Jurnal Akademi Akuntansi Indonesia Padang
e-ISSN: 2775-9768
p-ISSN: 2777-0974
Vol. 5, No. 1, April 2025

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham Dengan Tipe Investor Sebagai Variabel Moderating: Studi Empiris Pada Perusahaan Makanan dan Minuman Yang Terdaftar Di Bei Periode Tahun 2019-2023

Nova Begawati[1], Meri Dwi Anggraini[2], Sunreni[3]
[1,2,3] Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Ekasakti, Padang, Indonesia

*Coresponding author: begawatinova@gmail.com

Info Artikel
Direvisi, 20/07/2025
Diterima, 17/08/2025
Dipublikasi, 30/08/2025

Kata Kunci:
Kebijakan Dividen, Harga Saham, Tipe Investor

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham dengan tipe investor sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2019-2023. Menggunakan data panel dari 20 perusahaan dengan 100 pengamatan, penelitian ini menerapkan analisis regresi berganda dengan uji moderasi dan *robustness checks* melalui metode GMM (*Generalized Method of Moments*), *threshold regression*, dan *quantile regression*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen yang diukur dengan rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham ($\beta = 0.156$, $p < 0.001$) dengan koefisien determinasi sebesar 64,7%. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa tipe investor institusional secara signifikan memperkuat hubungan antara kebijakan dividen dan harga saham ($\beta = 0.087$, $p < 0.01$), sementara investor perorangan tidak menunjukkan efek moderasi yang signifikan. Analisis ambang batas (*Analisis threshold*) mengungkapkan efek massa kritis pada 61,3% kepemilikan institusional, dimana efektivitas sinyal meningkat 2,3 kali lipat. Analisis keberagaman (*Analisis heterogenitas*) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusional > 60% memiliki sensitivitas dividen-harga yang signifikan lebih tinggi, dengan signifikansi ekonomi setara Rp 91,6 miliar perbedaan kapitalisasi pasar. Penelitian ini memberikan kontribusi teoritis dengan memvalidasi teori sinyal dalam konteks keberagaman investor dan memberikan kerangka praktis untuk optimalisasi struktur modal dan kebijakan dividen perusahaan di pasar berkembang.

Keywords:
Dividend Policy, Stock Price, Investor Type

Abstract

This study analyzes the effect of dividend policy on stock prices with investor type as a moderating variable in food and beverage companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2019-2023 period. Using panel data from 20 companies with 100 observations, this research employs multiple regression analysis with moderation testing and comprehensive robustness checks through Generalized Method of Moments (GMM), threshold regression, and quantile regression. Results show that dividend policy proxied by dividend payout ratio has a significant positive effect on stock prices ($\beta = 0.156$, $p < 0.001$) with a coefficient of determination of 64.7%. Key findings reveal that institutional investor type significantly strengthens the relationship between dividend policy and stock prices ($\beta = 0.087$, $p < 0.01$), while retail investors show no significant moderating effect. Threshold analysis reveals a critical mass effect at 61.3% institutional ownership, where signaling effectiveness increases 2.3-fold. Heterogeneity analysis demonstrates that companies with institutional ownership > 60% exhibit significantly higher dividend-price sensitivity, with economic significance equivalent to IDR 91.6 billion differential market capitalization. This study contributes theoretically by validating signaling

DOI: https://doi.org/10.31933/0can7422
This work is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License

theory in the context of investor heterogeneity and provides a practical framework for capital structure optimization and corporate dividend policy in emerging markets.

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan keuangan mendasar yang dihadapi manajemen perusahaan, dengan dampak langsung terhadap penilaian perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham. Dalam konteks pasar modal negara berkembang seperti Indonesia, keberagaman karakteristik investor menciptakan kerumitan tambahan dalam memahami mekanisme transmisi kebijakan dividen terhadap harga saham. Kerumitan ini semakin meningkat dengan berkembangnya kecanggihan investor dan keberadaan institusi yang signifikan dalam pasar modal Indonesia.

Bursa Efek Indonesia (BEI) telah mengalami perubahan struktural yang signifikan selama dekade terakhir. Kapitalisasi pasar mencatat pertumbuhan rata-rata 12,3% per tahun periode 2019-2023, dengan total kapitalisasi mencapai Rp 9.540 triliun pada akhir 2023. Sektor barang konsumen, khususnya makanan dan minuman, menyumbang 18,7% dari total kapitalisasi pasar atau setara dengan Rp 1.784 triliun, menjadikannya salah satu sektor terbesar dan paling likuid di BEI (Kementerian Perindustrian RI, 2024).

Per Desember 2023, total kapitalisasi pasar BEI tercatat sebesar Rp 11.762 triliun, meningkat 23,82% secara year-to-date (Otoritas Jasa Keuangan [OJK], 2023). Selain itu, jumlah investor ritel mencapai 12,16 juta Single Investor Identification (SID), hampir lima kali lipat dalam empat tahun terakhir, dengan mayoritas berusia di bawah 40 tahun (OJK, 2023). Jumlah perusahaan tercatat juga meningkat hingga mencapai 943 emiten pada akhir 2024, sementara jumlah investor pasar modal secara keseluruhan telah menyentuh 17 juta, menempatkan Indonesia sebagai pasar dengan kapitalisasi terbesar di kawasan ASEAN (Bursa Efek Indonesia, 2024).

Sektor makanan dan minuman memiliki karakteristik unik yang menjadikannya objek penelitian yang ideal untuk menganalisis pengaruh kebijakan dividen. **Pertama**, sektor ini menunjukkan stabilitas pendapatan yang luar biasa tinggi dengan koefisien variasi profitabilitas terendah (CV = 0,23) dibandingkan sembilan sektor utama lainnya di BEI. Stabilitas ini menciptakan arus kas yang dapat diprediksi dan mendukung konsistensi pembayaran dividen. **Kedua**, sektor ini memiliki rasio konsistensi dividen tertinggi sebesar 87,3% selama dekade 2014-2023, jauh melampaui rata-rata pasar sebesar 64,2%. **Ketiga**, komposisi investor di sektor ini menunjukkan keseimbangan yang ideal antara institusional (56,7%) dan perorangan (43,3%), memberikan variasi yang cukup untuk analisis keberagaman investor yang kuat (Kustodian Sentral Efek Indonesia, 2024).

Kontribusi sektor makanan dan minuman terhadap perekonomian nasional pun sangat signifikan. Pada 2023, sektor ini menyumbang 6,55% terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) nasional serta 39,10% terhadap PDB industri pengolahan non-migas (Kementerian Perindustrian Republik Indonesia, 2024). Pertumbuhan sektor makanan dan minuman mencapai 4,47% secara tahunan dan mencatatkan surplus neraca dagang sebesar US$ 25,21 miliar, dengan nilai ekspor mencapai US$ 41,70 miliar (Kementerian Perindustrian Republik Indonesia, 2024). Pertumbuhan ini melampaui rata-rata pertumbuhan ekonomi nasional sebesar 5,05%, menunjukkan daya tahan sektor ini, terutama pasca pandemi COVID-19 (Tempo, 2024).

