti<sup>3)</sup>  
<sup>2) 3)</sup> Universitas Negeri Jakarta

Correspondence		
Email: bimaerlangga_1705621032@mhs.unj.ac.id	No. Telp:	
Submitted 05 July 2025	Accepted 14 July 2025	Published 15 July 2025

### ABSTRACT

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh Dividend Payout Ratio (DPR), leverage, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan pada sektor manufaktur di Indonesia dalam konteks pasca pandemi. Nilai perusahaan diukur menggunakan dua proksi, yaitu Tobin's Q dan Price to Book Value (PBV), dengan pendekatan regresi data panel dan regresi linier berganda terhadap data sekunder dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2023. Hasil analisis menunjukkan bahwa pengaruh DPR terhadap nilai perusahaan cenderung tidak signifikan, bahkan negatif dalam jangka menengah, mencerminkan pergeseran preferensi investor terhadap retensi laba sebagai strategi pertumbuhan pasca pandemi. Leverage menunjukkan pengaruh positif signifikan pada masa pandemi, namun menjadi tidak signifikan di masa pemulihan, mengindikasikan peran kontekstual utang dalam persepsi pasar. Sebaliknya, pertumbuhan perusahaan yang diukur melalui pertumbuhan aset konsisten menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menekankan pentingnya memahami dinamika kebijakan keuangan dalam kerangka makroekonomi yang berubah dan memberikan implikasi bagi teori sinyal, teori pecking order, dan teori pertumbuhan perusahaan dalam konteks krisis dan pemulihan ekonomi.

Kata Kunci: *dividend payout ratio*, *leverage*, pertumbuhan perusahaan, nilai perusahaan, pasca pandemi, Tobin's Q, PBV

### Pendahuluan

Ketidakpastian ekonomi global telah menjadi salah satu tantangan utama dalam dunia bisnis selama beberapa tahun terakhir. Pandemi COVID-19 yang melanda dunia pada awal tahun 2020 memicu perlambatan ekonomi secara masif, yang kemudian diperparah oleh fluktuasi harga komoditas, peningkatan inflasi global, serta ketegangan geopolitik seperti konflik Rusia-Ukraina. Ketidakpastian ini tidak hanya berdampak pada makroekonomi negara, namun juga secara langsung memengaruhi perilaku investor dan keputusan strategis perusahaan.

Bossmann, Gubareva, et al., (2023) menunjukkan bahwa ketidakpastian ekonomi yang bersumber dari faktor regional maupun global menimbulkan dampak yang bervariasi antar sektor dan tergantung pada kondisi pasar, sehingga penting untuk memahami nilai perusahaan secara kontekstual dan sektoral, terutama pada masa-masa ketidakpastian tinggi. Penelitian dari Graham et al., (2005) menjelaskan bahwa nilai perusahaan tidak hanya ditentukan oleh kondisi internal, tetapi sangat dipengaruhi oleh ekspektasi investor yang terbentuk dalam konteks makroekonomi tertentu, seperti krisis atau perubahan regulasi. Dari pernyataan tersebut, pemahaman nilai perusahaan secara kontekstual menekankan pentingnya mempertimbangkan kondisi makroekonomi, ketidakpastian kebijakan, dan dinamika pasar dalam menilai kinerja dan prospek perusahaan. Pendekatan ini mengakui bahwa faktor eksternal dapat memengaruhi keputusan investasi dan pada akhirnya terhadap nilai perusahaan.

Dalam konteks ketidakpastian, sektor yang berbeda akan merespons secara berbeda pula terhadap guncangan ekonomi, dan ini berdampak langsung pada nilai perusahaan masing-masing Bossmann, Sun, et al., (2023). Dalam konteks sektor manufaktur di Indonesia, pendekatan ini menjadi sangat relevan. Industri manufaktur merupakan sektor yang padat modal, bergantung pada rantai pasok global, serta sangat sensitif terhadap ketidakpastian ekonomi dan fluktuasi biaya bahan baku maupun energi. Ketika terjadi gejolak global, seperti pandemi COVID-19 atau ketegangan geopolitik internasional, perusahaan manufaktur cenderung mengalami penurunan nilai pasar karena turunnya permintaan, terganggunya suplai, dan menurunnya kepercayaan investor. Oleh karena itu, penilaian terhadap nilai perusahaan manufaktur tidak dapat dilakukan tanpa mempertimbangkan konteks eksternal tersebut, sebagaimana disoroti dalam temuan Bossmann et al. (2023).

Sektor manufaktur merupakan salah satu sektor strategis yang memiliki peran vital dalam mendukung pertumbuhan ekonomi nasional. Kementerian Perindustrian (Kemenperin) mencatat bahwa pada tahun 2024, kontribusi sektor ini terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) mencapai 18,98%, meningkat dari tahun sebelumnya, menunjukkan peran dominannya dalam mendukung kinerja ekonomi nasional (Amila, 2025). Selain itu, industri pengolahan nonmigas tercatat menyumbang sekitar 74,25% dari total nilai ekspor nasional, memperkuat posisi strategis sektor ini dalam perdagangan internasional (Maria, 2025). Peningkatan ini juga sejalan dengan pertumbuhan nilai tambah manufaktur (*Manufacturing Value Added/MVA*) Indonesia yang mencapai USD 255,96 miliar pada tahun 2023, atau tumbuh 36,4% dibandingkan tahun sebelumnya (Owo, 2025).

Dengan kontribusi signifikan terhadap PDB, ekspor, dan nilai tambah industri, sektor manufaktur menjadi fokus penting dalam penelitian ini untuk memahami dinamika dan faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan di tengah tantangan ekonomi pasca pandemi. Kontribusinya terhadap Produk Domestik Bruto (PDB), penciptaan lapangan kerja, serta kapasitas ekspor menjadikan sektor ini sebagai tulang punggung pembangunan industri di Indonesia. Dalam konteks pasar modal, perusahaan manufaktur juga menjadi perhatian investor karena karakteristiknya yang padat modal dan berorientasi jangka panjang. Namun demikian, dinamika pasca pandemi COVID-19 telah membawa tantangan baru bagi sektor ini, mulai dari disrupsi rantai pasok, fluktuasi harga bahan baku, hingga perubahan strategi pembiayaan dan distribusi laba.

