



Contents lists available at [Journal IICET](#)

JPPi (Jurnal Penelitian Pendidikan Indonesia)

ISSN: 2502-8103 (Print) ISSN: 2477-8524 (Electronic)

Journal homepage: <https://jurnal.iicet.org/index.php/jppi>



Meningkatkan nilai perusahaan: peran strategis kepemilikan institusional, *leverage* keuangan dan kebijakan dividen di perusahaan Indonesia

Robi Sunjaya^{*)}, Eka Bertuah

Fakultas Ekonomi Dan Bisnis, Universitas Esa Unggul

Article Info

Article history:

Received Aug 28th, 2024

Revised Nov 25th, 2024

Accepted Dec 31th, 2024

Keywords:

Firm Value
Indonesia institutional
Ownership
Financial leverage
Dividend policy

ABSTRACT

This study evaluates the impact of institutional ownership and financial leverage on firm value, with dividend policy serving as a mediating variable. The primary focus is to examine how dividend policy mediates the relationship between institutional ownership and firm value, as well as the effect of financial leverage on firm value. By using panel data regression models, the research incorporates purposive sampling, selecting 125 companies from a population of 902 firms listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the period 2020-2023, resulting in a total of 500 observations. The findings reveal that institutional ownership has a significant and positive impact on firm value, while financial leverage does not have a notable effect. Additionally, while dividend policy positively influences firm value, it does not mediate the relationship between institutional ownership and firm value. However, dividend policy successfully mediates the effect of financial leverage on firm value. These results highlight the critical role of institutional ownership and effective dividend policies in enhancing firm value. Practically, the study underscores the importance of institutional investors' oversight and the need for transparent dividend policies. For managers, ensuring effective dividend distribution can serve as a signal to the market, while policymakers should consider strengthening regulatory frameworks to support transparency. The study contributes to the academic literature by providing insights into the dynamics of the Indonesian market.



© 2024 The Authors. Published by IICET.

This is an open access article under the CC BY-NC-SA license
(<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0>)

Corresponding Author:

Robi Sunjaya,
Universitas Esa Unggul
Email: robisunjaya17@gmail.com

Introduction

Perusahaan dibentuk untuk menjalankan bisnis dengan tujuan meningkatkan nilai perusahaan dan meningkatkan kesejahteraan pemilik serta pemangku kepentingan (Al-Farid et al., 2022). Nilai perusahaan merupakan salah satu indikator utama dari keberhasilan perusahaan dalam menarik investor, karena nilai perusahaan mencerminkan harapan pasar terhadap arus kas di masa depan (Anita et al., 2023). Oleh karena itu, upaya untuk memaksimalkan nilai perusahaan menjadi sangat penting sebagai bagian dari pencapaian tujuan perusahaan (Dessriadi et al., 2022). Dalam wilayah Indonesia di tahun 2020 hingga 2023, dinamika nilai perusahaan memiliki tantangan tersendiri, seperti volatilitas pasar, dampak pandemi COVID-19, serta karakteristik struktur kepemilikan institusional yang unik dibandingkan negara lain (Pramudianto & Waluyo, 2024).

Berdasarkan data Bursa Efek Indonesia, (2023), meskipun nilai transaksi harian menurun hingga 28,3% pada akhir tahun 2023 dibandingkan tahun sebelumnya, kapitalisasi pasar saham terus menunjukkan tren kenaikan. Namun, menarik untuk dicatat meskipun terjadi penurunan dalam nilai transaksi harian, kapitalisasi pasar saham di Indonesia mengalami kenaikan sejak 2020 hingga 2023 (Bursa Efek Indonesia, 2024). Kapitalisasi pasar saham Indonesia mencapai Rp11.696 triliun pada Desember 2023, menjadikannya pasar saham terbesar di ASEAN Asean Exchange, (2023). Hal ini menunjukkan bahwa meskipun terjadi tantangan dalam aktivitas perdagangan, pasar modal Indonesia tetap menarik dari sisi valuasi. Namun, perlu dipahami lebih dalam faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan di pasar Indonesia, terutama dalam konteks struktur kepemilikan institusional, leverage keuangan, dan kebijakan dividen.

Kepemilikan institusional di negara berkembang seperti Indonesia sering kali dianggap sebagai salah satu mekanisme tata kelola yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Studi di Pakistan (Farrukh et al., 2017) dan Indonesia (Nuryono et al., 2019) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Namun, penelitian Putri et al., (2022), Ermanda et al., (2022), dan Kevser et al., (2019) menunjukkan hasil yang bertentangan dengan temuan sebelumnya, yaitu tidak adanya pengaruh signifikan dari kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan ketika diukur menggunakan Tobin's Q. Ketidakkonsistenan ini menunjukkan adanya kesenjangan dalam literatur, terutama dalam konteks pasar negara berkembang seperti Indonesia, yang memerlukan studi lebih lanjut.

Leverage keuangan juga menjadi salah satu faktor kunci dalam menentukan nilai perusahaan. Leverage menawarkan keuntungan seperti fleksibilitas pembiayaan dan pengurangan pajak (Lima et al., 2023). Namun, pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan tidak selalu positif. Studi oleh Ibhagui et al., (2018) dan Hussain et al., (2023) menunjukkan dampak positif leverage terhadap nilai perusahaan, sedangkan Ibrahim et al. (2020) dan Markonah et al., (2020) menemukan pengaruh yang negatif. Dalam wilayah Indonesia, struktur utang yang lebih tinggi sering kali berisiko karena tingkat bunga yang fluktuatif, yang dapat berdampak pada stabilitas keuangan perusahaan (Akhtar et al., 2022).

Selanjutnya, studi terkait dampak kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang diantaranya dilakukan oleh Kusumawati et al., (2021), Margono et al., (2021), Ovami, (2020), Resti et al., (2019), dan Yusbardini et al., (2023) membuktikan adanya korelasi antara kebijakan dividen pada nilai perusahaan secara positif. Sebaliknya, penelitian Adiputra et al., (2020), Islami et al., (2022), Jumono et al., (2019) dan Sari et al., (2022) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Studi di Turki membuktikan bahwasanya kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen secara positif (Khan, 2021). Namun, studi (Aleksnevičienė et al., 2023) di Bursa Efek Nordik dan Baltik menemukan bahwasanya tidak ada pengaruh dari kepemilikan institusional pada kebijakan dividen. Sesuai teori keagenan bahwa investor institusional mengawasi manajemen perusahaan agar efisien dalam penggunaan dana dan biasanya mengurangi kebutuhan untuk membayar dividen tinggi. Temuan tersebut sejalan dengan studi Muhammad et al., (2021) dan Santoso et al., (2021).

Menurut studi Kautsar et al., (2023) dan Melinda et al., (2023), *leverage* keuangan berdampak negatif pada kebijakan dividen. Namun penelitian di Selandia Baru oleh Li et al., (2023), di Eropa Tengah dan Timur (Stereńczak et al., 2022) dan industri manufaktur di Indonesia (Prianda et al., 2022) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh dari rasio utang terhadap ekuitas (DER) pada kebijakan dividen secara positif dan signifikan. Pada studi Salju et al., (2022) ditemukan bahwasanya kebijakan dividen memainkan peran penting dalam memediasi hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Di sisi lain, studi Handayani et al., (2018) dan Setyabudi, (2021) menyajikan perspektif yang berbeda. Temuan mereka menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak memainkan peran mediasi dalam hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Dalam sebuah studi terbaru Islami et al., (2022), ditemukan bahwasanya hubungan antara kepemilikan institusional dan kinerja keuangan tidak secara efektif dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Hal ini karena pemegang saham lebih memprioritaskan *capital gain* dibandingkan dividen.

Dalam studi Fajaria et al., (2018) membuktikan bahwasanya terdapat peran dari kebijakan dividen dalam mediasi secara positif pada *leverage* terhadap nilai perusahaan. Berbeda halnya dengan studi Prianda et al., (2022) bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi *leverage* terhadap nilai perusahaan. Perubahan kebijakan dividen, baik positif maupun negatif tidak mempengaruhi *leverage* terhadap nilai perusahaan (Marhaenis & Wany, 2021). Temuan tersebut sejalan dengan studi dari Putri et al., (2023) dan Sefti, (2021). Kepemilikan Institusional, *Leverage* Keuangan dan Kebijakan Dividen diketahui berdampak pada Nilai Perusahaan, seperti yang disebutkan di atas (Dessriadi et al., 2022).

Konteks pasar modal Indonesia memberikan tantangan dan peluang yang unik, terutama dalam kaitannya dengan faktor-faktor yang memengaruhi nilai perusahaan. Sebagai negara berkembang, Indonesia memiliki struktur pasar yang berbeda dibandingkan dengan negara maju, seperti Amerika Serikat atau negara-negara

Eropa. Dalam penelitian ini, pendekatan holistik digunakan untuk mengintegrasikan kepemilikan institusional, leverage keuangan, dan kebijakan dividen sebagai variabel mediasi dalam menganalisis nilai perusahaan. Penelitian ini menawarkan kebaruan dengan fokus pada data perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020-2023, memberikan konteks yang lebih spesifik dan relevan terhadap pasar modal Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan dapat menjawab kesenjangan literatur sebelumnya dan memberikan kontribusi signifikan dalam pengembangan teori maupun praktik.