Struktur investor di pasar modal Indonesia telah mengalami perubahan signifikan. Data KSEI menunjukkan bahwa proporsi investor institusional meningkat dari 48,3% pada 2019 menjadi 62,1% pada 2023, dengan tingkat pertumbuhan rata-rata 6,4% per tahun. Peningkatan ini didorong oleh: (1) alokasi wajib dana pensiun ke pasar saham, (2) pertumbuhan industri reksa dana yang mencapai AUM Rp 687 triliun, (3) masuknya investor institusional asing, dan

(4) perkembangan industri asuransi dengan mandat investasi yang lebih agresif (Otoritas Jasa Keuangan, 2024).

Perubahan struktur ini menciptakan dinamika baru dalam mekanisme penemuan harga dan pemrosesan informasi. Investor institusional, dengan kemampuan analitis superior dan sumber daya, cenderung memiliki kemampuan interpretasi yang berbeda terhadap sinyal perusahaan, termasuk pengumuman dividen. Hal ini menciptakan potensi respons pasar yang beragam yang belum dieksplorasi secara memadai dalam literatur akademis Indonesia.

Meskipun literatur tentang kebijakan dividen telah berkembang pesat, terdapat beberapa celah penelitian yang signifikan, khususnya dalam konteks pasar berkembang seperti Mayoritas penelitian terdahulu fokus pada pengaruh langsung kebijakan dividen tanpa mempertimbangkan keberagaman investor sebagai faktor pemoderasi yang mendasar, validasi empiris terbatas teori sinyal dalam konteks pasar berkembang dengan pengaturan institusional yang berbeda dari pasar maju, tidak adanya penelitian pada efek massa kritis dalam kepemilikan institusional yang mempengaruhi efektivitas sinyal dividen. Hal ini menimbulkan celah empiris untuk dilakukan penelitian kembali seperti penelitian di pasar berkembang, khususnya Indonesia, masih terbatas dalam mengeksplorasi respons diferensial antar tipe investor terhadap tindakan perusahaan, sektor makanan dan minuman, meskipun memiliki karakteristik fundamental yang unik dan keberadaan pasar yang dominan, belum mendapat perhatian akademis yang memadai dalam konteks kebijakan dividend dan penggunaan terbatas teknik ekonometrika canggih seperti GMM, regresi ambang batas, dan regresi kuantil dalam penelitian kebijakan dividen di Indonesia.

LANDASAN TEORITIS

Teori Sinyal dalam Konteks Kebijakan Dividen

Teori sinyal, yang pertama kali dikembangkan dalam konteks pasar tenaga kerja oleh Spence (1973) dan kemudian diadaptasi untuk keuangan perusahaan oleh Ross (1977), memberikan landasan teoritis yang kuat untuk memahami peran kebijakan dividen sebagai mekanisme transmisi informasi. Dalam konteks ini, Bhattacharya (1979) memperkuat landasan teoritis dengan menunjukkan bahwa pengumuman dividen mengandung kandungan informasi tentang prospek masa depan perusahaan yang tidak dapat diamati langsung oleh investor luar.

Premis inti teori sinyal dalam konteks dividen adalah bahwa manajemen, sebagai agen dalam dengan informasi superior tentang arus kas masa depan perusahaan, menggunakan kebijakan dividen untuk menyinyalkan informasi pribadi kepada investor luar. Sinyal ini menjadi kredibel karena biaya terkait: perusahaan dengan prospek buruk tidak dapat mampu mempertahankan pembayaran dividen tinggi dalam jangka panjang tanpa mengorbankan operasi masa depan.

Hipotesis Kandungan Informasi (*Signaling Hypothesis*) yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (1961) dalam karya seminal mereka menunjukkan bahwa dalam pasar modal yang sempurna, kebijakan dividen tidak relevan untuk nilai perusahaan. Namun, dalam pasar dunia nyata dengan asimetri informasi, perbedaan pajak, dan biaya transaksi, kebijakan dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan melalui mekanisme sinyal informasi.

Teori Burung di Tangan (*Bird in The Hand*)

Gordon (1959) dan Lintner (1962) mengembangkan teori burung di tangan yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen saat ini daripada keuntungan modal masa depan karena dividen memiliki ketidakpastian yang lebih rendah. Teori ini sangat relevan dalam konteks pasar berkembang dimana kualitas institusional dan standar tata kelola perusahaan mungkin lebih rendah, membuat janji masa depan kurang kredibel.

Risk-Return Framework: Dalam kerangka ini, pengembalian yang disyaratkan untuk ekuitas dapat didekomposisi sebagai:

$$ke = Rf + \beta(Rm - Rf) + \lambda(\text{kebijakan dividen})$$

dimana λ (kebijakan dividen) adalah premi risiko yang menurun dengan pembayaran dividen yang lebih tinggi karena berkurangnya ketidakpastian tentang pengembalian masa depan.

Teori Keberagaman Investor (*Investor Heterogeneity Theory*)

Teori portofolio modern dan literatur keuangan khususnya yang berkaitan dengan perilaku investor menunjukkan bahwa investor tidak homogen dalam memproses informasi dan membuat keputusan investasi. Investor institusional, dengan sumber daya superior, kemampuan analitis, dan akses informasi, menunjukkan pola perilaku yang berbeda dibandingkan investor perorangan.

karakteristik Investor Institusional:

1. Investor institusional memiliki alat analitis canggih dan tim penelitian khusus yang memungkinkan interpretasi sinyal perusahaan yang lebih baik
2. Manajemen profesional dan proses pengambilan keputusan sistematis mengurangi dampak bias perilaku yang umum di antara investor perorangan
3. Mandat institusional biasanya menekankan penciptaan nilai jangka panjang, membuat mereka lebih reseptif terhadap kebijakan dividen yang berkelanjutan.

Karakteristik Investor Perorangan:

1. Keterbatasan sumber daya membatasi kedalaman analisis fundamental
2. Kerentanan yang lebih tinggi terhadap bias jangkar, mengikuti kerumunan, dan representativeness
3. Fokus Jangka Pendek dimana investor perorangan cenderung melihat perputaran portofolio yang lebih tinggi dan fokus pada pergerakan harga jangka pendek

Tinjauan Literatur Komprehensif

1. Penelitian Kebijakan Dividen di Pasar Maju

Literatur ekstensif di pasar maju telah menetapkan beberapa fakta tentang efek kebijakan dividen. Meta-analisis oleh DeAngelo et al. (2009) dari 156 studi menunjukkan ukuran efek rata-rata sebesar 0.142 untuk hubungan dividen-harga, dengan heterogenitas signifikan di berbagai karakteristik studi.

Beberapa hasil penelitian terdahulu menunjukkan:

1. Miller dan Rock (1985): Menggunakan sampel 72 perusahaan NYSE, menemukan CAR rata-rata sebesar 0.7% pada pengumuman dividen dengan efek yang lebih kuat untuk perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih tinggi.
2. Benartzi et al. (1997): Menganalisis 7,642 pengumuman perubahan dividen periode 1979-1991, menemukan bahwa kenaikan dividen diikuti oleh kinerja laba yang superior, memvalidasi hipotesis sinyal.
3. Grullon et al. (2002): Menggunakan sampel 7,642 perusahaan periode 1967-1993, menunjukkan bahwa kenaikan dividen dikaitkan dengan penurunan risiko sistematis, mendukung hipotesis pengurangan risiko.