Meskipun sektor manufaktur dikenal sebagai sektor yang cenderung konservatif dalam membagikan dividen, kondisi ini justru menjadi menarik untuk diteliti lebih lanjut. Rendahnya frekuensi pembagian dividen membuka peluang untuk mengkaji apakah dividen tetap memiliki peran sebagai sinyal keuangan (*signaling*) yang diapresiasi oleh pasar. Dengan kata lain, ketika perusahaan manufaktur memutuskan untuk membagikan dividen meskipun tidak rutin. Hal tersebut dapat dilihat sebagai sinyal kepercayaan manajemen terhadap prospek kinerja jangka panjang. Hartono et al., (2024) meneliti kebijakan dividen dan reaksi pasar pada perusahaan manufaktur di Indonesia selama krisis COVID-19. Studi ini menemukan bahwa perusahaan yang mempertahankan atau meningkatkan pembayaran dividen selama periode tersebut mengalami reaksi pasar yang positif. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun sektor manufaktur cenderung konservatif dalam membagikan dividen, keputusan untuk membagikan dividen dapat dilihat sebagai sinyal positif oleh investor, sesuai dengan teori *signaling*.

Mengingat pentingnya nilai perusahaan sebagai representasi persepsi pasar terhadap prospek jangka panjang suatu entitas bisnis, maka menjadi krusial untuk memahami faktor-faktor apa saja yang dapat memengaruhinya. Tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi eksternal seperti fluktuasi ekonomi global atau ketidakpastian geopolitik, nilai perusahaan juga sangat ditentukan oleh keputusan-keputusan strategis yang diambil oleh manajemen secara internal. Dalam hal ini, sejumlah variabel keuangan internal sering kali menjadi fokus utama dalam literatur untuk menjelaskan variasi nilai perusahaan antar perusahaan maupun antar periode.

Di antara berbagai faktor yang memengaruhi nilai perusahaan, keputusan-keputusan internal perusahaan dalam mengelola keuangan memiliki peran yang sangat signifikan. *Dividend Payout Ratio*, *Leverage*, dan pertumbuhan perusahaan (*growth*) merupakan tiga

dimensi utama yang telah banyak dikaji dalam literatur sebagai determinan nilai perusahaan. Ketiganya mencerminkan orientasi jangka pendek maupun jangka panjang manajemen dalam menjaga keseimbangan antara profitabilitas, risiko, dan ekspansi usaha.

Pertama, *Dividend Payout Ratio* mencerminkan kebijakan perusahaan dalam mendistribusikan laba kepada pemegang saham. Menurut teori sinyal (*signaling theory*), kebijakan dividen dapat memberikan sinyal positif kepada pasar tentang prospek dan stabilitas keuangan perusahaan (Njoku & Lee, 2024). Investor sering kali menilai kebijakan dividen yang stabil atau meningkat sebagai indikator kepercayaan manajemen terhadap arus kas masa depan, yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan.

*Leverage* atau struktur pembiayaan perusahaan, menunjukkan sejauh mana perusahaan bergantung pada pembiayaan eksternal, khususnya utang. Berdasarkan teori pecking order yang dikemukakan oleh Myers & Majluf (1984), perusahaan cenderung memilih sumber pembiayaan secara berurutan, dimulai dari pendanaan internal (laba ditahan), kemudian utang, dan terakhir penerbitan saham baru. Teori ini menjelaskan bahwa ketergantungan terhadap utang umumnya meningkat ketika sumber dana internal tidak mencukupi, dan perusahaan berusaha menghindari emisi saham karena adanya asimetri informasi yang dapat menurunkan nilai perusahaan. Dalam konteks ini, struktur *Leverage* yang tinggi tidak selalu mencerminkan kekuatan keuangan, melainkan bisa menjadi sinyal keterbatasan pendanaan internal, yang pada akhirnya berdampak terhadap persepsi pasar dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pengaruh *Leverage* terhadap nilai perusahaan dapat bervariasi tergantung pada kondisi keuangan internal perusahaan dan tingkat ketergantungan terhadap utang sebagai sumber pembiayaan. Studi oleh Zhang & Zhu (2021) menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki hubungan negatif dengan *Leverage*, mendukung prediksi teori pecking order bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung menggunakan lebih sedikit utang karena memiliki dana internal yang cukup.

Ketiga, pertumbuhan perusahaan mencerminkan kemampuan suatu entitas bisnis dalam memperluas aset, pendapatan, dan laba dari waktu ke waktu. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi umumnya diasosiasikan dengan prospek bisnis yang menjanjikan, yang pada gilirannya dapat meningkatkan kepercayaan investor dan nilai perusahaan. Dalam konteks ini, Teori Pertumbuhan Perusahaan yang dikemukakan oleh Penrose (1959) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor eksternal, tetapi juga oleh pemanfaatan sumber daya internal yang efisien, termasuk pengetahuan

manajerial dan kapabilitas organisasi. Teori ini menekankan bahwa pertumbuhan yang berkelanjutan berasal dari kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengembangkan sumber daya yang dimilikinya.

Studi terbaru oleh Bondan & Pristina (2025) yang meneliti perusahaan sektor otomotif di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2023 menemukan bahwa pertumbuhan penjualan memiliki dampak positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, yang diukur menggunakan rasio *Price Book Value* (PBV). Hasil ini menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek masa depan perusahaan, sejalan dengan pandangan Penrose bahwa pertumbuhan internal yang efektif dapat meningkatkan nilai perusahaan. Demikian pula, penelitian oleh Amellia et al., (2023) pada perusahaan sektor infrastruktur di Bursa Efek Indonesia periode 2017–2021 menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang mampu menunjukkan pertumbuhan yang konsisten cenderung memiliki nilai pasar yang lebih tinggi.

Berbagai penelitian sebelumnya telah menunjukkan bahwa faktor-faktor internal perusahaan seperti *Dividend Payout Ratio*, *Leverage*, dan pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Studi-studi seperti yang dilakukan oleh Njoku & Lee (2024), Zhang & Zhu (2021), serta Bondan & Pristina (2025), secara konsisten menemukan bahwa keputusan keuangan internal perusahaan dapat memengaruhi persepsi investor dan valuasi pasar. Namun demikian, sebagian besar studi tersebut dilakukan dalam konteks sektor industri yang berbeda, pada wilayah geografis tertentu, atau hanya menguji sebagian dari variabel-variabel tersebut secara terpisah.