Hubungan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Tingginya tingkat kepemilikan institusional, mempengaruhi besarnya peningkatan nilai perusahaan karena kontrol terhadap kinerja manajemen lebih ketat (Handriani et al., 2018). Dengan demikian, kehadiran pemegang saham institusional dapat memberikan dorongan tambahan bagi perusahaan agar kinerja dan nilai yang lebih baik dan tinggi dapat tercapai (Lestari, 2017). Studi Kapil et al., (2019) menemukan bahwasanya faktor kepemilikan institusi berdampak secara positif pada nilai perusahaan. Menunjukkan bahwa kepemilikan institusi yang tinggi dapat mengontrol perilaku manajer dengan lebih kuat, sehingga manajer dapat bekerja sesuai dengan kepentingan perusahaan untuk menurunkan biaya agensi dan meningkatkan nilai perusahaan (Nuryono et al., 2019). **H1.** Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hubungan Leverage Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan

Manajemen *leverage* yang bijaksana dan efisien merupakan bagian penting dari meningkatkan nilai perusahaan karena meskipun *leverage* yang tepat dapat meningkatkan pengembalian investasi, itu juga dapat meningkatkan risiko kebangkrutan (Akhtar et al., 2022). Sukarya et al., (2019) menyatakan bahwa meskipun pengelolaan utang yang baik dengan nilai utang yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan, nilai utang yang tinggi juga dapat menurunkan nilai perusahaan karena biaya tambahan yang timbul dari utang tersebut.

Kinerja perusahaan dipengaruhi oleh manajemen *leverage* (Akhtar et al., 2022). Lebih banyak utang berarti lebih banyak dana operasional, yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Azib et al., 2020). Kinerja perusahaan yang tinggi meningkatkan harga saham. Oleh karena itu, meningkatkan *leverage* dapat meningkatkan nilai perusahaan (Markonah et al., 2020). Studi Ibhagui et al., (2018) di Nigeria juga membuktikan bahwasanya *leverage* keuangan dan nilai perusahaan memiliki pengaruh secara positif dan signifikan, sebagaimana dengan studi di Pakistan (Hussain et al., 2023). Temuan tersebut sesuai dengan studi Al-Farid et al., (2022), Farooq et al., (2016) dan Sari et al., (2022) yang menyatakan bahwa *leverage* keuangan memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sesuai teori sinyal, bahwa penggunaan utang oleh perusahaan dapat menjadi sinyal kesehatan keuangan perusahaan dan prospek mereka kepada pasar (Lima et al., 2023). Keyakinan manajemen bahwa utang akan menghasilkan laba yang cukup untuk membayar biaya pinjaman dapat memberikan kepercayaan kepada investor dan kreditur. **H2.** *Leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hubungan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan mengenai pembagian laba pada pemegang saham disebut sebagai kebijakan dividen (Brigham et al., 2018). Kebijakan tersebut mencakup apakah perusahaan membayar dividen kepada pemegang saham, besar dividen dibayarkan, serta kapan dividen dibayarkan. Para pemegang saham memandang risiko dividen cenderung rendah serta tingkat pengembaliannya lebih stabil daripada *capital gains* (Suhadak et al., 2014).

Menurut studi milik Ovami, (2020) mengungkapkan bahwasanya terdapat pengaruh dari kebijakan dividen pada nilai perusahaan secara positif. Berdasarkan teori sinyal oleh Miller et al., (1961), bahwasanya keyakinan manajer terhadap pertumbuhan laba meningkat seiring dengan pertumbuhan dividen, mendukung penelitian ini. Kenaikan dividen memberi informasi kepada investor tentang profitabilitas perusahaan (Yusbardini et al., 2023). Jika perusahaan menawarkan dividen yang besar, investor membeli sahamnya, yang pada gilirannya menaikkan harga saham serta nilai perusahaan (Margono et al., 2021). Sejalan dengan studi milik Yusbardini et al., (2023) dan Setiyawati et al., (2017). **H3.** Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hubungan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Merujuk pada kepemilikan suatu perusahaan yang juga milik lembaga keuangan non-bank atau lainnya yang melakukan pengelolaan dana atas nama orang lain disebut kepemilikan institusional (Suteja, 2020). Tingginya tingkat kepemilikan institusional, diikuti oleh tingginya tingkat kontrol oleh pihak eksternal pada perusahaan, yang sehingga biaya agensi dan peningkatan nilai perusahaan pun menurun (Aleksnevičienė et al., 2023). Khan, (2021) dalam penelitiannya menyatakan bahwa terdapat pengaruh dari kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen secara positif dan menunjukkan bahwa besarnya kepemilikan institusional, diikuti dengan besarnya kebijakan dividen yang ditetapkan. Peran penting kepemilikan institusional diperlukan guna meminimalisir konflik agen antara manajer dan pemegang saham (Santoso et al., 2021). Temuan tersebut sejalan

dengan studi milik Naveed, (2021), Tran et al., (2019) dan Mili et al., (2017). **H4.** Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Hubungan *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan dalam masa pertumbuhan membutuhkan investasi dengan jumlah besar, serta *leverage* yang sangat tinggi, lebih cenderung tidak membayar dividen dan hanya membayarnya dalam jumlah yang lebih sedikit daripada perusahaan yang lebih besar, bertumbuh, dan lebih *solvent* (Stereńczak et al., 2022). Karena dengan tingginya struktur permodalan yang melebihi hutang, maka prioritas manajemen adalah melunasi kewajiban terlebih dahulu dibandingkan memberi dividen (Islami et al., 2022). Sejalan dengan studi milik Kautsar et al., (2023) dan Ramadani et al., (2020) *leverage* berdampak negatif pada kebijakan dividen. Teori biaya keagenan memperkuat argumen ini karena manajer atau agen ingin mengembangkan perusahaan untuk mengumpulkan kekayaan, yang mungkin tidak selalu menjadi kepentingan terbaik prinsipal atau pemegang saham. **H5.** *Leverage* keuangan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Hubungan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dimediasi Kebijakan Dividen

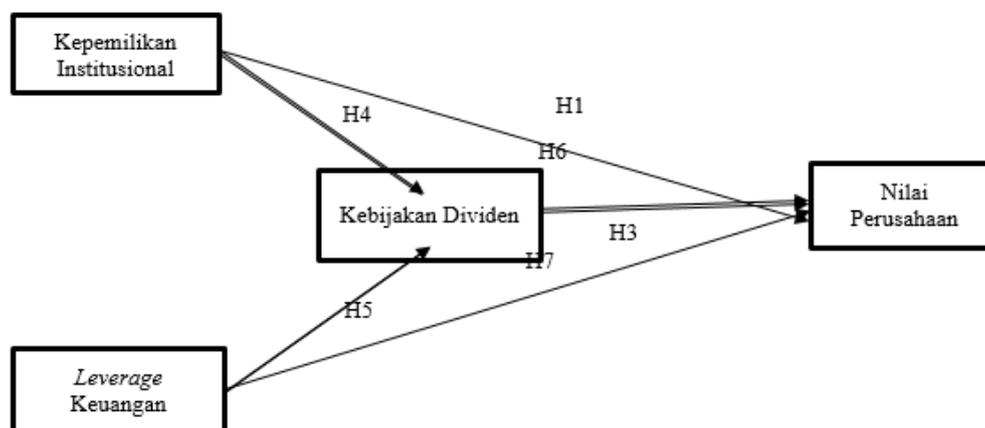
Menerapkan kebijakan dividen yang konsisten dan adil membantu memperlihatkan kepada penanam modal bahwasanya perusahaan menghasilkan keuntungan dan mampu memberi dividen (Tahu et al., 2023). Pembayaran dividen berpotensi mempengaruhi penilaian perusahaan dan meningkatkan kepercayaan investor (Farrukh et al., 2017). Kepemilikan institusional meningkatkan pengawasan, sehingga membatasi perilaku oportunistik manajemen (Widiyanti et al., 2019). Studi Balogun et al., (2023) di Nigeria juga membuktikan bahwasanya pembayaran dividen mendorong investor institusional untuk memiliki saham di perusahaan, sementara pembayaran yang tidak teratur mengurangi partisipasi mereka. Sesuai dengan studi milik Aditya et al., (2015) yang menemukan bahwasanya kemampuan kebijakan dividen memediasi kepemilikan institusional pada nilai perusahaan. Fakta tersebut sejalan dengan teori sinyal bahwa harga saham akan naik seiring pengumuman kenaikan dividen, begitupun sebaliknya (Yusbardini et al., 2023). **H6.** Kebijakan dividen memediasi kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan

Hubungan *Leverage* Terhadap Nilai Perusahaan Dimediasi Kebijakan Dividen

Dalam teori sinyal, kebijakan dividen digunakan bagi investor untuk menilai seberapa baik atau buruk suatu bisnis, karena transaksi dividen yang besar oleh perusahaan menjadi sinyal positif bagi para penanam modal atas kemajuan perusahaan (Dewi et al., 2023). Perusahaan dengan *leverage* yang tinggi rentan terjadi kebangkrutan dan tidak dapat mengembalikan hutang mereka (Sukarya et al., 2019). Namun, kebijakan dividen dapat mengatasi *leverage* yang tinggi dan memicu kepercayaan investor meningkat bahwasanya perusahaan mampu membayar dividen dengan jumlah konsisten tanpa perlu takut bangkrut sebab utang, serta meningkatkan nilai perusahaan yang berarti kebijakan dividen dapat memediasi secara positif *leverage* dengan nilai perusahaan (Fajaria et al., 2018). **H7.** Kebijakan dividen memediasi *leverage* keuangan terhadap nilai perusahaan.