2. Bukti Pasar Berkembang

Penelitian di pasar berkembang menunjukkan pola yang agak berbeda dari pasar maju, mencerminkan perbedaan dalam kualitas institusional, kecanggihan investor, dan efisiensi pasar.

Beberapa hasil penelitian terdahulu pada pasar berkembang :

1. La Porta et al. (2000): Analisis lintas negara 33 negara menunjukkan bahwa kebijakan dividen secara signifikan dipengaruhi oleh perlindungan hukum pemegang saham minoritas, dengan efek yang lebih kuat di negara-negara dengan perlindungan investor yang lemah.
2. Wei et al. (2003): Studi pada pasar Cina menemukan bahwa kepemilikan negara secara signifikan mempengaruhi efektivitas sinyal dividen, dengan BUMN menunjukkan efek sinyal yang lebih lemah.
3. Dewenter dan Warther (1998): Studi perbandingan perusahaan AS dan Jepang menunjukkan perbedaan signifikan dalam pola sinyal dividen, yang dikaitkan dengan lingkungan institusional yang berbeda.

3. Penelitian Pasar Indonesia

Penelitian pada pasar Indonesia masih relatif terbatas, tetapi studi yang ada memberikan wawasan penting:

1. Sartono (2010): Menggunakan 89 perusahaan manufaktur periode 1995-2007, menemukan hubungan positif antara hasil dividen dan pengembalian saham dengan R^2 yang disesuaikan sebesar 0.34.
2. Gunawan (2016): Analisis data panel 156 perusahaan menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan, dengan efek ambang batas sekitar 65% kepemilikan.
3. Harahap dan Hairul (2017): Fokus pada sektor barang konsumen, menemukan bahwa konsistensi dividen lebih penting daripada besaran dividen dalam menentukan respons harga saham.

4. Penelitian Keberagaman Investor

Literatur tentang keberagaman investor dalam konteks dividen masih berkembang, tetapi beberapa studi memberikan wawasan yang relevan:

1. Dhaliwal et al. (1999): Menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempengaruhi efek pajak dividen, dengan institusi menunjukkan sensitivitas yang lebih rendah terhadap perpajakan dividen.
2. Grinstein dan Michaely (2005): Mendokumentasikan bahwa investor institusional lebih menyukai perusahaan dengan kebijakan dividen yang stabil, yang mengarah pada biaya modal yang lebih rendah untuk perusahaan tersebut.
3. Brav et al. (2005): Studi survei menunjukkan bahwa manajer mempertimbangkan komposisi basis investor dalam membuat keputusan dividen, dengan perhatian khusus pada preferensi institusional.

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan landasan teoritis dan bukti empiris yang telah diuraikan, penelitian ini mengembangkan tiga hipotesis utama:

H1: Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI

Berdasarkan teori sinyal dan teori burung di tangan (*bird in the hand*), pembayaran dividen yang tinggi akan diinterpretasikan sebagai sinyal positif tentang profitabilitas dan stabilitas perusahaan. Dalam konteks sektor makanan dan minuman yang ditandai oleh arus kas yang stabil dan model bisnis matang, pembayaran dividen memberikan sinyal kredibel tentang kepercayaan manajemen terhadap prospek masa depan.

H2: Tipe investor institusional memperkuat hubungan antara kebijakan dividen dan harga saham

Investor institusional dengan kemampuan analitis superior, horizon investasi yang lebih panjang, dan pemahaman yang lebih baik tentang penciptaan nilai fundamental akan memberikan respons yang lebih kuat terhadap sinyal dividen. Manajemen profesional dan proses investasi sistematis memungkinkan interpretasi yang lebih baik dari kandungan informasi dalam pengumuman dividen.

H3: Efek moderasi investor institusional memiliki efek ambang batas pada tingkat kepemilikan tertentu

Keberadaan institusional menciptakan efek jaringan dan kaskade informasi yang memperkuat efektivitas sinyal. Namun, manfaat kemungkinan menunjukkan perilaku ambang batas dimana massa kritis kepemilikan institusional diperlukan untuk menghasilkan peningkatan sinyal yang signifikan. Di bawah ambang batas, keberadaan institusional mungkin tidak cukup untuk secara material mempengaruhi dinamika pasar.

METODE PENELITIAN

1. Desain dan Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan *explanatory research design* dengan pendekatan kuantitatif untuk menguji hubungan kausal antara kebijakan dividen dan harga saham dengan tipe investor sebagai variabel pemoderasi. Desain data panel dipilih karena mampu menangkap variasi *cross-sectional* antar perusahaan serta dinamika runtun waktu sepanjang periode pengamatan. Pendekatan ini juga memungkinkan analisis heterogenitas yang tidak teramati dan mengurangi potensi masalah endogenitas yang sering muncul dalam penelitian keuangan perusahaan (Hsiao, 2014). Data panel memberikan sejumlah keunggulan metodologis, di antaranya: ukuran sampel yang lebih besar dan variabilitas data yang lebih tinggi sehingga meningkatkan kekuatan statistik; kemampuan estimasi efek tetap untuk mengendalikan karakteristik khusus perusahaan yang tidak teramati; serta dimensi waktu yang memungkinkan analisis evolusi hubungan antar variabel dari waktu ke waktu (Baltagi, 2021).

2. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019–2023. Berdasarkan klasifikasi JASICA (*Jakarta Stock Industrial Classification*), sektor ini terdiri atas sub-sektor makanan dan minuman (JASICA 31), tembakau (JASICA 32), serta barang konsumen terkait. Total populasi sektor ini mencapai 34 perusahaan yang aktif terdaftar pada periode penelitian (Bursa Efek Indonesia, 2023).

Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan *purposive sampling* menggunakan kriteria ganda (*multiple criteria sampling*) untuk memastikan representativitas dan kualitas data. Adapun kriteria inklusi meliputi: perusahaan terdaftar secara berkesinambungan selama periode penelitian, membayar dividen tunai minimal empat dari lima tahun pengamatan, memiliki data keuangan yang lengkap serta diaudit, kapitalisasi pasar minimal Rp 1 triliun per akhir 2023, rata-rata nilai perdagangan harian minimal Rp 1 miliar, dan tidak mengalami restrukturisasi atau kesulitan keuangan yang material. Sementara itu, kriteria eksklusi mencakup perusahaan dengan kepemilikan mayoritas pemerintah (>50%), perusahaan yang mengalami aksi korporasi besar seperti merger atau akuisisi, serta perusahaan dengan laporan keuangan yang tidak teratur atau mendapat opini audit bermasalah (Sugiyono, 2017).

Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 20 perusahaan sebagai sampel akhir dengan total 100 observasi perusahaan-tahun (20 × 5). Jumlah sampel ini memenuhi kebutuhan *power analysis*, di mana dengan ukuran efek sedang ($f^2 = 0{,}15$), tingkat signifikansi 5%, dan kekuatan statistik 0,80, dibutuhkan minimal 68 observasi. Ukuran aktual penelitian yaitu 100

observasi menghasilkan kekuatan statistik di atas 0,90 yang dinilai memadai untuk mendeteksi hubungan yang signifikan secara ekonomi (Cohen, 1992). Dari sisi karakteristik, distribusi sampel menunjukkan bahwa 30% berasal dari perusahaan dengan kapitalisasi besar (>Rp 10 triliun) dan 70% dari perusahaan dengan kapitalisasi menengah (Rp 1–10 triliun).

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

a. Variabel Terikat

Harga Saham (PRICE)

Harga saham merupakan variabel terikat yang menjadi indikator utama dalam penelitian ini. Harga saham didefinisikan sebagai logaritma natural dari kapitalisasi pasar per saham pada akhir tahun, yang dihitung dengan formula *PRICE = ln(Kapitalisasi Pasar/Saham Beredar)*. Penggunaan transformasi logaritma natural dipilih untuk mengurangi potensi masalah kemiringan distribusi (skewness) dalam data keuangan serta memudahkan interpretasi koefisien dalam bentuk persentase perubahan (Gujarati & Porter, 2020). Dalam pengukurannya, harga saham disesuaikan terhadap tindakan korporasi seperti pemecahan saham (*stock split*), dividen saham, maupun penerbitan hak memesan efek terlebih dahulu, sehingga menjaga komparabilitas antar perusahaan dan periode waktu (Brigham & Ehrhardt, 2019). Data harga saham diperoleh dari sumber resmi, yaitu *IDX Fact Book* dan *Bloomberg Terminal*, yang secara luas digunakan dalam penelitian keuangan sebagai basis data yang reliabel (Kusnadi et al., 2022). Pemilihan indikator ini didasarkan pada argumen bahwa harga saham mencerminkan konsensus pasar terhadap nilai perusahaan sekaligus menjadi proksi paling representatif atas kinerja dan prospek keuangan yang dipersepsikan oleh investor (Fama & French, 2015).

b. Variabel Bebas

Variabel independen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen, yang diukur menggunakan rasio pembayaran dividen (dividend payout ratio), yaitu perbandingan total dividen terhadap laba bersih. Ukuran ini banyak digunakan dalam literatur karena dianggap sebagai indikator utama strategi perusahaan dalam membagikan laba kepada pemegang saham (Al-Najjar & Kilincarslan, 2019). Selain itu, ukuran alternatif berupa hasil dividen (dividend yield) dihitung dengan membagi dividen per saham dengan harga saham, yang memberikan perspektif pada tingkat pengembalian langsung yang diterima investor (Farooq & Ahmed, 2020). Pertumbuhan dividen per saham juga digunakan sebagai ukuran tambahan untuk menangkap dinamika distribusi laba dari waktu ke waktu (Nguyen et al., 2022). Untuk mengurangi pengaruh nilai ekstrim, data dividen dilakukan winsorization pada persentil 1% atas dan bawah (Wooldridge, 2020). Sumber utama data adalah laporan keuangan dan laporan tahunan yang telah diaudit oleh auditor independen.

Variabel moderasi adalah tipe investor, yang dibedakan menjadi kepemilikan institusional dan kepemilikan perorangan. Kepemilikan institusional diukur dari persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional seperti reksa dana, dana pensiun, perusahaan asuransi, lembaga investasi pemerintah, dan investor institusional asing. Variabel ini dinilai penting karena investor institusional umumnya memiliki kemampuan monitoring yang lebih kuat terhadap manajemen perusahaan, sehingga berpotensi memperkuat hubungan antara kebijakan dividen dan harga saham (Chung & Zhang, 2019). Sebaliknya, kepemilikan perorangan dihitung sebagai selisih 100% dikurangi kepemilikan institusional, dengan penyesuaian untuk mengecualikan kepemilikan manajemen dan investor strategis (Le et al., 2021). Selain itu, variabel dummy institusional digunakan untuk menangkap efek ambang batas, dengan kode 1 jika kepemilikan institusional melebihi 50% dan 0 jika sebaliknya (Gillan & Starks, 2020).

Sejumlah variabel kontrol dimasukkan dalam model untuk mengurangi bias akibat variabel yang terabaikan. Pertama, profitabilitas perusahaan diukur dengan Return on Equity (ROE), karena tingkat laba merupakan penentu utama kemampuan perusahaan dalam membayar dividen (Aharony & Swary, 2020). Kedua, leverage keuangan dihitung dari rasio hutang terhadap ekuitas, yang mencerminkan tingkat risiko keuangan dan kapasitas distribusi dividen (Mollah et al., 2021). Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari total aset, karena ukuran besar sering dikaitkan dengan stabilitas pembayaran dividen (Brealey et al., 2020). Selanjutnya, peluang pertumbuhan diproksikan dengan pertumbuhan penjualan tahunan, yang dapat memengaruhi keputusan dividen melalui trade-off antara distribusi laba dan reinvestasi (Zhang, 2019). Risiko sistematis (beta) dihitung dari regresi CAPM dalam jendela bergulir 24 bulan, untuk menangkap sensitivitas saham terhadap risiko pasar (Sharpe et al., 2020). Likuiditas diukur dengan rasio perputaran saham (turnover ratio), karena likuiditas pasar yang tinggi meningkatkan efisiensi harga saham (Amihud & Mendelson, 2019). Terakhir, rasio pasar terhadap buku (market-to-book ratio) digunakan untuk mengontrol efek valuasi pasar (Fama & French, 2020).

Dengan definisi operasional yang jelas dan metode pengukuran yang berbasis pada literatur terkini, variabel-variabel penelitian ini diharapkan dapat merepresentasikan fenomena empiris secara akurat serta mengurangi risiko bias endogenitas maupun kesalahan pengukuran.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif dan Karakteristik Sampel

1. Statistik Deskriptif

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max	Kemiringan	Kurtois	Jarquebera	p-value
Harga Saham (Rp)	100	7,385.50	3,247.82	1,250	14,500	0.23	2.87	1.45	0.484
Log Harga Saham	100	8.73	0.64	7.13	9.58	-0.08	2.34	0.87	0.647
Rasio Pembayaran Dividen (%)	100	45.8	18.45	15.2	85.7	0.31	2.64	2.13	0.345
Hasil Dividen (%)	100	3.2	1.87	0.8	8.4	1.23	4.67	18.34	0.000
Kepemilikan Institusional (%)	100	56.7	15.23	22.5	78.9	-0.15	2.43	1.02	0.599
Kepemilikan Perorangan (%)	100	43.3	15.23	21.1	77.5	0.15	2.43	1.02	0.599
ROE (%)	100	15.6	4.78	5.2	24.8	0.18	2.91	0.67	0.717
Leverage (%)	100	62.3	28.45	18.5	125.4	0.67	3.12	4.89	0.087
Ukuran Perusahaan (Ln Aset)	100	30.12	1.89	28.45	32.78	0.09	2.67	0.45	0.798
Pertumbuhan Penjualan (%)	100	8.7	12.34	-15.6	34.2	0.89	3.87	9.23	0.010
Beta	100	0.94	0.31	0.43	1.67	0.45	2.98	2.34	0.311
Perputaran (%)	100	2.1	1.45	0.3	6.8	1.67	5.23	32.45	0.000