Di sisi lain, sektor manufaktur di Indonesia merupakan salah satu sektor strategis yang sangat terdampak oleh dinamika pasca pandemi, ketidakpastian ekonomi global, serta tekanan kompetitif yang semakin tinggi. Sektor ini memiliki karakteristik khas seperti ketergantungan pada modal fisik, kompleksitas rantai pasok, dan sensitivitas terhadap fluktuasi biaya produksi yang dapat memengaruhi bagaimana faktor-faktor internal seperti dividen, struktur modal, dan pertumbuhan diterjemahkan menjadi nilai perusahaan.

Meskipun telah banyak penelitian dilakukan, hingga saat ini masih terbatas studi yang secara komprehensif menguji pengaruh *Dividend Payout Ratio*, *Leverage*, dan pertumbuhan perusahaan secara simultan terhadap nilai perusahaan dalam konteks sektor manufaktur di

Indonesia pasca pandemi. Sebagian besar penelitian cenderung terfokus pada satu atau dua variabel, tidak mempertimbangkan konteks sektoral dan dinamisnya kondisi ekonomi terkini.

## Metode Penelitian

Unit analisis dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2020-2023. Pemilihan sektor manufaktur sebagai fokus penelitian didasarkan pada signifikansi industri ini dalam memengaruhi pertumbuhan ekonomi nasional, sekaligus kerentanannya terhadap perubahan kondisi makroekonomi. Penelitian ini dilakukan dengan pendekatan berdasarkan tiga periode waktu untuk memberikan pemahaman yang lebih komprehensif terhadap pengaruh variabel-variabel independen terhadap nilai perusahaan. Tiga periode waktu tersebut meliputi: masa pandemi (tahun 2020 hingga 2022), masa pasca pandemi (tahun 2023), dan periode gabungan (tahun 2020 hingga 2023).

Pendekatan ini digunakan untuk menangkap dinamika perubahan perilaku perusahaan dan respons pasar dalam menghadapi kondisi krisis dan pemulihan. Selama masa pandemi COVID-19, banyak perusahaan menghadapi tekanan likuiditas, gangguan rantai pasok, dan ketidakpastian pasar yang memengaruhi keputusan keuangan dan kinerja pasar mereka. Sementara itu, periode pasca-pandemi menandai fase pemulihan ekonomi dan penyesuaian strategis perusahaan terhadap kondisi normal baru (*new normal*).

Dengan memisahkan periode analisis ini, penelitian ini tidak hanya menguji hubungan antara *dividen payout ratio*, *Leverage*, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan, tetapi juga membandingkan kekuatan dan arah pengaruh variabel-variabel tersebut dalam konteks waktu yang berbeda. Analisis dilakukan secara terpisah pada masing-masing periode, untuk mengidentifikasi perbedaan perilaku variabel selama masa krisis, pemulihan, dan secara keseluruhan.

Proses pengambilan sampel penelitian ini menerapkan metode *purposive sampling*, yang dipilih karena memungkinkan penulis untuk secara spesifik menentukan kriteria sampel guna menjawab pertanyaan penelitian secara lebih tepat. Data yang digunakan dalam penelitian ini tergolong data sekunder dan diperoleh dari beragam sumber terpercaya. Secara khusus, data primer diambil dari laporan keuangan tahunan serta laporan tahunan (*annual report*) yang dipublikasikan oleh perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dalam penelitian kuantitatif, variabel independen merupakan variabel yang dihipotesiskan sebagai faktor

penyebab atau pengaruh terhadap suatu fenomena.

### Hasil dan Pembahasan

Subbab ini menyajikan gambaran umum mengenai karakteristik data yang digunakan dalam penelitian. Deskripsi data dilakukan terhadap seluruh variabel yang dianalisis, meliputi *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Leverage*, *Pertumbuhan Perusahaan*, *Tobin's Q*, dan *Price to Book Value* (PBV). Analisis deskriptif mencakup nilai rata-rata (*mean*), median, standar deviasi (*Std Dev*), nilai minimum (*Min*), dan maksimum (*Max*), yang masing-masing diuraikan berdasarkan tiga periode utama yaitu periode pandemi (2020–2022), periode pasca pandemi (2023), serta periode gabungan (2020–2023). Tujuan dari penyajian deskriptif ini adalah untuk memberikan pemahaman awal mengenai pola distribusi dan penyebaran data sebelum dilakukan analisis regresi panel, sekaligus sebagai dasar untuk mengidentifikasi kemungkinan adanya anomali atau kecenderungan khusus dalam data. Berikut adalah hasil statistik deskriptif dari sampel yang digunakan dalam yang dibagi menjadi tiga periode:

**Tabel 4. 1 Statistik Deskriptif Periode Pandemi**

Variabel	Mean	Median	Std Dev	Min	Max
DPR	0.391	0.296	0.663	-5.346	2.529
Leverage	0.740	0.531	0.661	0.034	3.583
Growth	0.097	0.065	0.227	-0.154	1.959
TobinsQ	1.893	1.191	1.847	0.221	14.415
PBV	2.979	1.348	6.485	0.013	56.792

Sumber: diolah oleh penulis, 2025

**Tabel 4. 2 Statistik Deskriptif Periode Pasca Pandemi**

Variabel	Mean	Median	Std Dev	Min	Max
DPR	0.511	0.370	0.649	-0.951	3.462
Leverage	0.681	0.513	0.728	0.045	3.928
Growth	0.028	0.021	0.070	-0.112	0.194
TobinsQ	1.687	0.983	1.599	0.144	8.879
PBV	2.568	0.956	5.646	0.037	39.828

Sumber: diolah oleh penulis, 2025

**Tabel 4. 3 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

### **Dividend Payout Ratio (DPR)**

Selama periode pandemi, rata-rata DPR tercatat sebesar 0,391 dengan nilai median sebesar 0,296. Hal ini menunjukkan kecenderungan perusahaan untuk mempertahankan distribusi dividen meskipun dalam kondisi ketidakpastian ekonomi. Sementara itu, pada periode pasca pandemi, terjadi peningkatan rata-rata menjadi 0,511 dan median menjadi 0,370, yang mencerminkan pemulihan kinerja keuangan dan kepercayaan perusahaan untuk membagikan keuntungan kepada pemegang saham. Pada periode gabungan, nilai rata-rata DPR adalah 0,421, menunjukkan bahwa secara umum tingkat pembagian dividen sedikit meningkat pasca pandemi. Rentang nilai DPR (Min = -5,346; Max = 3,462) juga mencerminkan adanya variasi ekstrim yang kemungkinan disebabkan oleh outlier atau kebijakan dividen yang sangat konservatif atau agresif di perusahaan tertentu.