Method

Kerangka Penelitian



Gambar 1 <Model Penelitian>

Penelitian ini mengkaji nilai perusahaan sebagai variabel dependen, yang diukur menggunakan *Tobin's Q*, dengan variabel independen meliputi kepemilikan institusional, yang dihitung berdasarkan proporsi saham

milik institusi di akhir tahun, dan leverage keuangan, yang diukur menggunakan rasio utang terhadap ekuitas (DER). Kebijakan dividen berfungsi sebagai variabel mediasi yang diukur melalui *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Pemilihan Sampel dan Metode Sampling

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2023. Sampel penelitian dipilih menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: 1) Perusahaan yang membagikan dividen tunai selama periode penelitian; 2) Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit selama periode 2020–2023; 3) Perusahaan yang memiliki data lengkap untuk variabel yang diteliti.

Dari populasi awal sebanyak 902 perusahaan terdaftar di BEI, 125 perusahaan memenuhi kriteria seleksi, menghasilkan total observasi sebanyak 500 observasi (125 perusahaan \times 4 tahun). Untuk meningkatkan representativitas sampel, penelitian di masa mendatang dapat mempertimbangkan penggunaan metode *stratified random sampling*, yang mengelompokkan perusahaan berdasarkan sektor industri atau ukuran perusahaan.

Periode Penelitian

Periode penelitian 2020–2023 dipilih untuk mencakup dampak pandemi COVID-19 terhadap variabel yang diteliti, seperti leverage keuangan dan kebijakan dividen. Namun, periode ini relatif singkat untuk menggambarkan hubungan jangka panjang. Penelitian lanjutan disarankan untuk memperluas cakupan waktu, misalnya 10 tahun, agar lebih mampu menangkap pola jangka panjang.

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel sebagai berikut: 1) Nilai Perusahaan (*Tobin's Q*): Nilai ini dipilih karena mencerminkan persepsi investor terhadap nilai pasar perusahaan dibandingkan nilai bukunya; 2) Kepemilikan Institusional: Variabel ini digunakan karena peran institusi dalam meningkatkan tata kelola perusahaan; 3) Leverage Keuangan (DER): Leverage digunakan untuk mencerminkan tingkat penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan; 4) Kebijakan Dividen (DPR): Dividen dipilih karena relevansinya dalam menarik investor dan mencerminkan profitabilitas perusahaan.

Validitas dan Reliabilitas Data

Data penelitian diperoleh dari laporan keuangan tahunan dan laporan tahunan yang telah diaudit. Untuk memastikan validitas dan reliabilitas data, dilakukan verifikasi silang dengan sumber terpercaya lainnya, seperti situs resmi BEI dan publikasi jurnal ilmiah.

Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel dengan perangkat lunak E-Views 13, yang menggabungkan data time series dan cross-section. Analisis melibatkan tiga model regresi, yaitu: *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM) and *Random Effect Model* (REM)

Pemilihan model terbaik dilakukan melalui uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier. Selain itu, uji asumsi klasik, Selain itu, uji asumsi klasik, seperti uji normalitas, multikolinearitas, dan heteroskedastisitas, dilakukan untuk memastikan kelayakan model regresi. Pengujian mediasi dilakukan menggunakan uji Sobel untuk menilai pengaruh kebijakan dividen terhadap hubungan leverage keuangan dan nilai perusahaan.

Results and Discussions

Analisis Statistik Deskriptif

Hasil analisis statistik deskriptif dari 500 sampel yang mencakup 125 perusahaan selama empat tahun memberikan gambaran yang lebih mendalam tentang variasi variabel yang dianalisis, yaitu Nilai Perusahaan (Y) sebagai variabel dependen, Kepemilikan Institusional (X1) dan Leverage Keuangan (X2) sebagai variabel independen, serta Kebijakan Dividen (Z) sebagai variabel intervening. Analisis ini memberikan dasar untuk memahami hubungan antara variabel-variabel tersebut dalam konteks hipotesis yang diuji dalam penelitian ini.

Nilai Perusahaan (Y): Nilai perusahaan tertinggi yang tercatat adalah 14,41 (PT Unilever Indonesia Tbk pada 2020), sementara nilai terendah adalah 0,14 (PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk pada 2023). Rata-rata nilai perusahaan sebesar 1,44 dengan standar deviasi 1,20 menunjukkan variabilitas yang relatif rendah, mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan dalam sampel ini memiliki prospek pertumbuhan yang positif, di mana Tobin's Q di atas 1 menunjukkan bahwa perusahaan umumnya dipandang menarik oleh investor. Hasil ini relevan dengan hipotesis pertama yang mengemukakan bahwa faktor-faktor seperti kepemilikan institusional dan kebijakan dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Kebijakan Dividen (Z): Kebijakan dividen tertinggi tercatat pada 1,62 (PT Mitra Pinasthika Mustika Tbk pada 2022), sementara terendah adalah -0,44 (PT Trisula International Tbk pada 2020). Dengan rata-rata

kebijakan dividen sebesar 0,39 dan standar deviasi 0,35, dapat dilihat bahwa kebijakan dividen relatif stabil di sebagian besar perusahaan. Data ini penting untuk menguji hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memiliki peran penting sebagai variabel intervening dalam hubungan antara kepemilikan institusional, leverage, dan nilai perusahaan.

Kepemilikan Institusional (X1): Kepemilikan institusional tertinggi tercatat pada 0,99 (PT Fajar Surya Wisesa Tbk), sementara yang terendah pada 0,14 (PT Arwana Citramulia Tbk pada 2020). Rata-rata kepemilikan institusional sebesar 0,57 dengan standar deviasi 0,17 menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki tingkat kepemilikan institusional yang moderat. Hal ini relevan dengan hipotesis ketiga, yang mengemukakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

Leverage Keuangan (X2): Leverage tertinggi sebesar 5,02 tercatat pada PT Bank Central Asia Tbk pada 2022, sedangkan terendah sebesar 0,03 pada PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk pada 2020. Dengan rata-rata leverage 0,89 dan standar deviasi 0,81, hasil ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki penggunaan utang yang moderat. Data ini relevan dengan hipotesis keempat yang menguji pengaruh leverage terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan, serta menunjukkan perbedaan strategi pendanaan di antara perusahaan, khususnya dalam sektor keuangan dan infrastruktur yang lebih cenderung menggunakan leverage yang lebih tinggi.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Tabel 1 <Ringkasan Hasil Model Regresi Data Panel>

Uji	Model Sub Struktural 1		Model Sub Struktural 2	
	Probability	Hasil	Probability	Hasil
Uji Chow	0,0021 < 0,05	FEM	0,0000 < 0,05	FEM
Uji Hausman	0,0441 < 0,05	FEM	0,2648 > 0,05	REM
Uji LM			0,0000 < 0,05	REM
Kesimpulan		FEM		REM

Sumber: Data diolah *Eviews* 13, 2024

Pengujian model dalam penelitian ini melibatkan Uji *Chow*, *Hausman*, dan *Lagrange Multiplier* untuk memilih model yang paling sesuai antara *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM) pada dua substruktur yang dianalisis. Pada substruktur I, hasil Uji *Chow* menunjukkan probabilitas $0,0021 < 0,05$, yang mengarah pada penolakan H_0 dan penerimaan H_1 , sehingga FEM lebih tepat. Hasil Uji *Hausman* untuk substruktur I menunjukkan probabilitas $0,0441 < 0,05$, yang juga mendukung pemilihan FEM. Sementara itu, pada substruktur II, Uji *Chow* menghasilkan probabilitas $0,0000 < 0,05$, yang menunjukkan bahwa FEM lebih tepat. Namun, hasil Uji *Hausman* dengan probabilitas $0,2648 > 0,05$ menunjukkan bahwa REM lebih sesuai untuk substruktur II. Selanjutnya, Uji *Lagrange Multiplier* pada substruktur II menunjukkan probabilitas $0,0000 < 0,05$, yang semakin memperkuat pemilihan REM. Secara keseluruhan, FEM dipilih untuk substruktur I, sedangkan REM dipilih untuk substruktur II.

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dalam penelitian ini mencakup uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Namun, uji autokorelasi tidak dilakukan karena data yang digunakan adalah data panel (Sugiyono, 2019).

Tabel 2 <Ringkasan Hasil Uji Asumsi Klasik>

	Uji Normalitas		Uji Multikolinieritas		Uji Heteroskedastisitas	
	<i>Uji Jarque Bera (Prob)</i>		<i>Correlation</i>		<i>Uji Glejser (Prob)</i>	
	Sub Struktural 1	Sub Struktural 2	Sub Struktural 1	Sub Struktural 2	Sub Struktural 1	Sub Struktural 2
	0,095817	0,356491				
DER			0,036221		0.6795	0.3375
IO				0,067580	0.6605	0.4087
DPR				0,009334		0.6297

Sumber: Data diolah *Eviews* 13, 2024

Dalam penelitian ini, model data panel yang dipilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM) untuk substruktur I dan *Random Effect Model* (REM) untuk substruktur II. Uji normalitas menunjukkan bahwa residual berdistribusi normal, dengan nilai probabilitas sebesar 0,09 untuk substruktur I dan 0,35 untuk substruktur II, keduanya lebih besar dari 0,05. Uji multikolinieritas juga menunjukkan bahwa tidak ada gejala

multikolinearitas, karena semua variabel independen memiliki koefisien korelasi kurang dari 0,8. Selanjutnya, uji heteroskedastisitas menunjukkan bahwa variabel bebas pada substruktural I, yaitu IO dan DER, memiliki nilai probabilitas masing-masing sebesar 0,66 dan 0,67, sementara pada substruktural II, IO, DER, dan DPR memiliki nilai probabilitas masing-masing sebesar 0,40, 0,33, dan 0,62. Semua nilai probabilitas ini lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa model bebas dari heteroskedastisitas. Kesimpulannya, model regresi dalam penelitian ini valid dan bebas dari masalah asumsi klasik.