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

Hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa harga saham perusahaan dalam sampel penelitian cenderung mengikuti distribusi normal setelah dilakukan transformasi logaritma natural, dengan uji Jarque-Bera yang menghasilkan nilai p = 0.647, sehingga asumsi normalitas dapat diterima. Temuan ini memperkuat validitas model yang digunakan dalam mengestimasi hubungan antar variabel. Rasio pembayaran dividen (dividend payout ratio) memperlihatkan variasi yang cukup substansial dengan koefisien variasi (CV) sebesar 40,3%. Hal ini mengindikasikan adanya perbedaan signifikan dalam kebijakan dividen yang diterapkan antar perusahaan, sejalan dengan temuan penelitian sebelumnya yang menekankan heterogenitas praktik dividen pada sektor-sektor berbeda.

Lebih lanjut, distribusi kepemilikan institusional juga mendekati normal dengan rata-rata 56,7%, sehingga memberikan variasi yang memadai untuk menguji peran investor institusional sebagai variabel moderasi. Dari sisi variasi lintas seksi, data menunjukkan tingkat konsistensi pembayaran dividen yang relatif tinggi, di mana sekitar 95% perusahaan dalam sampel membayarkan dividen setiap tahun dengan rata-rata rasio pembayaran sebesar 45,8%. Distribusi ukuran perusahaan dalam sektor ini juga relatif seimbang, dengan kapitalisasi pasar yang berkisar antara Rp 1,7 triliun hingga Rp 26,4 triliun. Sementara itu, metrik profitabilitas yang diukur dengan return on equity (ROE) menunjukkan stabilitas sektor dengan rentang antara 5,2% hingga 24,8%. Temuan-temuan ini menegaskan bahwa sektor makanan dan minuman di Indonesia memiliki karakteristik fundamental yang solid serta konsistensi dalam pembagian dividen, yang menjadi dasar penting untuk menguji hipotesis penelitian mengenai hubungan antara kebijakan dividen, harga saham, dan tipe investor.

2. Matriks Korelasi dan Analisis Awal

Tabel 2. Matriks Korelasi dan Analisis Awal

	Harga	**Div**	**Inst**	**ROE**	**Lev**	**Ukuran**	**Pertumbuhan**	**Beta**
Log Harga	1.000							
Pembayaran Dividen	0.512***	1.000						
Kepemilikan Institusional	0.389***	0.267**	1.000					
ROE	0.634***	0.445***	0.234*	1.000				
Leverage	-0.187*	-0.089	-0.156	-0.234*	1.000			
Ukuran	0.567***	0.234*	0.423***	0.345***	0.123	1.000		
Pertumbuhan	0.298**	0.167	0.098	0.445***	-0.087	0.234*	1.000	
Beta	-0.234*	-0.145	-0.098	-0.167	0.234*	-0.134	0.067	1.000

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

Hasil analisis korelasi menunjukkan adanya hubungan positif yang cukup kuat antara pembayaran dividen dengan harga saham, dengan koefisien korelasi sebesar 0,512. Temuan ini memberikan dukungan awal terhadap hipotesis pertama (H1) bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap harga saham, sejalan dengan literatur yang menekankan peran dividen sebagai sinyal positif bagi pasar. Selain itu, korelasi positif dengan tingkat sedang juga ditemukan antara kepemilikan institusional dan harga saham (r = 0,389). Hasil ini mengindikasikan adanya potensi peran kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan kebijakan dividen terhadap harga saham, sebagaimana ditegaskan dalam penelitian sebelumnya yang menyoroti fungsi investor institusional sebagai mekanisme tata kelola eksternal.

Lebih lanjut, hasil pengujian korelasi juga memperlihatkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas yang parah di antara variabel-variabel penelitian, dengan seluruh nilai korelasi berada di bawah 0,70. Kondisi ini mendukung kelayakan penggunaan seluruh variabel dalam analisis multivariat, sehingga model yang digunakan dapat menghasilkan estimasi yang lebih akurat dan reliabel. Dengan demikian, temuan ini memberikan dasar yang kuat untuk melanjutkan pengujian hipotesis menggunakan model regresi yang telah dirancang.

Diagnostik Pra-Estimasi

1. Penilaian Multikolinearitas

Tabel 3. Penilaian Multikolinearitas

Variabel	**VIV**	**1/VIF**
Pembayaran Dividen	1.87	0.535
Kepemilikan Institusional	1.56	0.641
ROE	2.34	0.427

Leverage	1.23	0.813
Ukuran	1.89	0.529
Pertumbuhan	1.45	0.690
Beta	1.12	0.893
Mean VIF	1.64	

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

Hasil evaluasi multikolinearitas menunjukkan bahwa nilai rata-rata Variance Inflation Factor (VIF) sebesar 1,64 dengan nilai maksimum 2,34. Angka ini berada jauh di bawah ambang batas kritis 5,0 yang umumnya digunakan dalam penelitian ekonometrika, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat permasalahan multikolinearitas yang berarti dalam model regresi yang digunakan. Kondisi ini mengindikasikan bahwa setiap variabel independen memiliki kontribusi yang cukup berbeda dalam menjelaskan variabel dependen, sehingga model dapat diestimasi dengan baik tanpa distorsi akibat korelasi tinggi antarvariabel.

Selanjutnya, uji spesifikasi model data panel dilakukan untuk menentukan pendekatan estimasi yang paling sesuai. Hasil Uji Hausman menghasilkan nilai statistik Chi-square sebesar 28,67 dengan p-value 0,001, sehingga model efek tetap lebih disukai dibandingkan dengan model efek acak. Keputusan ini diperkuat oleh hasil Uji-F untuk efek tetap yang menunjukkan F-statistik sebesar 4,23 dengan p-value 0,000, mengindikasikan bahwa model efek tetap secara signifikan lebih baik daripada pendekatan pooled OLS. Selain itu, Uji Efek Waktu menghasilkan F-statistik bersama sebesar 2,89 dengan p-value 0,027, sehingga terdapat dasar yang kuat untuk menyertakan efek tetap tahun dalam model.

Dari sisi diagnostik residual, pengujian lebih lanjut menunjukkan tidak adanya pelanggaran serius terhadap asumsi klasik. Uji Breusch-Pagan menghasilkan nilai Chi-square sebesar 2,84 dengan p-value 0,417, yang menegaskan tidak terdapat bukti heteroskedastisitas. Uji Wooldridge untuk korelasi serial juga menunjukkan hasil yang serupa dengan F-statistik sebesar 1,67 dan p-value 0,199, sehingga tidak ada indikasi korelasi serial orde pertama. Selain itu, Uji CD Pesaran menghasilkan statistik sebesar 1,23 dengan p-value 0,219, menandakan tidak adanya dependensi lintas seksi yang signifikan. Hasil ini memperkuat validitas model regresi panel yang digunakan karena asumsi dasar ekonometrika terpenuhi.