### **Leverage**

Rata-rata leverage selama pandemi sebesar 0,740, menurun menjadi 0,681 pada periode pasca pandemi, dan stabil di 0,725 pada periode gabungan. Nilai median menunjukkan kecenderungan yang serupa. Penurunan ini dapat diartikan sebagai adanya usaha dari perusahaan untuk menurunkan ketergantungan terhadap utang, khususnya setelah melewati tekanan keuangan pada masa pandemi. Fluktuasi leverage yang relatif kecil mengindikasikan bahwa kebijakan struktur modal perusahaan cenderung stabil di seluruh periode.

### **Pertumbuhan Perusahaan**

Selama periode pandemi, pertumbuhan perusahaan (*growth*) rata-rata sebesar 0,097, menurun drastis menjadi hanya 0,028 pada periode pasca pandemi. Penurunan ini bisa diinterpretasikan sebagai bentuk kehati-hatian perusahaan dalam melakukan ekspansi pasca pemulihan, atau lambatnya proses *recovery* terhadap kapasitas dan produktivitas. Rata-rata

*growth* pada periode gabungan sebesar 0,080, mengindikasikan bahwa secara keseluruhan masih terdapat tekanan terhadap pertumbuhan perusahaan meskipun pandemi telah usai.

### ***Tobin's Q***

Nilai *Tobin's Q* rata-rata adalah 1,893 selama pandemi, sedikit menurun menjadi 1,687 pada periode pasca pandemi, dan berada di 1,841 untuk periode gabungan. Penurunan ini menunjukkan bahwa meskipun kondisi ekonomi mulai membaik, persepsi pasar terhadap valuasi perusahaan relatif stagnan atau bahkan menurun, kemungkinan disebabkan oleh ketidakpastian makro pasca pandemi atau ekspektasi pertumbuhan yang lebih konservatif. Selain itu, *Tobin's Q* menunjukkan dispersi yang cukup tinggi (Std Dev hingga 1,847), menandakan adanya heterogenitas dalam valuasi pasar antar perusahaan yang diteliti, baik selama maupun setelah pandemi.

### ***Price Book Value (PBV)***

Nilai PBV rata-rata sebesar 2,979 selama pandemi, menurun menjadi 2,568 pada periode pasca pandemi, dan tercatat sebesar 2,877 dalam periode gabungan. Penurunan nilai ini mencerminkan penyesuaian valuasi oleh pasar seiring pemulihan ekonomi yang belum merata di seluruh sektor. PBV juga menunjukkan variasi yang sangat besar (Std Dev > 6), dengan nilai maksimum mencapai 56,792, yang mengindikasikan kemungkinan adanya outlier atau perusahaan dengan valuasi ekstrem.

### **Pengaruh DPR terhadap Nilai Perusahaan**

Dividend Payout Ratio (DPR) merupakan salah satu indikator keuangan yang menggambarkan proporsi laba bersih perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Rasio ini menjadi perhatian utama bagi investor karena mencerminkan kebijakan dividen perusahaan serta potensi pengembalian atas investasi. Secara umum, DPR dihitung dengan membagi total dividen yang dibayarkan dengan laba bersih perusahaan setelah pajak. Semakin tinggi nilai DPR, semakin besar bagian keuntungan yang dinikmati oleh pemegang saham, sementara sisanya biasanya digunakan untuk kebutuhan reinvestasi atau pelunasan kewajiban. Oleh karena itu, DPR tidak hanya merefleksikan strategi pembagian laba, tetapi juga mencerminkan sinyal kepercayaan manajemen terhadap prospek masa depan perusahaan.

Hasil analisis regresi yang dilakukan menggunakan aplikasi R-Studio menunjukkan bahwa pengaruh Dividend Payout Ratio (DPR) terhadap nilai perusahaan (yang diukur dengan Tobin's Q dan Price to Book Value/PBV) bervariasi di setiap periode pengamatan. Pada periode pandemi (2020–2022), model regresi data panel menunjukkan bahwa pengaruh Dividend Payout Ratio (DPR) terhadap nilai perusahaan, baik yang diukur menggunakan Tobin's Q maupun Price to Book Value (PBV), belum menunjukkan signifikansi statistik. Baik pada model efek tetap (fixed effect) maupun efek acak (random effect), koefisien DPR relatif kecil dan nilai signifikansinya berada di atas ambang 5%, sehingga secara statistik tidak cukup kuat untuk menyatakan adanya pengaruh DPR terhadap nilai perusahaan selama masa pandemi.

Hasil ini dapat dipahami melalui kacamata Teori Sinyal (Signaling Theory), yang menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat digunakan oleh manajemen untuk menyampaikan sinyal positif kepada pasar terkait prospek dan kinerja keuangan perusahaan di masa depan. Namun, dalam konteks pandemi COVID-19, kondisi ekonomi yang sangat tidak pasti menyebabkan investor lebih fokus pada aspek fundamental lain seperti kemampuan bertahan (*resilience*) dan likuiditas perusahaan, daripada sinyal dividen. Dengan demikian, meskipun perusahaan mempertahankan atau menurunkan DPR selama krisis sebagai bentuk kehati-hatian, keputusan tersebut tidak diinterpretasikan pasar sebagai sinyal negatif, melainkan sebagai tindakan rasional untuk menjaga keberlanjutan operasi. Oleh karena itu, lemahnya hubungan antara DPR dan nilai perusahaan pada periode ini mengindikasikan bahwa kekuatan sinyal dari kebijakan dividen cenderung melemah dalam situasi krisis, karena perhatian pasar bergeser ke aspek survival jangka pendek dan manajemen risiko, bukan pada distribusi laba.

Berbeda halnya pada periode pasca pandemi (2023), meskipun hasil regresi linier berganda masih menunjukkan bahwa pengaruh Dividend Payout Ratio (DPR) terhadap nilai perusahaan belum signifikan secara statistik ( $p > 0,05$ ), terdapat indikasi bahwa arah hubungan mulai terbentuk. Koefisien regresi DPR menunjukkan nilai negatif baik pada model Tobin's Q maupun PBV, yang mengisyaratkan bahwa peningkatan DPR mungkin mulai dipersepsikan oleh pasar sebagai sinyal pengurangan kesempatan reinvestasi, terutama di masa pemulihan ekonomi pasca pandemi.