Uji Hipotesis

Tabel 3 <Ringkasan Hasil Uji Hipotesis>

Variabel	Sub Struktural 1		Sub Struktural 2	
	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob
Constanta	1,483883	0,0000	1,223914	0,0000
IO (Institutional Ownership)	-0,153652	0,0926	0,389551	0,0107
DER (Debt Equity Ratio)	0,056927	0,0000	-0,018213	0,1614
DPR (Dividend Payout Ratio)			0,214804	0,0000
Uji Koefisien Determinasi (R ²)	0,959354		0,095918	
Uji F	0.000000		0.000000	

Sumber: Data diolah *Eviews* 13, 2024

Melalui hasil olah data di atas maka diperoleh persamaan *fixed effect model* terhadap kebijakan dividen pada substruktural 1, dan substruktural 2 diperoleh persamaan *random effect model* terhadap nilai perusahaan sebagai berikut:

$$\text{DPR}(Z) = 1,483883 - 0,153652 \text{ IO} + 0,056927 \text{ DER}$$

$$\text{Nilai Perusahaan}(Y) = 1,223914 + 0,389551 \text{ IO} - 0,018213 \text{ DER} + 0,214804 \text{ DPR}$$

Berdasarkan hasil estimasi, konstanta sebesar 1,48 pada persamaan pertama menunjukkan bahwa jika variabel independen seperti kepemilikan institusional dan *leverage* bernilai nol, kebijakan dividen tetap bernilai positif sebesar 1,48. Ini mengindikasikan bahwa kedua variabel tersebut sangat penting dalam menentukan kebijakan dividen. Nilai koefisien kepemilikan institusional sebesar -0,15 menunjukkan adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen, yang berarti peningkatan kepemilikan institusional cenderung mengurangi kebijakan dividen. Sebaliknya, nilai koefisien *leverage* sebesar 0,05 dengan tanda positif menunjukkan adanya hubungan positif antara *leverage* dan kebijakan dividen, sehingga semakin tinggi *leverage*, semakin besar pula kebijakan dividen yang diterapkan oleh perusahaan.

Pada persamaan kedua, konstanta sebesar 1,22 dengan tanda positif menunjukkan bahwa jika nilai variabel kepemilikan institusional, *leverage*, dan kebijakan dividen dianggap ada atau bernilai 1, maka nilai perusahaan (*Tobin's Q*) diprediksi sebesar 1,22 dengan asumsi variabel lainnya konstan. Nilai koefisien kepemilikan institusional sebesar 0,38 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, menandakan bahwa peningkatan kepemilikan institusional cenderung meningkatkan nilai perusahaan. Namun, *leverage* keuangan memiliki nilai koefisien -0,01, yang menunjukkan hubungan negatif antara *leverage* dan nilai perusahaan, sehingga peningkatan *leverage* dapat menurunkan nilai perusahaan. Di sisi lain, kebijakan dividen dengan koefisien 0,21 menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, di mana setiap kenaikan 1 persen dalam kebijakan dividen akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,21, dengan asumsi variabel independen lainnya tetap konstan.

Hasil koefisien determinasi (R²) pada substruktural 1 menunjukkan bahwa nilai adjusted R² sebesar 0,95 mengindikasikan variabel kepemilikan institusional dan *leverage* dapat menjelaskan 95,93% variasi dalam kebijakan dividen, sementara 4,07% sisanya dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Pada substruktural 2, nilai adjusted R² sebesar 0,09 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional, *leverage*, dan kebijakan dividen hanya menjelaskan 9,59% variasi dalam nilai perusahaan, sedangkan 90,41% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti.

Berdasarkan hasil analisis substruktural 1, nilai F-Statistik sebesar 94,47 dengan probabilitas 0,00 < 0,05 menunjukkan bahwa kepemilikan institusi dan *leverage* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR), dengan F-tabel sebesar 2,68. Hasil ini mengindikasikan bahwa setiap perubahan dalam kepemilikan institusi dan *leverage* akan berdampak signifikan pada kebijakan dividen. Pada substruktural 2, nilai F-Statistik sebesar 18,64 dengan probabilitas 0,00 < 0,05 juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusi, *leverage* keuangan, dan kebijakan dividen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Artinya, setiap perubahan dalam variabel-variabel ini akan mempengaruhi nilai perusahaan secara signifikan.

Berdasarkan hasil regresi pada substruktural 1, diketahui bahwa nilai t-hitung untuk variabel kepemilikan institusi adalah -1,68, sementara nilai t-tabel dengan tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan 121 adalah 1,65. Karena nilai t-hitung lebih kecil dari t-tabel ($-1,68 < 1,65$) dan nilai probabilitas 0,09 lebih besar dari 0,05, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak. Ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya, untuk *leverage* keuangan, nilai t-hitung sebesar 6,82 lebih besar dari t-tabel ($6,82 > 1,65$) dan nilai probabilitas sebesar 0,00 lebih kecil dari 0,05, yang berarti bahwa *leverage* keuangan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pada substruktural 2, hasil regresi menunjukkan bahwa t-hitung untuk kepemilikan institusi adalah 2,56, yang lebih besar dari t-tabel ($2,56 > 1,65$), dan dengan nilai probabilitas sebesar 0,01, ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun, untuk *leverage* keuangan, t-hitung sebesar -1,40 lebih kecil dari t-tabel ($-1,40 < 1,65$), dan nilai probabilitas sebesar 0,16 lebih besar dari 0,05, yang menunjukkan bahwa *leverage* keuangan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sementara itu, kebijakan dividen memiliki t-hitung sebesar 6,60 yang lebih besar dari t-tabel ($6,60 > 1,65$) dan nilai probabilitas sebesar 0,00, menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Uji Analisis Path

Analisis uji mediasi mencakup pemrosesan, pengorganisasian, pengelompokan, klasifikasi, dan kategorisasi data. Analisis jalur menentukan dampak langsung dan tidak langsung faktor independen pada variabel dependen. Analisis jalur merupakan p(Ghozali & Ratmono, 2017)ganda (Ghozali & Ratmono, 2017). Adapun hasil uji mediasi sebagai berikut:

Tabel 4 <Ringkasan Hasil Uji Analisis Path>

No	Variable	X->M	M->Y	X->Y	Direct Effect	Indirect Effect	p-value	Description
1	IO->DPR->TQ	-0,15	0,21	0,39	-0,03	0,36	0,10	Unmediated
2	DER ->DPR-> TQ	0,06	0,21	-0,02	0,01	-0,01	0,00	Fully Mediated

Sumber: Data diolah *Eviews* 13, 2024

Berdasarkan data yang diperoleh, pengaruh langsung variabel kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan sebesar 0,39, sedangkan pengaruh tidak langsung melalui kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah -0,03. Total pengaruh yang dihasilkan dari hipotesis ini sebesar 0,36. Karena nilai pengaruh langsung sebesar 0,39 lebih besar daripada total pengaruh sebesar 0,36, dapat disimpulkan bahwa model ini termasuk dalam kategori *Unmediated*, yang berarti variabel kepemilikan institusional tidak mampu mempengaruhi nilai perusahaan dalam peran variabel mediasi. Sebaliknya, pengaruh langsung *leverage* keuangan terhadap nilai perusahaan sebesar -0,02, sedangkan pengaruh tidak langsung melalui kebijakan dividen sebesar 0,01, menghasilkan total pengaruh sebesar -0,01. Dalam kasus ini, nilai pengaruh langsung (-0,02) lebih kecil dibandingkan total pengaruh (-0,01), yang menunjukkan bahwa model ini termasuk *Fully Mediation*, artinya variabel *leverage* keuangan membutuhkan peran kebijakan dividen untuk mempengaruhi nilai perusahaan secara signifikan.

Hasil uji Sobel menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen tidak memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Dengan nilai *p-value* sebesar 0,10 yang lebih besar dari 0,05, ini memperkuat kesimpulan bahwa kepemilikan institusional mempengaruhi nilai perusahaan secara langsung, tanpa melalui kebijakan dividen. Artinya, meskipun kepemilikan institusional dapat memengaruhi keputusan perusahaan yang pada gilirannya meningkatkan nilai perusahaan, peran kebijakan dividen sebagai variabel intervensi dalam hubungan ini tidak signifikan.

Sebaliknya, uji Sobel untuk pengaruh *leverage* keuangan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen menunjukkan nilai *p-value* sebesar 0,00, yang lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen memediasi hubungan antara *leverage* keuangan dan nilai perusahaan secara signifikan. Mekanisme mediasi ini dapat dijelaskan dengan cara kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan dipengaruhi oleh tingkat *leverage* yang dimiliki. Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang lebih tinggi cenderung untuk memberikan dividen yang lebih besar atau lebih agresif sebagai upaya untuk menjaga kepuasan pemegang saham dan mengurangi ketidakpastian yang mungkin timbul dari penggunaan utang yang tinggi. Di sisi lain, kebijakan dividen yang lebih tinggi tersebut pada akhirnya berdampak pada peningkatan persepsi investor terhadap nilai perusahaan, sehingga meningkatkan nilai perusahaan itu sendiri.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil studi menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan di perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020-2023. Data ini

mendukung hipotesa sehingga H_1 diterima. Data juga menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan institusional adalah 70% yang mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan dalam sampel memiliki tingkat kepemilikan institusional yang tinggi. Bahkan ada perusahaan dengan angka kepemilikan 99% yang artinya hampir seluruh sahamnya dikuasai oleh institusi.

Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi cenderung lebih diperhatikan oleh investor. Hal ini sejalan dengan pandangan Handriani et al., (2018) dan Lestari (2017) yang menekankan bahwa kehadiran pemegang saham institusional dapat meningkatkan kontrol terhadap manajemen, mendorong kinerja yang lebih baik, serta meminimalkan biaya agensi. Dengan pengawasan yang lebih ketat, manajer diharapkan akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian oleh Nuryono et al., (2019) juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dapat memperkuat posisi tawar perusahaan di pasar, meningkatkan kepercayaan investor, dan mengarah pada kinerja keuangan yang lebih baik.

Sesuai dengan teori agensi yang menyatakan bahwasanya kepemilikan institusional dapat meningkatkan pengawasan serta performa perusahaan, yang pada gilirannya meningkatkan nilai perusahaan. Temuan ini juga sejalan dengan penelitian di India yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan seperti studi oleh Kapil et al. (2019) mengkonfirmasi bahwa kepemilikan institusional yang tinggi dapat mengontrol perilaku manajer dan mendorong praktik *corporate governance* yang lebih baik. Selain itu, studi terbaru Kevser et al., (2019) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki pemegang saham institusional yang aktif cenderung berfokus pada nilai jangka panjang dan keberlanjutan, yang dapat meningkatkan daya tarik mereka di pasar. Dengan demikian, hasil penelitian ini menegaskan pentingnya kepemilikan institusional dalam meningkatkan nilai perusahaan. Perolehan studi ini selaras dengan studi Putri et al., (2022), Ermanda et al., (2022) dan Widianingrum et al., (2023).

Pengaruh Leverage Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil studi ini mengindikasikan bahwa leverage keuangan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan di perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020-2023. Data ini tidak mendukung hipotesis awal, yang menyatakan bahwa leverage keuangan seharusnya memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis H_2 ditolak. Hal ini menimbulkan ketidaksesuaian antara hasil dan ekspektasi awal, yang perlu dianalisis lebih lanjut.

Salah satu penyebab utama ketidaksesuaian ini dapat berasal dari kondisi pasar yang tidak stabil, terutama terkait dengan dampak jangka panjang pandemi COVID-19 yang memengaruhi keputusan manajemen dalam penggunaan utang. Ketidakpastian ekonomi yang dihadapi perusahaan pada periode tersebut memaksa mereka untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan finansial. Banyak perusahaan memilih untuk menahan penggunaan utang untuk menjaga likuiditas dan menyikapi ketidakpastian pasar, yang berimplikasi pada rendahnya pengaruh leverage keuangan terhadap nilai perusahaan.

Selain itu, kebijakan manajemen perusahaan juga mempengaruhi keputusan mengenai penggunaan utang dan dividen. Studi oleh Akhtar et al., (2022) menunjukkan bahwa banyak perusahaan di Indonesia lebih memilih untuk mengalokasikan dana untuk reinvestasi dan pengembangan jangka panjang, daripada menggunakan utang yang berisiko untuk meningkatkan nilai jangka pendek. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan strategi pengelolaan utang yang lebih konservatif memilih untuk memprioritaskan keberlanjutan jangka panjang daripada melakukan ekspansi agresif melalui utang, yang dapat meningkatkan ketidakpastian dan risiko keuangan.

Lebih lanjut, perbedaan dalam pengelolaan utang di antara perusahaan juga berkontribusi terhadap ketidaksesuaian ini. Beberapa perusahaan mempertahankan beban utang yang sangat rendah, sementara lainnya beroperasi dengan beban utang yang tinggi. Ini mencerminkan pendekatan yang beragam terhadap pengelolaan risiko, tergantung pada kondisi ekonomi eksternal dan sikap perusahaan terhadap volatilitas pasar. Perusahaan dengan utang tinggi, meskipun mungkin lebih menguntungkan dalam kondisi pasar yang stabil, dapat menghadapi biaya tinggi dan risiko finansial dalam kondisi ketidakpastian yang lebih besar, seperti yang terjadi selama pandemi.

Dalam konteks ini, teori sinyal dapat memberikan penjelasan mengenai fenomena ini. Perusahaan dengan kebijakan utang yang konservatif dan kebijakan dividen yang stabil mungkin memberikan sinyal yang lebih kuat kepada pasar mengenai kesehatan finansial mereka dan komitmen terhadap pertumbuhan jangka panjang. Sebaliknya, perusahaan dengan leverage tinggi mungkin dipandang oleh pasar sebagai lebih berisiko, sehingga nilai perusahaan mereka tidak meningkat sesuai harapan meskipun leverage yang lebih tinggi diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan dalam literatur sebelumnya.

Faktor ekonomi eksternal seperti inflasi, tingkat suku bunga, dan ketidakpastian global juga berperan dalam pengambilan keputusan terkait utang dan dividen. Studi oleh Hussain et al., (2023) menunjukkan bahwa ketidakpastian ekonomi global dapat mempengaruhi keputusan manajemen mengenai strategi utang dan dividen, dengan beberapa perusahaan cenderung menghindari pengambilan utang yang berisiko tinggi untuk menjaga stabilitas keuangan mereka dalam jangka panjang.

Dengan demikian, meskipun literatur sebelumnya menunjukkan bahwa leverage keuangan sering kali diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan, keadaan pasar dan kebijakan manajemen yang sangat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi yang tidak stabil mempengaruhi hasil studi ini. Temuan ini sejalan dengan penelitian oleh Farooq et al., (2016) dan Al-Farid et al., (2022) yang menekankan pentingnya keputusan manajemen yang lebih prudent dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi. Hasil ini juga konsisten dengan temuan penelitian lain di Indonesia seperti Markonah et al., (2020), Ibrahim et al., (2020) dan Aziz et al., (2023), yang menyatakan bahwa pada masa ketidakpastian, pengaruh leverage keuangan terhadap nilai perusahaan bisa sangat terbatas.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian mengindikasikan bahwasanya kebijakan dividen memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan di perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode penelitian. Data ini mendukung hipotesa sehingga H_3 diterima. Hasil juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki rata-rata sebesar 39% dengan nilai tertinggi mencapai 162%, yang mengindikasikan adanya variasi yang cukup besar dalam distribusi dividen di antara perusahaan. Hasil ini sejalan dengan teori sinyal yang menyatakan bahwa dividen yang tinggi memberikan sinyal positif kepada pasar mengenai prospek keuangan perusahaan. Ketika perusahaan membayar dividen yang besar, hal ini dianggap sebagai tanda bahwa manajemen memiliki keyakinan kuat terhadap kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba di masa depan, yang pada gilirannya dapat meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong kenaikan harga saham. Studi oleh Ovami, (2020) dan Yusbardini et al., (2023) juga mendukung temuan ini, menunjukkan bahwa kebijakan dividen yang agresif dapat meningkatkan nilai perusahaan karena menarik lebih banyak investor. Di Indonesia, kebijakan dividen sering kali dilihat sebagai salah satu indikator utama kesehatan keuangan perusahaan, sehingga perusahaan yang konsisten membayar dividen cenderung memiliki nilai yang lebih tinggi di mata investor.

Penelitian juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen memainkan peran penting dalam membentuk persepsi investor terhadap nilai perusahaan. Sebagai contoh, Margono et al., (2021) menunjukkan bahwa peningkatan pembayaran dividen sering kali dikaitkan dengan peningkatan harga saham, yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan. Di era ketidakpastian ekonomi, seperti yang terjadi pada tahun-tahun terakhir, investor cenderung lebih menghargai perusahaan yang mampu memberikan dividen stabil, melihatnya sebagai tanda stabilitas dan manajemen keuangan yang baik. Hal ini memperkuat argumen bahwa kebijakan dividen yang bijaksana tidak hanya penting untuk menjaga hubungan baik dengan pemegang saham, tetapi juga sebagai strategi yang efektif untuk meningkatkan nilai perusahaan di pasar. Temuan ini konsisten dengan penelitian yang dilaksanakan oleh Kusumawati et al., (2021), Margono et al., (2021), Ovami, (2020) dan Yusbardini et al., (2023).

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil pengujian bahwasanya kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen di perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020-2023. Data ini dinyatakan tidak mendukung hipotesa sehingga H_4 ditolak. Meskipun banyak perusahaan memiliki tingkat kepemilikan institusional yang tinggi mencapai 70%, hasil penelitian menunjukkan bahwa ini tidak selalu tercermin dalam kebijakan dividen yang ditetapkan. Kebijakan dividen perusahaan bervariasi secara signifikan, dengan beberapa perusahaan memilih untuk tidak membagikan dividen sama sekali. Hasil nilai probabilitas yang lebih besar dari standar probabilitas menunjukkan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara tingkat kepemilikan institusional dan kebijakan dividen.