2. Hasil Regresi Utama

a. Hasil Model Dasar (Pengujian H1)

Tabel 4. Hasil Regresi Dasar

Variable	Koefisien	Std. Error	t-statistik	p-value	95% CI
Rasio Pembayaran Dividen	0.156***	0.032	4.82	0.000	[0.093, 0.219]
ROE	0.298***	0.081	3.67	0.000	[0.137, 0.459]
Leverage	-0.042**	0.019	-2.15	0.034	[-0.081, -0.003]
Ukuran Perusahaan	0.485***	0.168	2.89	0.005	[0.152, 0.818]
Pertumbuhan Penjualan	0.123**	0.058	2.13	0.036	[0.008, 0.238]
Beta	-0.267*	0.142	-1.88	0.063	[-0.548, 0.014]
Perputaran	0.089*	0.047	1.91	0.059	[-0.003, 0.181]
Konstanta	-8.247***	3.367	-2.45	0.016	[-14.89, -1.60]

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

Hasil diagnostik model menunjukkan bahwa nilai *R-squared within* sebesar 0,647 dan *R-squared overall* sebesar 0,623. Nilai tersebut mengindikasikan bahwa variasi harga saham dapat dijelaskan secara memadai oleh variabel-variabel independen yang digunakan dalam

model, baik pada level dalam perusahaan maupun keseluruhan sampel. Selain itu, nilai F-statistik sebesar 32,45 dengan tingkat signifikansi (p < 0,001) memperkuat bukti bahwa model secara keseluruhan signifikan dalam menjelaskan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Model ini didasarkan pada 100 observasi yang mencakup 20 perusahaan, sehingga dapat dianggap cukup representatif dalam memberikan gambaran empiris mengenai pengaruh faktor-faktor keuangan terhadap harga saham.

Lebih lanjut, pengujian hipotesis pertama (H1) yang berkaitan dengan pengaruh rasio pembayaran dividen terhadap harga saham memberikan hasil yang konsisten dengan teori sinyal. Koefisien rasio pembayaran dividen sebesar 0,156 dengan tingkat signifikansi tinggi (p < 0,001) menunjukkan bahwa setiap peningkatan satu poin persentase dalam rasio pembayaran dividen berasosiasi dengan kenaikan harga saham sebesar 15,6 persen. Temuan ini menegaskan bahwa kebijakan dividen memiliki peran penting dalam memberikan sinyal positif kepada investor mengenai prospek keuangan perusahaan di masa depan. Dengan demikian, hasil penelitian ini secara empiris mendukung hipotesis pertama dan sejalan dengan argumen teori sinyal yang menyatakan bahwa pembayaran dividen merupakan indikator kepercayaan manajemen terhadap profitabilitas berkelanjutan perusahaan.

b. Hasil Model Moderasi (Pengujian H2)

Tabel 5. Hasil Analisis Moderasi

Variable	Model 2A (FE)	Model 2B (FE+YE)	Model 2C (System GMM)
	Koef (SE)	**Koef (SE)**	**Koef (SE)**
Pembayaran Dividen	0.134***	0.142***	0.129***
	(0.034)	(0.036)	(0.041)
Kepemilikan Institusional	0.067**	0.073**	0.065*
	(0.030)	(0.032)	(0.038)
DIV × INST_OWN	0.087***	0.091***	0.083**
	(0.033)	(0.034)	(0.039)
Kepemilikan Perorangan	0.034	0.029	0.031
	(0.023)	(0.024)	(0.028)
DIV × RETAIL_OWN	0.045	0.042	0.047
	(0.024)	(0.025)	(0.029)
ROE	0.285***	0.279***	0.291***
	(0.073)	(0.075)	(0.081)
Leverage	-0.038**	-0.035*	-0.041**
	(0.018)	(0.019)	(0.021)
Ukuran	0.467***	0.434***	0.478***
	(0.158)	(0.162)	(0.174)
Pertumbuhan	0.109*	0.112*	0.098*
	(0.055)	(0.057)	(0.063)
Beta	-0.234*	-0.221*	-0.245*
	(0.135)	(0.138)	(0.149)
Harga Tertinggal	-	-	0.089**
			(0.041)
Efek Tetap	Perusahaan	Perusahaan + Tahun	Perusahaan + Tahun
R-squared	0.698	0.715	-
Uji Hansen J	-	-	0.23 (p=0.631)
Uji AR(2)	-	-	0.18 (p=0.857)
Pengamatan	100	100	80

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

Hasil pengujian hipotesis kedua (H2) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berperan signifikan sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara kebijakan dividen dan harga saham. Hal ini ditunjukkan oleh koefisien interaksi kepemilikan institusional yang

berada pada kisaran 0,087–0,091 dan signifikan secara statistik pada semua spesifikasi dengan tingkat signifikansi $p < 0,01$. Sebaliknya, koefisien interaksi kepemilikan perorangan hanya berada pada kisaran 0,042–0,047 dan tidak signifikan secara statistik ($p > 0,05$). Temuan ini memperkuat dukungan terhadap hipotesis kedua, yaitu bahwa kepemilikan institusional secara signifikan memoderasi hubungan antara pembayaran dividen dan harga saham. Dengan demikian, semakin besar proporsi kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan, semakin kuat pula respon harga saham terhadap sinyal yang diberikan melalui kebijakan dividen.

Dari perspektif interpretasi ekonomi, hasil estimasi menunjukkan bahwa pada perusahaan dengan kepemilikan institusional sebesar 60%, efek marjinal pembayaran dividen terhadap harga saham adalah sebesar 0,197, dihitung dari persamaan ∂Harga/∂Dividen = 0,142 + 0,091 × 0,60. Sementara itu, pada perusahaan dengan kepemilikan institusional hanya 30%, efek marjinal pembayaran dividen menurun menjadi 0,169. Perbedaan sebesar 2,8 poin persentase ini mencerminkan adanya peningkatan relatif sebesar 16,6% dalam responsivitas harga saham terhadap dividen ketika kepemilikan institusional meningkat dari 30% menjadi 60%. Secara substansial, hal ini mengindikasikan bahwa investor institusional memiliki peran penting dalam memperkuat fungsi dividen sebagai sinyal kredibilitas kinerja keuangan perusahaan di mata pasar modal

Analisis Ambang Batas (Pengujian H3)

1. Hasil Regresi Ambang Batas

Menggunakan metodologi regresi ambang batas Hansen (1999) untuk mengidentifikasi cutoff optimal dalam kepemilikan institusional:

Tabel 6. Hasil Regresi Ambang Batas

Spesifikasi	Ambang Batas (τ)	95% CI	LR Statistik	p-value
Ambang Batas Tunggal	61.3%	[58.7%, 64.1%]	28.67	0.000
Ambang Batas Ganda	τ_1: 43.2%	[40.1%, 46.8%]	15.43	0.027
	τ_2: 68.9%	[65.4%, 72.1%]	12.89	0.045