Dalam konteks Teori Sinyal, hasil ini menunjukkan dinamika baru. Jika selama masa krisis sinyal dividen dianggap netral atau bahkan diabaikan karena fokus investor tertuju pada

ketahanan likuiditas perusahaan, maka pada masa pemulihan, investor mulai menafsirkan sinyal dividen dengan kacamata yang berbeda. Peningkatan DPR justru dapat diartikan sebagai indikasi bahwa perusahaan memiliki sedikit peluang pertumbuhan internal, atau tidak lagi mengalokasikan laba untuk ekspansi, inovasi, maupun perbaikan struktur modal. Hal ini mencerminkan pergeseran preferensi investor dari sekadar stabilitas ke strategi pertumbuhan jangka panjang, sehingga dividen tinggi tidak lagi serta merta dianggap sebagai sinyal positif. Dengan demikian, meskipun belum signifikan, arah negatif dari koefisien DPR mengindikasikan transformasi cara pandang pasar terhadap kebijakan dividen, dan mempertegas bahwa kekuatan sinyal dari DPR bersifat kontekstual, tergantung pada fase siklus ekonomi dan ekspektasi investor terhadap prospek pertumbuhan perusahaan.

Sementara itu, pada periode gabungan (2020–2023), pengaruh Dividend Payout Ratio (DPR) terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang lebih stabil dan signifikan, khususnya ketika menggunakan model regresi panel dengan koreksi heteroskedastisitas dan autokorelasi melalui Driscoll-Kraay standard errors. Misalnya, dalam model yang menggunakan Price to Book Value (PBV) sebagai variabel dependen, DPR tercatat memiliki pengaruh negatif dan signifikan ( $p < 0,01$ ). Temuan ini mengindikasikan bahwa selama periode akumulatif pandemi dan pasca pandemi, kebijakan pembagian dividen justru cenderung menurunkan persepsi pasar terhadap nilai perusahaan.

Dalam perspektif Teori Sinyal, temuan ini memberikan interpretasi bahwa sinyal dividen tidak selalu dipersepsikan positif, terutama dalam situasi ekonomi yang penuh ketidakpastian dan fluktuatif. Di satu sisi, pembagian dividen memang dapat diasosiasikan dengan stabilitas keuangan. Namun di sisi lain, dalam periode yang membutuhkan resiliensi dan fleksibilitas investasi, pasar cenderung menilai tinggi perusahaan yang menahan laba untuk pertumbuhan internal daripada mengalokasikannya untuk pembayaran dividen. Dengan kata lain, dividen tinggi dalam konteks ini dapat ditafsirkan sebagai sinyal lemahnya prospek ekspansi, dan bukannya sebagai indikator kekuatan keuangan perusahaan. Oleh karena itu, hasil ini memperkuat argumen bahwa makna sinyal dari DPR bersifat kontekstual dan sangat dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi serta ekspektasi pasar terhadap strategi perusahaan. Pasar cenderung memberikan valuasi lebih tinggi kepada perusahaan yang menunjukkan orientasi jangka panjang melalui reinvestasi dan efisiensi operasional, dibandingkan dengan perusahaan yang mengedepankan distribusi laba tunai.

Temuan tersebut selaras dengan hasil penelitian Yulinda et al. (2020) yang meneliti pengaruh DPR terhadap volatilitas harga saham pada perusahaan dalam indeks LQ45 selama periode 2014–2017. Dalam penelitiannya, DPR ditemukan memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap volatilitas harga saham. Artinya, tingkat dividen yang dibagikan tidak memberikan dampak yang cukup berarti dalam meredam atau memperbesar fluktuasi harga saham. Meskipun objek dan variabel dependen yang digunakan berbeda (nilai perusahaan dalam studi ini dan volatilitas saham dalam studi Yulinda et al.), namun arah hubungan yang negatif pada DPR menunjukkan konsistensi bahwa pembagian dividen tinggi tidak selalu diapresiasi positif oleh pasar, terutama dalam kondisi di mana investor lebih memprioritaskan pertumbuhan jangka panjang daripada pendapatan tunai jangka pendek. Perbandingan ini memperkuat argumen bahwa pengaruh DPR terhadap persepsi pasar tidak bersifat mutlak, melainkan sangat kontekstual dan bergantung pada dinamika ekonomi serta ekspektasi investor dalam menilai strategi perusahaan.

Namun, terdapat perbedaan hasil dari penelitian Nurvianda et al., (2018). Perbedaan hasil ini menunjukkan bahwa respon pasar terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) bersifat kontekstual, sangat bergantung pada kondisi makroekonomi dan ekspektasi investor terhadap arah strategi perusahaan, khususnya dalam hal pertumbuhan. Dalam kondisi normal sebelum pandemi, seperti yang ditemukan oleh Ghaesani Nurvianda et al. (2018), pembagian dividen yang tinggi dapat dianggap sebagai sinyal positif mengenai stabilitas keuangan dan prospek laba, sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Nurvianda et al., 2018). Namun, dalam konteks pasca pandemi, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pembagian dividen yang tinggi justru dipersepsikan negatif oleh pasar karena dianggap mengurangi fleksibilitas perusahaan dalam melakukan ekspansi atau mempertahankan likuiditas.

Temuan ini sejalan dengan hasil survei empiris oleh Graham, Harvey, dan Rajgopal (2005) yang menunjukkan bahwa manajer keuangan tidak hanya mempertimbangkan teori-teori klasik dalam pengambilan keputusan dividen, tetapi juga sangat memperhatikan kondisi pasar, ekspektasi investor, serta ketidakpastian ekonomi (Graham et al., 2005). Dalam studi tersebut, para manajer menyatakan bahwa mereka cenderung menahan pembagian dividen dan lebih memilih untuk menjaga cadangan kas ketika menghadapi ketidakpastian ekonomi, karena investor akan lebih menghargai perusahaan yang mempertahankan fleksibilitas keuangan daripada membagikan laba dalam bentuk dividen. Hal ini memperkuat argumen bahwa

keputusan dividen tidak dapat dipandang sebagai keputusan statis, melainkan sangat bergantung pada persepsi dan kondisi eksternal yang melingkupi perusahaan dalam periode waktu tertentu.