Analisis lebih dalam menunjukkan bahwa variasi dalam jumlah saham beredar berpengaruh pada likuiditas dan akses perusahaan terhadap modal pasar, di mana beberapa perusahaan memiliki beban utang yang tinggi sementara yang lainnya beroperasi dengan utang yang minimal, mencerminkan beragam strategi finansial yang diterapkan. Selain itu, total ekuitas perusahaan juga menunjukkan variasi yang besar, dengan sebagian perusahaan memiliki struktur ekuitas yang kuat dan yang lainnya sangat bergantung pada utang. Ketidakpastian di pasar, terutama yang disebabkan oleh dampak pandemi COVID-19, memengaruhi keputusan manajemen dalam distribusi dividen, di mana banyak perusahaan memilih untuk menahan dividen demi menjaga likuiditas dan memastikan kelangsungan operasional, strategi ini mungkin lebih dipilih oleh pemegang saham institusional yang lebih memprioritaskan pertumbuhan jangka panjang daripada distribusi dividen jangka pendek. Kajian literatur mendukung temuan ini, menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen bisa bervariasi tergantung pada kondisi pasar dan industri. Penelitian oleh Zhang,

(2021) menunjukkan bahwa perusahaan cenderung menahan laba mereka selama masa ketidakpastian ekonomi untuk menjaga likuiditas.

Temuan ini sejalan dengan teori sinyal, yang menyatakan bahwa keputusan dividen seharusnya mencerminkan informasi tentang prospek masa depan perusahaan. Namun, jika kepemilikan institusional tidak berdampak pada kebijakan dividen, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusional mungkin menggunakan cara lain untuk menyampaikan informasi kepada pasar, atau bahwa pasar tidak menganggap kepemilikan institusional sebagai faktor penting dalam menafsirkan sinyal dari kebijakan dividen. Dengan demikian, keputusan dividen tidak selalu dipengaruhi oleh tingkat kepemilikan institusional, dan faktor-faktor lain mungkin lebih dominan dalam menentukan kebijakan tersebut, sejalan dengan temuan terbaru Muhammad et al., (2021), Aleknevičienė et al., (2023) dan Patricia et al., (2024).

Pengaruh *Leverage* Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian mengindikasikan bahwasanya *leverage* keuangan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan dividen di perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020-2023. Data dalam penelitian ini dinyatakan mendukung hipotesa sehingga H_5 diterima. Data menunjukkan bahwa rata-rata *leverage* keuangan sebesar 89%, mengindikasikan bahwa banyak perusahaan dalam sampel memiliki tingkat utang yang cukup tinggi. Hasil uji hipotesis, mendukung hipotesis bahwa *leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penggunaan hutang, total ekuitas, rata-rata *dividend per share* dan laba per saham menunjukkan variasi yang signifikan. Mencerminkan dinamika kompleks dalam pengelolaan keuangan perusahaan, di mana keputusan dividen dan penggunaan utang saling memengaruhi serta mencerminkan kondisi keuangan dan strategi pertumbuhan masing-masing. Kondisi ekonomi dan bisnis saat ini juga menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan struktur utang yang lebih tinggi cenderung membagikan dividen dalam jumlah yang lebih besar. Hal ini sesuai dengan temuan Kautsar et al., (2023) dan Ramadani et al., (2020) yang menyatakan bahwa perusahaan dalam fase pertumbuhan dengan tingkat *leverage* tinggi memiliki kemampuan yang lebih baik dalam membayar dividen. Ini menunjukkan bahwa dengan adanya utang, perusahaan dapat memanfaatkan dana untuk meningkatkan likuiditas dan stabilitas keuangan, yang pada gilirannya memungkinkan mereka untuk memberikan dividen kepada pemegang saham. Penelitian oleh Islami et al., (2022) mendukung pandangan ini dengan menunjukkan bahwa struktur permodalan yang optimal dapat mendorong manajemen untuk lebih memperhatikan kepentingan pemegang saham dalam hal kebijakan dividen.

Dengan demikian, pengaruh positif dari *leverage* keuangan terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa perusahaan yang mengelola utangnya dengan baik dapat memberikan nilai lebih bagi pemegang saham. Hal ini sejalan dengan teori sinyal, yang menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat digunakan sebagai sinyal kesehatan keuangan dan prospek perusahaan kepada pasar. Ketika perusahaan dengan *leverage* tinggi membagikan dividen, hal ini dapat meningkatkan kepercayaan investor dan menarik perhatian pasar, sehingga memperkuat posisi perusahaan di industri. Penelitian terbaru Stereńczak et al., (2022) juga menunjukkan pola serupa, di mana perusahaan dengan utang yang terkelola baik cenderung memberikan dividen yang lebih tinggi, menegaskan pentingnya manajemen utang dalam keputusan dividen. Hasil ini selaras pada studi Prianda et al., (2022), dan Li et al., (2023).

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Dividen Sebagai Variabel *Intervening*

Berdasarkan hasil pengujian, menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak memediasi hubungan antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Data menunjukkan bahwa pengaruh langsung kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen mendekati 92%, jauh lebih besar dibandingkan pengaruh tidak langsung melalui kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang mendekati nilai 0%. Ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berperan sebagai jembatan atau perantara dalam memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional dan peningkatan nilai perusahaan. Hasil ini diperkuat oleh uji Sobel, yang menunjukkan variabel kebijakan dividen dinyatakan tidak signifikan sebagai mediator. Maka disimpulkan data tidak mendukung hipotesis sehingga H_6 ditolak.

Data juga menunjukkan variasi yang signifikan dalam pengelolaan utang dan ekuitas di antara perusahaan, dengan beberapa berhasil mengelola utang mereka dengan baik, sementara yang lain menghadapi beban utang yang tinggi. Ketidakmerataan dalam struktur permodalan dapat memengaruhi ketahanan perusahaan dalam menghadapi kondisi pasar yang bergejolak. Selain itu, variasi dalam total aset dan *dividend per share* mencerminkan strategi yang berbeda dalam mengelola laba dan kebijakan distribusi dividen. Dalam konteks ini, perusahaan perlu mempertimbangkan strategi manajemen yang efektif untuk meningkatkan kepercayaan investor dan nilai perusahaan.

Secara kontekstual, hasil ini bisa diartikan bahwa di tengah ketidakpastian ekonomi, serta dinamika pasar saham Indonesia dalam beberapa tahun terakhir, pemegang saham institusional cenderung lebih fokus pada pengawasan dan pengendalian manajemen untuk langsung meningkatkan nilai perusahaan, daripada bergantung pada kebijakan dividen sebagai alat untuk mencapai hal tersebut. Meskipun kebijakan dividen sering dipandang sebagai sinyal kesehatan perusahaan kepada pasar Yusbardini et al., (2023), dalam situasi ini, kepemilikan institusional tampaknya memiliki kekuatan yang cukup untuk memengaruhi nilai perusahaan secara langsung tanpa perlu bergantung pada distribusi dividen. Studi-studi sebelumnya seperti oleh Balogun et al., (2023) di Nigeria dan Aditya et al., (2015) di Indonesia, juga menekankan pentingnya pengawasan institusional dalam menjaga nilai perusahaan, namun, dalam konteks ini, kebijakan dividen tidak dianggap sebagai variabel penting yang memediasi pengaruh tersebut. Dengan demikian, perusahaan harus mempertimbangkan aspek lain dalam meningkatkan nilai perusahaan. Temuan ini konsisten dengan studi yang dilakukan Setyabudi, (2021), Islami et al., (2022) dan Pandelaki et al., (2023).

Pengaruh *Leverage* Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening

Dari hasil uji mediasi yang disajikan, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berperan sebagai mediator yang signifikan dalam hubungan antara *leverage* keuangan dan nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa pengaruh langsung *leverage* keuangan terhadap kebijakan dividen adalah hamper mendekati 0% sama dengan pengaruh tidak langsung *leverage* melalui kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang juga mendekati 0%. Hasil uji Sobel memperkuat kesimpulan ini, bahwa kebijakan dividen secara signifikan memediasi pengaruh *leverage* keuangan terhadap nilai perusahaan. Maka disimpulkan data mendukung hipotesis sehingga H_7 diterima.

Secara kontekstual, hasil ini menunjukkan bahwa dalam perusahaan dengan *leverage* yang tinggi, kebijakan dividen dapat menjadi alat penting untuk memitigasi persepsi risiko di mata investor. Ketika sebuah perusahaan dengan *leverage* tinggi mampu tetap membayarkan dividen secara konsisten, hal ini dapat memberikan sinyal positif kepada pasar mengenai stabilitas dan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya. Hal ini sejalan dengan teori sinyal yang menyatakan bahwa dividen dapat digunakan sebagai sinyal positif bagi investor terhadap prospek keuangan perusahaan (Dewi et al., 2023).

Hasil ini mendukung studi-studi sebelumnya yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat memainkan peran kunci dalam memperkuat kepercayaan investor, terutama dalam situasi di mana perusahaan memiliki tingkat utang yang tinggi. Studi oleh Tahu et al., (2023) dan Widiyanti et al., (2019) juga mendukung pandangan ini, di mana kebijakan dividen efektif dalam memediasi hubungan antara *leverage* dan nilai perusahaan. Namun, hasil ini berbeda dengan beberapa penelitian lain seperti Prianda et al., (2022) dan Marhaenis et al., (2021) yang menemukan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi *leverage* terhadap nilai perusahaan. Perbedaan ini disebabkan oleh variabilitas dalam konteks pasar, strategi manajemen, atau kondisi ekonomi yang berbeda di berbagai negara atau sektor industri. Dengan demikian, dalam kondisi pasar Indonesia yang penuh dinamika, kebijakan dividen yang konsisten dapat menjadi strategi yang efektif untuk mempertahankan atau bahkan meningkatkan nilai perusahaan meskipun perusahaan memiliki *leverage* yang tinggi. Hal ini terutama penting dalam menarik dan mempertahankan investor institusional yang cenderung lebih sensitif terhadap risiko dan kinerja jangka panjang Perusahaan.