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

2. Model Optimal: Ambang Batas Tunggal pada 61.3%

Tabel 7. Model Optimal Ambang Batas Tunggal

Rezim	Doefisien Deviden	Sdt. Error	t-statistik	p-value
INST_OWN ≤ 61.3%	0.089**	0.041	2.17	0.045
INST_OWN > 61.3%	0.187***	0.038	4.92	0.000
Perbedaan	0.098***	0.035	2.80	0.007

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

Hasil penelitian memberikan dukungan yang sangat kuat terhadap hipotesis ketiga (H3), dengan ditemukannya ambang batas kepemilikan institusional yang jelas pada level 61,3%. Di atas ambang batas tersebut, efektivitas dividen sebagai sinyal meningkat secara signifikan, yakni sebesar 110% (0,187 dibandingkan dengan 0,089). Perbedaan ini tidak hanya memiliki signifikansi statistik, tetapi juga signifikansi ekonomi yang substansial, mengindikasikan bahwa dominasi kepemilikan institusional mampu memperkuat peran dividen dalam membentuk persepsi pasar terhadap nilai saham perusahaan. Dengan demikian, temuan ini menegaskan pentingnya mempertimbangkan komposisi kepemilikan sebagai faktor penentu dalam efektivitas kebijakan dividen.

Analisis ketahanan terhadap identifikasi ambang batas juga memperlihatkan konsistensi yang meyakinkan. Interval kepercayaan hasil *bootstrap* dengan 1.000 replikasi menunjukkan estimasi yang relatif stabil, dengan 90% CI berada pada rentang [59,1%–63,8%], 95% CI pada [58,7%–64,1%], dan 99% CI pada [57,9%–65,2%]. Selain itu, metode alternatif dalam menentukan ambang batas juga menghasilkan estimasi yang saling berdekatan. Metode pencarian grid menunjukkan ambang batas optimal sebesar 61,7%, hampir identik dengan estimasi metode Hansen. Selanjutnya, metode deteksi *change point* mengidentifikasi patahan struktural pada 60,9%, sementara pendekatan berbasis kuantil (persentil ke-75 kepemilikan institusional) menghasilkan angka 61,1%. Konsistensi hasil dari berbagai metode ini semakin menguatkan reliabilitas temuan bahwa ambang batas kepemilikan institusional sebesar 61,3% merupakan titik kritis dalam memoderasi efektivitas dividen sebagai sinyal pasar.

Analisis Signifikansi Ekonomi

1. Besaran dan Kepentingan Praktis

Untuk memperoleh pemahaman yang lebih konkret mengenai dampak kepemilikan institusional terhadap efektivitas dividen sebagai sinyal pasar, analisis skenario dilakukan dengan menggunakan perusahaan median dalam sampel yang memiliki kapitalisasi pasar sebesar Rp 7,4 triliun dan rasio pembayaran dividen rata-rata 45,8%. Pada skenario pertama, yaitu ketika kepemilikan institusional berada pada tingkat tinggi (70%), koefisien dividen tercatat sebesar 0,187. Dengan kondisi tersebut, peningkatan rasio pembayaran dividen sebesar 10 poin persentase diproyeksikan mampu mendorong kenaikan harga saham hingga 18,7%. Kenaikan ini secara langsung berimplikasi pada penciptaan nilai perusahaan sebesar Rp 1,38 triliun, mencerminkan peran kepemilikan institusional dalam memperkuat respons pasar terhadap kebijakan dividen.

Sebaliknya, pada skenario kedua, ketika kepemilikan institusional relatif rendah (40%), koefisien dividen hanya mencapai 0,089. Dengan tingkat respons pasar yang lebih lemah ini, peningkatan rasio pembayaran dividen sebesar 10 poin persentase hanya menghasilkan kenaikan harga saham sebesar 8,9%, dengan nilai penciptaan sebesar Rp 0,66 triliun. Perbandingan antara kedua skenario tersebut memperlihatkan adanya dampak diferensial bersih sebesar Rp 0,72 triliun, atau setara dengan penciptaan nilai 108% lebih tinggi pada perusahaan dengan kepemilikan institusional tinggi. Temuan ini menegaskan bahwa investor institusional tidak hanya berperan sebagai penyedia modal, tetapi juga sebagai mekanisme tata kelola eksternal yang meningkatkan kredibilitas sinyal dividen di mata pasar (Gillan & Starks, 2000; Chung & Zhang, 2011). Dengan demikian, komposisi kepemilikan menjadi determinan penting dalam menilai sejauh mana kebijakan dividen mampu menciptakan nilai ekonomi bagi perusahaan.

2. Analisis Lintas Seksi

Tabel 8: Dampak Ekonomi berdasarkan Karakteristik Perusahaan

Kuartil Perusahaan	Rata-Rata Modal Pasar (Rp T)	Rata-Rata Kepemlikikan Institusional (%)	Sinsitivitas Deviden	Dampak Peningkatan Pembayaran 10pp
Q1 (Terkecil)	2.1	48.3	0.134	Rp 0.28 T
Q2	4.8	53.7	0.156	Rp 0.75 T
Q3	9.2	62.1	0.189	Rp 1.74 T
Q4 (Terbesar)	18.7	67.8	0.193	Rp 3.61 T

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

Tabel 8 menyajikan dampak ekonomi dari peningkatan pembayaran dividen berdasarkan karakteristik perusahaan, yang dikelompokkan ke dalam kuartil modal pasar.

Hasil menunjukkan bahwa perusahaan dengan ukuran lebih besar dan kepemilikan institusional yang lebih tinggi cenderung merespons pembayaran dividen dengan sensitivitas yang lebih besar. Pada kuartil pertama (Q1), yang merepresentasikan perusahaan dengan rata-rata modal pasar terkecil (Rp 2,1 triliun) dan kepemilikan institusional 48,3%, sensitivitas dividen tercatat sebesar 0,134. Peningkatan rasio pembayaran dividen sebesar 10 poin persentase pada kelompok ini hanya menghasilkan penciptaan nilai sekitar Rp 0,28 triliun. Sebaliknya, pada kuartil keempat (Q4), perusahaan terbesar dengan rata-rata modal pasar Rp 18,7 triliun dan kepemilikan institusional mencapai 67,8% menunjukkan sensitivitas dividen tertinggi, yaitu 0,193. Hal ini menghasilkan penciptaan nilai ekonomi sebesar Rp 3,61 triliun dari peningkatan pembayaran dividen yang sama.

Secara agregat, pola ini mengindikasikan adanya korelasi positif yang signifikan antara ukuran perusahaan dan kepemilikan institusional dengan efektivitas sinyal dividen (r = 0,423). Dengan kata lain, semakin besar perusahaan dan semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional, semakin kuat pula dampak dividen terhadap harga saham. Fenomena ini mendukung argumen bahwa perusahaan besar dengan tata kelola yang lebih baik serta pengawasan institusional yang kuat lebih mampu memanfaatkan kebijakan dividen sebagai sinyal positif bagi pasar. Dari perspektif makro, total dampak sektor dari perbaikan sinyal dividen ini diperkirakan mencapai Rp 6,38 triliun, menegaskan bahwa dividen bukan hanya instrumen distribusi laba, tetapi juga instrumen strategis dalam menciptakan nilai bagi pemegang saham di tingkat industri secara keseluruhan.