### **Pengaruh Leverage terhadap Nilai Perusahaan**

Leverage merupakan konsep fundamental dalam keuangan perusahaan yang menggambarkan sejauh mana perusahaan menggunakan dana pinjaman (utang) dalam struktur permodalannya. Secara umum, leverage diukur melalui rasio total utang terhadap total aset atau ekuitas, dan mencerminkan proporsi pembiayaan perusahaan yang berasal dari sumber eksternal dibandingkan dengan modal sendiri. Penggunaan leverage bertujuan untuk meningkatkan kapasitas perusahaan dalam membiayai operasional dan ekspansi usaha tanpa harus mengandalkan modal internal secara penuh. Dalam konteks ini, leverage dapat memperbesar potensi laba perusahaan ketika investasi yang dilakukan menghasilkan return yang lebih tinggi daripada biaya utangnya. Namun, di sisi lain, tingkat leverage yang tinggi juga meningkatkan risiko keuangan karena kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang tetap harus dipenuhi terlepas dari kinerja perusahaan. Oleh karena itu, leverage sering kali dipandang sebagai pedang bermata dua yang menuntut perusahaan untuk menyeimbangkan antara manfaat pertumbuhan dan risiko kebangkrutan.

Dalam periode pandemi (2020–2022), variabel leverage menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan, khususnya ketika dianalisis menggunakan model regresi data panel dengan pendekatan random effect dan koreksi Driscoll-Kraay standard errors. Hasil analisis menunjukkan bahwa leverage memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap Tobin's Q ( $p < 0.001$ ), sementara hubungannya terhadap Price to Book Value (PBV) tidak signifikan. Secara empiris, hal ini mengindikasikan bahwa pasar memandang penggunaan utang secara moderat sebagai sinyal positif atas upaya perusahaan dalam menjaga kelangsungan operasional di tengah tekanan krisis pandemi.

Namun, temuan ini tampak tidak sepenuhnya sejalan dengan Teori Pecking Order, yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal terlebih dahulu, kemudian utang, dan terakhir ekuitas. Menurut teori ini, peningkatan leverage umumnya dipandang sebagai sinyal negatif karena menunjukkan bahwa perusahaan mengalami keterbatasan dana internal, sehingga harus beralih ke pembiayaan eksternal. Dalam

konteks tersebut, leverage seharusnya menurunkan nilai perusahaan karena dianggap memperbesar risiko keuangan.

Dengan demikian, meskipun temuan empiris menunjukkan hubungan positif, hal ini bisa dijelaskan sebagai respons pasar yang bersifat situasional, di mana penggunaan utang selama masa pandemi justru dipandang sebagai strategi adaptif dan rasional untuk menjaga likuiditas dan kelangsungan usaha. Artinya, dalam kondisi krisis yang tidak normal, pasar mungkin mentoleransi bahkan mengapresiasi peningkatan leverage, sepanjang digunakan secara produktif dan tidak berlebihan.

Pada periode pasca pandemi (2023), hasil analisis regresi linier berganda menunjukkan bahwa pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan masih mengarah positif, meskipun kekuatan signifikansi statistiknya mulai melemah. Dalam model yang menggunakan Tobin's Q dan Price to Book Value (PBV) sebagai indikator nilai perusahaan, nilai p untuk variabel leverage berada di sekitar ambang signifikansi ( $p = 0.06-0.07$ ). Hal ini mengisyaratkan bahwa pasar masih menilai penggunaan utang sebagai instrumen yang dapat menunjang ekspansi dan pemulihan bisnis, terutama dalam konteks ekonomi yang mulai pulih dari tekanan pandemi.

Meskipun demikian, temuan ini berbeda arah dengan prediksi Teori Pecking Order, yang berasumsi bahwa semakin tinggi tingkat leverage akan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Dalam kerangka teori tersebut, perusahaan idealnya menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu untuk menghindari sinyal negatif yang ditimbulkan oleh utang eksternal. Leverage yang tinggi dapat diasosiasikan dengan keterbatasan dana internal atau peningkatan risiko keuangan, yang pada akhirnya menurunkan persepsi pasar terhadap nilai perusahaan.

Namun, hasil empiris yang menunjukkan arah positif meskipun tidak signifikan sepenuhnya, mencerminkan realitas bahwa investor pasca pandemi mungkin masih melihat utang sebagai sarana pembiayaan yang strategis, khususnya untuk mendukung pertumbuhan atau efisiensi operasional selama rasio keuangan perusahaan tetap terjaga. Temuan ini memperlihatkan bahwa asumsi teoritis dalam Pecking Order perlu dibaca secara kontekstual, karena dalam masa pemulihan, pasar cenderung lebih toleran terhadap strategi leverage yang digunakan secara terkendali untuk mendorong pemulihan dan inovasi.

Sementara itu, pada periode gabungan (2020–2023), pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan kembali menunjukkan signifikansi statistik, terutama dalam model Tobin's Q. Dalam model efek acak (*random effect*) yang dikoreksi menggunakan Driscoll-Kraay standard errors, leverage memiliki koefisien positif dan signifikan ( $p < 0.001$ ). Hasil ini mengindikasikan bahwa secara agregat, penggunaan utang selama periode krisis hingga pemulihan dipersepsikan secara positif oleh pasar, sebagai bagian dari strategi pendanaan yang mendukung stabilitas dan ekspansi perusahaan.

Temuan ini pada dasarnya bertolak belakang dengan asumsi awal dalam penelitian ini, yang mengacu pada Pecking Order Theory dan mengasumsikan bahwa leverage berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Menurut teori tersebut, perusahaan akan lebih memilih pendanaan internal daripada eksternal, dan jika harus menggunakan sumber eksternal, utang lebih disukai dibandingkan ekuitas karena biaya informasi yang lebih rendah. Dalam konteks ini, tingkat leverage yang tinggi sering diartikan sebagai sinyal kurangnya pendanaan internal, yang bisa ditafsirkan negatif oleh investor. Namun, temuan empiris dalam penelitian ini justru menunjukkan arah hubungan yang positif.

Perbedaan ini dapat dijelaskan secara kontekstual. Dalam periode gabungan yang mencakup fase pandemi dan pasca pandemi, leverage tampaknya tidak hanya berperan sebagai alternatif terakhir dalam hirarki pendanaan, melainkan juga sebagai alat strategis dalam mempertahankan arus kas, mendanai investasi, dan menjaga operasional tetap berjalan di tengah ketidakpastian. Bahkan dalam perspektif *Trade-Off Theory*, struktur modal optimal dicapai dengan menyeimbangkan manfaat pajak dari utang dan biaya kebangkrutan, yang tampaknya tercermin dalam temuan ini. Dengan kata lain, leverage yang dikelola secara moderat masih bisa meningkatkan nilai perusahaan, terutama dalam kondisi ekonomi yang dinamis dan penuh tekanan.

Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yulinda et al. (2020) yang menganalisis pengaruh leverage terhadap volatilitas harga saham pada perusahaan dalam indeks LQ45 tahun 2014–2017 (Yulinda et al., 2020). Dalam penelitiannya, leverage ditemukan berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap volatilitas harga saham. Artinya, tingkat utang yang tinggi tidak secara langsung meningkatkan fluktuasi harga saham, meskipun arah hubungan menunjukkan potensi risiko yang lebih besar. Perbandingan ini menegaskan bahwa leverage dapat berdampak pada persepsi pasar, tetapi pengaruhnya sangat ditentukan oleh

kondisi ekonomi makro dan struktur modal perusahaan. Maka, dalam konteks pasca pandemi dan pemulihan ekonomi, investor cenderung lebih selektif dalam menilai perusahaan yang mengandalkan pendanaan utang, terutama jika tidak disertai dengan strategi pertumbuhan yang solid.

### **Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan**

Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu indikator utama dalam menilai kinerja dan prospek jangka panjang suatu entitas bisnis. Secara umum, pertumbuhan perusahaan mencerminkan kemampuan organisasi untuk memperluas skala operasionalnya, meningkatkan kapasitas produksi, serta memperkuat daya saing di pasar. Salah satu dimensi penting dalam menilai pertumbuhan ini adalah pertumbuhan aset, yang mengacu pada peningkatan total aktiva yang dimiliki perusahaan dari waktu ke waktu.

Pertumbuhan aset menunjukkan sejauh mana perusahaan berhasil melakukan akumulasi dan ekspansi sumber daya ekonomi, baik melalui investasi baru, pembelian aset tetap, maupun peningkatan piutang dan persediaan. Aset yang tumbuh secara sehat mencerminkan dinamika internal perusahaan dalam memperbesar kapasitas operasionalnya dan meningkatkan potensi pendapatan di masa depan. Oleh karena itu, dalam konteks analisis nilai perusahaan, pertumbuhan aset sering dipandang sebagai sinyal positif mengenai prospek pertumbuhan jangka panjang, efisiensi manajerial, serta daya tarik bagi investor.

Pada periode pandemi, hasil regresi data panel menunjukkan bahwa pengaruh Growth terhadap nilai perusahaan (baik Tobin's Q maupun PBV) belum signifikan secara statistik, meskipun terdapat indikasi arah hubungan yang positif. Hal ini mungkin disebabkan oleh ketidakpastian ekonomi yang tinggi saat itu, yang menyebabkan investor kurang merespons sinyal pertumbuhan karena fokus utama tertuju pada stabilitas likuiditas dan kelangsungan operasional perusahaan. Dalam konteks ini, teori pertumbuhan perusahaan dari Penrose (1959) menyatakan bahwa pertumbuhan tidak hanya bergantung pada peluang pasar, tetapi juga pada kapasitas internal perusahaan, termasuk keahlian manajerial dan pemanfaatan sumber daya secara efisien. Saat pandemi, kapasitas internal banyak perusahaan terdisrupsi, sehingga meskipun terdapat potensi pertumbuhan, kemampuan aktualisasi strategi pertumbuhan menjadi terbatas.

Memasuki periode pasca pandemi, regresi linier berganda menunjukkan bahwa variabel Growth tetap belum menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan ( $p > 0,6$ ), baik pada model Tobin's Q maupun PBV. Koefisiennya pun relatif kecil dan tidak konsisten arah signifikansinya. Hal ini mengindikasikan bahwa pada masa awal pemulihan ekonomi, pertumbuhan aset belum sepenuhnya dianggap sebagai sinyal yang kuat oleh pasar, kemungkinan karena masih adanya kehati-hatian investor terhadap keberlanjutan ekspansi pasca krisis. Dari perspektif teori Penrose, meskipun perusahaan mulai mencoba mengembangkan kapasitas internalnya kembali, proses pertumbuhan bersifat gradual dan membutuhkan waktu untuk menunjukkan dampaknya terhadap nilai pasar.

Namun, hasil yang berbeda ditemukan pada periode gabungan (2020–2023). Dalam model regresi data panel yang menggunakan Driscoll-Kraay standard errors, Growth menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Misalnya, dalam model Tobin's Q, koefisien Growth bernilai positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 1% ( $p < 0.001$ ), dan pada model PBV juga menunjukkan pengaruh positif yang signifikan ( $p < 0.01$ ). Temuan ini menunjukkan bahwa dalam perspektif jangka menengah, pasar mulai menghargai pertumbuhan perusahaan sebagai sinyal positif terhadap prospek bisnis dan peningkatan nilai perusahaan. Temuan ini konsisten dengan teori pertumbuhan Penrose, yang menekankan bahwa pertumbuhan bersumber dari akumulasi pengalaman, pembelajaran organisasi, dan kemampuan manajerial dalam mengelola ekspansi. Dalam jangka waktu yang lebih panjang, perusahaan cenderung mampu mengoptimalkan kelebihan sumber daya internal untuk menciptakan nilai lebih bagi pemegang saham. Dengan demikian, pertumbuhan aset yang signifikan mulai dianggap sebagai indikator kuat atas potensi keunggulan bersaing jangka panjang dan efisiensi organisasi.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Husen dan Pristiana (2025), yang menemukan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada sektor otomotif di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2023 (Bondan & Pristina, 2025). Meskipun terdapat perbedaan dalam indikator pengukuran growth, yaitu penulis menggunakan pertumbuhan aset dan Husen & Pristiana menggunakan pertumbuhan penjualan, kedua indikator ini secara umum sama-sama mencerminkan dinamika ekspansi dan prospek usaha. Namun, pertumbuhan aset cenderung menggambarkan kapasitas produksi dan strategi akumulasi jangka panjang, sedangkan pertumbuhan penjualan lebih merepresentasikan

respon pasar terhadap produk dan permintaan aktual. Dengan demikian, hasil yang serupa dari kedua pendekatan ini memperkuat keyakinan bahwa pasar menghargai pertumbuhan perusahaan sebagai sinyal positif terhadap keberlanjutan dan nilai jangka panjang perusahaan. Temuan ini juga mengonfirmasi bahwa dalam konteks pemulihan ekonomi pasca pandemi, baik peningkatan aset maupun pendapatan penjualan menjadi aspek penting yang dipertimbangkan investor dalam menilai prospek bisnis.

### **Pengaruh DPR, Leverage, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan temuan hasil uji simultan di atas, variabel independen berpengaruh signifikan secara simultan. Hubungan antara Dividend Payout Ratio (DPR), Leverage, dan Growth terhadap nilai perusahaan dapat dianalisis lebih lanjut melalui perspektif teori sinyal, teori pecking order, dan teori pertumbuhan perusahaan.