Implikasi penelitian ini bagi manajemen adalah pentingnya mempertimbangkan kepemilikan institusional dan kebijakan dividen yang efisien untuk meningkatkan nilai perusahaan. Bagi investor, kepemilikan institusional mencerminkan kualitas pengawasan, sementara kebijakan dividen menjadi sinyal positif mengenai prospek keuangan. *Leverage* tinggi yang dipadukan dengan kebijakan dividen optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pembuat kebijakan perlu mendorong transparansi dan pengawasan investor institusional, serta regulasi yang mendukung kebijakan dividen untuk meningkatkan kepercayaan dan stabilitas pasar.

Penelitian ini memiliki kekurangan dalam hal relevansi global, karena hanya berfokus pada perusahaan yang terdaftar di BEI tanpa membandingkannya dengan pasar negara berkembang lainnya, yang mengurangi pemahaman tentang pola global. Selain itu, penelitian terlalu menekankan data kuantitatif dan kurang mempertimbangkan faktor non-kuantitatif seperti budaya organisasi, tata kelola, dan strategi manajemen, yang dapat mempengaruhi kebijakan keuangan perusahaan.

Conclusions

Studi yang dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020-2023 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sementara *leverage* keuangan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen

terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, tetapi kepemilikan institusional tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Leverage keuangan, di sisi lain, berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Di sisi lain, kebijakan dividen (DPR) tidak dapat memediasi hubungan antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan, namun dapat memediasi pengaruh leverage keuangan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini menekankan pentingnya kepemilikan institusional dan kebijakan dividen yang efisien dalam meningkatkan nilai perusahaan, serta menunjukkan bahwa leverage yang tinggi, jika dipadukan dengan kebijakan dividen yang optimal, dapat memberikan dampak positif. Bagi investor, kepemilikan institusional menjadi indikator pengawasan yang baik, sementara kebijakan dividen mencerminkan prospek keuangan perusahaan. Pembuat kebijakan perlu mendorong transparansi dan regulasi yang mendukung kebijakan dividen untuk memperkuat stabilitas pasar. Namun, penelitian ini terbatas pada perusahaan di BEI dan kurang mempertimbangkan faktor non-kuantitatif serta perbandingan dengan pasar negara berkembang lainnya.

References

- Adiputra, I. G., & Hermawan, A. (2020). The Effect of Corporate Social Responsibility, Firm Size, Dividend Policy and Liquidity on Firm Value: Evidence from Manufacturing Companies in Indonesia. In *International Journal of Innovation, Creativity and Change*. www.ijcc.net (Vol. 11, Issue 6). www.ijcc.net
- Akhtar, M., Yusheng, K., Haris, M., Ain, Q. U., & Javid, H. M. (2022). Impact of financial leverage on sustainable growth, market performance, and profitability. *Economic Change and Restructuring*, 55, 1–38. <https://doi.org/10.1007/s10644-021-09321-z>
- Aleknevičienė, V., & Vilimaitė, K. (2023). Effect of ownership structure on dividend payments: Evidence from public companies in Nordic and Baltic Countries. *Cogent Economics and Finance*, 11(2). <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2238377>
- Al-Farid, F., & Ramadhan, Y. (2022). Kinerja Keuangan Sebagai Pemediasi: Likuiditas, Leverage, Corporate Tax, Nilai Perusahaan. *Syntax Literate: Jurnal Ilmiah Indonesia*, 7(5). <https://doi.org/https://doi.org/10.36418/syntax-literate.v7i5.6933>
- Anita, R., Abdillah, M. R., & Suseno, G. (2023). Leverage on Firm Value: The Role of Financial Performance Mechanisms. *Jurnal Aplikasi Bisnis Dan Manajemen*. <https://doi.org/10.17358/jabm.9.3.751>
- Asean Exchange. (2023, December 31). *Asean Market Performance*. <https://www.aseanexchanges.org/>
- Azib, A., Harahap, D. A., & Amanah, D. (2020). The manufacturing company performance. *International Journal of Research in Business and Social Science* (2147- 4478), 9(4), 220–227. <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v9i4.755>
- Aziz, M. S. N. H., & Widati, L. W. (2023). Pengaruh Leverage, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan. *Journal of Information System, Applied, Management, Accounting and Research*, 7(1), 171–184. <https://doi.org/https://doi.org/10.52362/jisamar.v7i1.1031>
- Balogun, J. E., Agbi, S. E., Yahaya, O. A., & Joshua, S. G. (2023). Institutional ownership and firm value of listed manufacturing companies in Nigeria: the moderating role of dividend payout. *Article in JAF-Journal of Accounting and Finance*, 15(1), 2023. <https://doi.org/10.5281/zenodo.8187892>
- Bursa Efek Indonesia. (2023). *IDX Yearly Statistics 2023*. IDX Bursa Efek Indonesia. <https://www.idx.co.id/id/data-pasar/laporan-statistik/statistik/>
- Bursa Efek Indonesia. (2024). *Composite Stock Price Index & Stock Trading Volume*. Idx, Bursa Efek Indonesia. <https://idx.co.id/en/market-data/statistical-reports/digital-statistic/monthly/highlights/>
- Dessriadi, G. A., Harsuti, H., Muntahanah, S., & Murdijaningsih, T. (2022). Pengaruh Kebijakan Dividen, Leverage dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan LQ-45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Ekonomis: Journal of Economics and Business*, 6(1), 195. <https://doi.org/10.33087/ekonomis.v6i1.506>
- Dewi, A. S., & Tiana, E. (2023). The Effect of Dividend Policy and Company Size on Leverage (Retail Companies Listed On the Indonesia Stock Exchange for the 2016-2020 Period). *Jurnal Apresiasi Ekonomi*, 11(1), 94–101. <https://doi.org/10.31846/jae.v11i1.540>
- Ermanda, M., Fitri Puspa, D., Akuntansi, J., Ekonomi, F., Bisnis, D., & Hatta, U. B. (2022). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Sustainability Report dan Intellectual Capital terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Kajian Akuntansi Dan Auditing*, 17(2). www.idx.co.id
- Fajaria, A. Z., & Isnalita. (2018). The Effect of Profitability, Liquidity, Leverage and Firm Growth of Firm Value with its Dividend Policy as a Moderating Variable. *International Journal of Managerial Studies and Research*, 6(10). <https://doi.org/10.20431/2349-0349.0610005>

- Farooq, M. A., Khan, G., & Masood, A. (2016). Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan. In *Research Journal of Finance and Accounting* www.iiste.org ISSN (Vol. 7, Issue 9). Online. www.iiste.org
- Farrukh, K., Irshad, S., Shams Khakwani, M., Ishaque, S., & Ansari, N. (2017). Impact of dividend policy on shareholders wealth and firm performance in Pakistan. *Cogent Business and Management*, 4(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2017.1408208>
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika: Teori, Konsep dan Aplikasi dengan EvIEWS 10* (2nd ed.). Badan Penerbit Undip.
- Handayani, I. A. R. P., Ariyanto, D., Rasmini, N. K., & Widanaputra, A. A. G. P. (2018). The Effect of Profitability, Institutional Ownership on the Value of the Company with Dividend Policy as a Mediation. *International Journal of Sciences: Basic and Applied Research*, 41(1), 234–242. <http://gssrr.org/index.php?journal=JournalOfBasicAndApplied>
- Handriani, E., & Robiyanto, R. (2018). Corporate Finance and Firm Value in The Indonesian Manufacturing Companies. *International Research Journal of Business Studies* |, 02. <https://doi.org/10.21632/irjbs>
- Hussain, S., Ali, R., Emam, W., Tashkandy, Y., Mishra, P., Fahlevi, M., & Matuka, A. (2023). Economic Policy Uncertainty and Firm Value: Impact of Investment Sentiments in Energy and Petroleum. *Sustainability (Switzerland)*, 15(12). <https://doi.org/10.3390/su15129656>
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45, 57–82. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.02.002>
- Ibrahim, U. A., & Isiaka, A. Q. (2020). Effect of Financial Leverage on Firm Value: Evidence From Selected Firms Quoted on the Nigerian Stock Exchange. *European Journal of Business and Management*, 12(3). <https://doi.org/10.7176/ejbm/12-3-16>
- Islami, L. H., Jumono, S., Munandar, A., & Abdurrahman, A. (2022). The Effect of Institutional Ownership and Managerial Ownership on Financial Performance Moderated by Dividend Policy. *Quantitative Economics and Management Studies*, 3(6), 852–859. <https://doi.org/10.35877/454ri.qems1109>
- Jumono, S., Sugiyanto, & Mala, C. M. F. (2019). Determinants of profitability in banking industry: A case study of Indonesia. In *International Journal of English Language and Literature Studies* (Vol. 9, Issue 1, pp. 91–108). Asian Economic and Social Society. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2019.91.91.108>
- Kapil, S., & Mishra, R. (2019). Corporate Governance and Firm Performance in Emerging Markets: Evidence from India. *Theoretical Economics Letters*, 09(06), 2033–2069. <https://doi.org/10.4236/tel.2019.96129>
- Kautsar, A., Nihaya, I. U., & Indarwati, T. A. (2023). Dividend Policy in Indonesia Agriculture Firms: Modmed Profitability and Liquidity. *International Journal of Sustainable Development and Planning*, 18(4), 1245–1253. <https://doi.org/10.18280/ijstdp.180429>
- Kevser, M., & Elitaş, B. L. (2019). The Relationship between the Ownership Structure of Banks and Their Financial Performance: Empirical Research for Turkey. *Economic Horizons*, 21(2), 111–128. <https://doi.org/10.5937/ekonhor1902111K>
- Khan, A. (2021). Ownership Structure, Board Characteristics and Dividend Policy: Evidence from Turkey. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2021-0129>
- Kusumawati, V. C., & Harijono, H. (2021). Profitability and Dividend Policy Affects Firm Value in The Infrastructure, Utility and Transportation Sector. *International Journal of Social Science and Business*, 5(1), 8–15. <https://ejournal.undiksha.ac.id/index.php/IJSSB/index>
- Lestari. (2017). Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Riset Manajemen Dan Bisnis (JRMB) Fakultas Ekonomi UNIAT*, 2(S1), 293–306.
- Lima, S. L., Gomes, C., & Lisboa, I. (2023). The Impact of Macroeconomic Factors on the Hotel Industry Through the Financial Leverage Trends: The Portuguese Case. In *Information Resources Management Association (Ed.)* (pp. 94–111). IGI Global. <https://doi.org/10.4018/978-1-7998-6643-5.ch006>
- Margono, F. P., & Gantino, R. (2021). Influence of Firm Size, Leverage, Profitability, and Dividend Policy on Firm Value of Companies in Indonesia Stock Exchange. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 10(2), 45–61. <https://doi.org/10.12775/cjfa.2021.007>
- Marhaenis, G. P. H., & Wany, E. (2021). Dividend Policy Sebagai Intervening Hubungan Rasio Keuangan Terhadap Firm Value di BEI. *Jurnal Akuntansi Integratif*, 7(1), 44–63.
- Markonah, M., Salim, A., & Franciska, J. (2020). Effect of Profitability, Leverage, and Liquidity to the Firm Value. *Dinasti International Journal of Economics Finance & Accounting*, 1(1). <https://doi.org/10.31933/DIJEFA>
- Melinda, H., & Zulfikar. (2023). Pengaruh Profitability, Liquidity, Dan Leverage Terhadap Firm Value Dengan Dividend Policy Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 3(4), 2477–1783.

- Mili, M., Sahut, J. M., & Teulon, F. (2017). Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis? *Journal of Applied Accounting Research*, 18(3), 274–297. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2014-0079>
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:ucp:jnlbus:v:34:y:1961:p:411>
- Muhammad, N. N., Riki, J. S., & Hendiarto, R. S. (2021). The Effect of Institutional Ownership, Managerial Ownership, and Company Size to Dividend Policy. *International Journal of Trends in Accounting Research*, 2(1), 87–96.
- Naveed, F. (2021). Institutional shareholding and the dividend payout policy of Islamic mutual funds: Evidence from international Islamic funds industry. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 125–132. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.09.002>
- Nuryono, M., Wijanti, A., & Chomsatu, Y. (2019). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Komisaris Independen, Komite Audit, Serta Kualitas Audit Pada Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Edunomika*, 3. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.29040/jie.v3i01.457>
- Ovami, D. C. (2020). Owner: Riset dan Jurnal Akuntansi Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan yang Terdaftar dalam Indeks LQ 45. *Owner: Riset Dan Jurnal Akuntansi*, 4(2). <https://doi.org/10.33395/owner.v4n2>
- Pandelaki, L., Maramis, J., & Sumarauw, J. (2023). Pengaruh Profitabilitas dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Dividen dan Keputusan Investasi Pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA : Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 11(2), 140–149. <https://doi.org/https://doi.org/10.35794/emba.v11i02.48007>
- Patricia, F. N., & Septiyanti, R. (2024). The Influence Of Managerial Ownership, Debt Policy, Institutional Ownership, Profitability, Free Cash Flow, Company Growth And Company Size On Dividend Policy (Study Of Mining Companies Listed On The Indonesian Stock Exchange 2018-2022). *Management Studies and Entrepreneurship Journal*, 5(2), 4666–4684. <http://journal.yrpiiku.com/index.php/msej>
- Pramudianto, C. B., & Waluyo, D. E. (2024). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, struktur modal dan solvabilitas terhadap nilai perusahaan telekomunikasi dengan covid-19 sebagai variabel control. *Dinamika: Jurnal Manajemen Sosial Ekonomi*, 4(1), 159–170.
- Prianda, D., Sari, E. N., & Rambe, M. F. (2022). The Effect of Return on Asset (ROA), Current Ratio (CR) and Debt to Equity Ratio (DER) on Stock Prices with Dividend Policy as an Intervening Variable. *International Journal of Business Economics (IJBE)*, 3(2), 117–133. <https://doi.org/10.30596/ijbe.v3i2.7521>
- Putri, E., Ardinigrum, B. N., & Nursiam, N. (2022). The Influence of Liquidity, Leverage, Profitability and Business Risk on the Dividend Policy of Manufacturing Companies Listed on the IDX. *Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 7(2). <https://doi.org/10.23917/reaksi.v7i2.17251>
- Putri, Z. B., Khuzaini, K., & Suhermin, S. (2023). Dividend Policy Mediates the Effect of Financial Performance on Firm Value. *Kontigensi: Jurnal Ilmiah Manajemen*, 11(2). <https://doi.org/10.56457/jimk.v11i2.364>
- Ramadani, D., & Jumono, S. (2020). Analysis of Cash Position Effect, Debt to Equity Ratio, Return on Assets, And Loan to Deposit Ratio, Net Call Money Over Pay-out Ratio Dividends (Case Study of Banking Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange in 2012-2018). *Journal of Multidisciplinary Academic*, 4(3).
- Resti, A. A., Purwanto, B., & Ermawati, W. J. (2019). Investment Opportunity set, Dividend Policy, Company's Performance, and Firm's Value: Some Indonesian Firms Evidence. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 23(4). <https://doi.org/10.26905/jkdp.v23i4.2753>
- Salju, Sapar, & Asrianti. (2022). The Influence of Ownership Structure, Capital Structure, Investment Opportunities on Dividend Policy and Company Value. *Jurnal Mantik*, 6(1), 89–101.
- Santoso, C., Salim, R. F., Pranoto, T., & Adelina, Y. E. (2021). Do Family and Institutional Ownerships Influence the Corporate Dividend Policy? *Equity*, 24(1), 15–34. <https://doi.org/10.34209/equ.v24i1.2292>
- Sari, D. P. K., Sintha, L., Bertuah, E., & Munandar, A. (2022). The Influence of Ownership Structure, Capital Structure, Dividends, and Auditors on Firm Performance. *American International Journal of Business Management (AIJBM)*, 5(2), 51–58. www.aijbm.com
- Sefti, E. D. (2021). The Effect of Profitability, Leverage and Liquidity on Stock Return with Dividend Policy as a Mediation Variable in Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics, Business and Management Research*, 5(10), 0. www.ijebmr.com
- Setiyawati, L., Wahyudi, S., & Mawardi, W. (2017). The Influence of Dividend Policy, Debt Policy, Independent Commissioner, and Institutional Ownership on the Firm Value with Growth Opportunities as Moderator Variables (Study on Non-Financial Companies Listed on IDX in the Period of Years of 2012-2015). *Jurnal Bisnis STRATEGI*, 26(Desember), 146–162.

- Setyabudi, T. (2021). The Effect of Institutional Ownership, Leverage, and Profitability on Firm Value with Dividend Policy as an Intervening Variable. *Journal of Business and Management Review*, 2(7), 457–469. <https://doi.org/10.47153/jbmr27.1632021>
- Stereńczak, S., & Kubiak, J. (2022). Dividend policy and stock liquidity: Lessons from Central and Eastern Europe. *Research in International Business and Finance*, 62. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101727>
- Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. CV. Alfabeta.
- Suhadak, A. S., & Husaini, A. (2014). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividend (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2010-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 8(2).
- Sukarya, I. P., Gde, I., & Baskara, K. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan Sub Sektor Food and Beverages. *E-Jurnal Manajemen*, 8(1), 7399–7428. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2019.v8.i1.p16>
- Suteja, J. (2020). *Kajian Struktur Kepemilikan Perusahaan Terbuka di Indonesia*.
- Tahu, G. P., & Yuesti, A. (2023). Determinant factor of firm value in covid-19 pandemic: role of dividend policy as mediating variable. *JPPi (Jurnal Penelitian Pendidikan Indonesia)*, 9(2), 1008. <https://doi.org/10.29210/020231799>
- Tran, T. X. A., & Le, Q. T. (2019). The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Application in Vietnam Stock Exchange. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 8(2), 131–146. <https://doi.org/10.2478/ajis-2019-0025>
- Widaningrum, H., & Dillak, V. J. (2023). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Pertumbuhan Perusahaan dan Cash Holding Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Makanan dan Minuman Terdaftar di BEI Tahun 2017-2021. *Jurnal Ekombis Review*, 11(1), 11. <https://doi.org/10.37676/ekombis.v11i1>
- Widiyanti, M., Adam, M., & Isnurhadi, I. (2019). Effect of Company Performance on Earning Per Share with Dividend Payout Ratio as Intervening Variable in LQ 45 Companies. *Acta Universitatis Danubius*, 15.
- Yusbardini, & Andani, K. W. (2023). The Effect of Dividend Policy and Investment Opportunity on Firm Value Is Mediated by Capital Structure. *International Journal of Social Science Research and Review*, 6(3), 228–239. <https://doi.org/10.47814/ijssrr.v6i3.1091>
- Zhang, T. (2021). Chinese parents' perception of emergency remote K-12 teaching-learning in China during the COVID-19 pandemic. *Asian Journal of Distance Education*, 16(1).