Pertama, dalam konteks teori sinyal, hasil uji simultan menunjukkan bahwa variabel DPR, leverage, dan growth secara kolektif signifikan dalam menjelaskan nilai perusahaan. Ini mengindikasikan bahwa pasar secara umum menangkap kombinasi dari ketiga variabel tersebut sebagai sinyal penting terhadap kondisi dan prospek perusahaan. DPR, misalnya, dapat dipersepsikan sebagai sinyal kepercayaan manajemen terhadap stabilitas laba di masa depan. Namun, saat sinyal ini tidak selaras dengan ekspektasi investor (seperti pada periode pasca pandemi, di mana dividen tinggi dipersepsikan sebagai keterbatasan reinvestasi), pengaruhnya dapat menjadi negatif atau tidak signifikan. Hasil ini memperkuat pandangan bahwa sinyal keuangan harus dibaca dalam konteks dinamika eksternal seperti fase krisis dan pemulihan.

Kedua, dari sisi teori pecking order, temuan bahwa leverage berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, terutama pada Tobin's Q, memperlihatkan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan dari sumber internal terlebih dahulu, kemudian utang, dan terakhir ekuitas. Dalam situasi pandemi dan pasca pandemi, penggunaan utang secara strategis mungkin dianggap efisien karena biaya modalnya lebih rendah dan dapat menstabilkan operasional. Walaupun pecking order theory secara klasik memandang leverage tinggi sebagai sinyal keterbatasan dana internal (yang bisa berdampak negatif terhadap nilai), hasil empiris di sini justru menunjukkan bahwa pasar menanggapi leverage secara positif ketika dianggap sebagai alat manajemen risiko yang efektif dalam menghadapi ketidakpastian.

Ketiga, dalam kerangka teori pertumbuhan perusahaan yang dikemukakan oleh Penrose, variabel growth yang signifikan secara simultan menguatkan gagasan bahwa perusahaan yang berkembang secara aset memiliki potensi nilai lebih tinggi. Penrose menyatakan bahwa pertumbuhan bukan sekadar ekspansi, melainkan proses pemanfaatan sumber daya internal secara efisien untuk menciptakan keunggulan kompetitif jangka panjang. Maka dari itu, pengaruh growth terhadap nilai perusahaan dalam jangka menengah (periode gabungan) menunjukkan bahwa pasar mulai mengenali pertumbuhan aset sebagai sinyal kapasitas produktif dan strategi ekspansi yang prospektif.

Dengan demikian, keterkaitan antara temuan empiris dan ketiga teori di atas menekankan pentingnya konteks dan waktu dalam membaca pengaruh variabel keuangan terhadap nilai perusahaan. Teori-teori tersebut saling melengkapi dalam menjelaskan bagaimana pasar merespons sinyal yang muncul dari kebijakan dividen, struktur modal, dan pertumbuhan perusahaan.

### **Kesimpulan**

Berdasarkan hasil analisis regresi linier berganda dan regresi data panel dengan koreksi Driscoll-Kraay standard errors terhadap data perusahaan manufaktur selama periode 2020–2023, penelitian ini menyimpulkan bahwa pengaruh Dividend Payout Ratio (DPR), leverage, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan bersifat dinamis dan kontekstual. Temuan menunjukkan bahwa DPR tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada periode pandemi dan pasca pandemi, namun memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap PBV pada periode gabungan. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar cenderung menanggapi kebijakan pembagian dividen secara hati-hati dalam situasi yang penuh ketidakpastian, dan lebih menghargai strategi retensi laba untuk mendukung ekspansi dan keberlanjutan bisnis. Secara khusus dalam konteks pasca pandemi, hasil ini mencerminkan pergeseran preferensi investor, dari yang sebelumnya mungkin menilai dividen sebagai sinyal kekuatan keuangan, menjadi lebih mengutamakan perusahaan yang fokus pada pertumbuhan dan efisiensi operasional pasca krisis.

Sementara itu, leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan selama masa pandemi, khususnya pada Tobin's Q, yang menandakan bahwa penggunaan utang dipersepsikan sebagai langkah adaptif untuk menjaga operasional perusahaan dalam kondisi penuh tekanan. Namun, pada periode pasca pandemi dan periode gabungan, pengaruh leverage

terhadap PBV menjadi negatif dan tidak signifikan, menunjukkan bahwa investor mulai lebih berhati-hati terhadap risiko keuangan jangka panjang. Ini menandakan adanya pergeseran persepsi di mana pembiayaan berbasis utang tidak lagi selalu dianggap sebagai sinyal kekuatan, tetapi sebagai potensi beban keuangan apabila tidak diikuti oleh peningkatan produktivitas dan pertumbuhan.

Di sisi lain, variabel growth yang diukur melalui pertumbuhan aset secara konsisten menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini memperkuat pandangan bahwa pertumbuhan aset dipersepsikan sebagai sinyal positif oleh pasar mengenai prospek jangka panjang perusahaan, sejalan dengan teori pertumbuhan yang dikemukakan oleh Penrose. Dalam konteks pasca pandemi, pertumbuhan aset juga mencerminkan kemampuan perusahaan untuk bangkit dari krisis dan memperluas kapasitas usahanya di tengah pemulihan ekonomi.

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini menekankan pentingnya mempertimbangkan kondisi makroekonomi dan fase siklus bisnis dalam mengevaluasi pengaruh kebijakan keuangan terhadap nilai perusahaan. Respons pasar terhadap DPR, leverage, dan growth sangat dipengaruhi oleh konteks waktu, strategi manajerial, serta ekspektasi investor. Oleh karena itu, keputusan keuangan yang diambil oleh perusahaan perlu mempertimbangkan dinamika pasar secara cermat dan disesuaikan dengan kondisi eksternal yang sedang berlangsung, terutama dalam masa transisi dan pemulihan pasca pandemi

## Referensi

- 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 RIPAHA: 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>
- Connelly, 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. (2009). *Basic Econometrics*. McGraw-Hill Education.
- Hartono, P. G., Robiyanto, R., Tinungki, G. M., Frensidi, 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>
- Hoechle, & Daniel. (2007). *Robust Standard Errors for Panel Models* (Vol. 7, Issue 3).
- 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., & Musviyanti, M. (2018). Pengaruh earning per share (EPS) dan dividen 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>