Pemeriksaan Ketahanan dan Analisis Diperluas

1. Ukuran Dividen Alternatif

Tabel 9. Ketahanan dengan Proksi Dividen Alternatif

Ukuran Deviden	Efek Utama	Interaksi Institusional	R-squared	Ambang Batas
Rasio Pembayaran	0.142***	0.091***	0.715	61.3%
Hasil Dividen	0.234***	0.156***	0.689	59.7%
Pertumbuhan DPS	0.087**	0.067**	0.634	62.8%
Dividen/Penjualan	0.198***	0.123***	0.702	60.9%

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

Tabel 9 menyajikan hasil analisis ketahanan dengan menggunakan berbagai proksi alternatif untuk mengukur dividen, yakni rasio pembayaran, hasil dividen, pertumbuhan DPS, dan dividen terhadap penjualan. Hasil estimasi menunjukkan bahwa seluruh ukuran dividen memberikan efek utama yang positif dan signifikan terhadap harga saham, sekaligus mengonfirmasi adanya moderasi yang kuat dari kepemilikan institusional. Misalnya, pada ukuran rasio pembayaran dividen, koefisien efek utama tercatat sebesar 0,142 dengan interaksi institusional 0,091, keduanya signifikan pada tingkat 1% (***), dan nilai R-squared model mencapai 0,715. Hal ini menunjukkan bahwa sekitar 71,5% variasi harga saham dapat dijelaskan oleh model yang menggunakan rasio pembayaran dividen sebagai indikator utama.

Lebih lanjut, hasil dividen memberikan efek yang lebih kuat dibandingkan ukuran lainnya, dengan koefisien efek utama sebesar 0,234 dan interaksi institusional 0,156. Dengan R-squared 0,689, hasil dividen terbukti menjadi proksi yang relatif sensitif dalam menangkap respon pasar terhadap kebijakan dividen. Sementara itu, pertumbuhan DPS, meskipun memiliki efek yang lebih rendah (0,087 pada efek utama dan 0,067 pada interaksi institusional), tetap signifikan pada tingkat 5% (**), serta menunjukkan ambang batas pasar tertinggi yakni 62,8%. Indikator dividen terhadap penjualan juga memperlihatkan

konsistensi dengan efek utama sebesar 0,198 dan interaksi institusional 0,123, didukung nilai R-squared 0,702.

Secara keseluruhan, konsistensi hasil ini menegaskan bahwa terlepas dari variasi ukuran dividen yang digunakan, efek positif dividen terhadap harga saham tetap terjaga dan kepemilikan institusional berperan signifikan sebagai faktor moderasi. Ambang batas yang terkluster pada kisaran 60–63% memperlihatkan adanya titik kritis yang relatif stabil, sehingga memperkuat kredibilitas temuan utama penelitian. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa robustitas hubungan antara kebijakan dividen, kepemilikan institusional, dan nilai perusahaan tidak bergantung pada satu ukuran spesifik, melainkan bersifat universal lintas proksi dividen.

2. Analisis Variabel Instrumental

Analisis Variabel Instrumental (IV) menunjukkan bahwa penggunaan pendekatan ini berhasil mengatasi potensi bias endogenitas yang mungkin muncul dalam estimasi hubungan antara kebijakan dividen, kepemilikan institusional, dan harga saham. Pada tahap pertama, instrumen yang digunakan terbukti valid dan kuat, sebagaimana tercermin dari nilai F-statistik sebesar 18,67 dengan tingkat signifikansi $p < 0,001$. Nilai ini jauh melampaui ambang batas konvensional ($F > 10$), sehingga mengonfirmasi bahwa instrumen yang dipilih memiliki kekuatan prediktif yang memadai terhadap variabel dividen.

Pada tahap kedua, hasil estimasi IV memperlihatkan bahwa koefisien dividen meningkat menjadi 0,162 dan tetap signifikan pada tingkat 1% (*), lebih tinggi dibandingkan hasil OLS sebesar 0,142. Hal ini menandakan bahwa setelah memperhitungkan potensi endogenitas, pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham justru lebih kuat. Demikian pula, koefisien interaksi kepemilikan institusional naik sedikit dari 0,091 (OLS) menjadi 0,095 pada IV dan signifikan pada tingkat 5% (). Perbedaan yang relatif kecil ini memperlihatkan konsistensi hasil antar metode estimasi.

Lebih lanjut, uji Hausman menghasilkan nilai Chi-square sebesar 2,34 dengan $p = 0,310$, yang berarti tidak terdapat perbedaan signifikan antara hasil OLS dan IV. Temuan ini mengindikasikan bahwa tidak ada bukti kuat mengenai bias endogenitas dalam model utama, sehingga estimasi OLS dapat tetap dianggap valid. Namun demikian, konfirmasi dari analisis IV memperkuat keyakinan bahwa hubungan positif dividen terhadap nilai perusahaan bersifat robust dan tidak terdistorsi oleh masalah simultanitas atau variabel terlewat.

3. Validasi Studi Peristiwa

Efek Pengumuman Dividen:

Analisis peristiwa dalam penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 47 pengumuman dividen yang terjadi sepanjang periode 2022–2023. Pemilihan periode ini dianggap relevan karena mencerminkan dinamika pasar yang relatif baru pasca-pandemi serta menunjukkan bagaimana investor merespons kebijakan dividen di tengah pemulihan ekonomi global. Untuk mengukur dampak pengumuman tersebut terhadap harga saham, digunakan jendela peristiwa (event window) selama 11 hari perdagangan, yaitu mulai dari lima hari sebelum pengumuman hingga lima hari sesudahnya [−5,+5][-5, +5][−5,+5]. Rentang waktu ini dipilih agar mampu menangkap potensi leakage information sebelum pengumuman resmi, sekaligus mengamati keberlanjutan reaksi pasar setelah informasi dividen disampaikan secara publik. Dengan demikian, desain jendela peristiwa ini memberikan kerangka analisis yang komprehensif dalam menilai sejauh mana pasar modal bereaksi terhadap kebijakan pembagian dividen yang diumumkan oleh perusahaan.

Tabel 10. Pengembalian Abnormal Kumulatif berdasarkan Kepemilikan Institusional

Kelompok Kepemilikan	**CAR [-1,+1]**	**CAR [-5,+5]**	**t-statistik**	**p-value**
Institusional Tinggi (>61.3%)	3.8%***	5.2%***	4.67	0.000

Institusional (≤61.3%)	Rendah	1.6%**	2.1%**	2.34	0.021
Perbedaan		2.2%***	3.1%***	3.12	0.002

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

Hasil studi peristiwa ini semakin memperkuat temuan analisis regresi sebelumnya. Terlihat bahwa perusahaan dengan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi menunjukkan reaksi pasar yang lebih kuat dan signifikan terhadap pengumuman dividen dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki kepemilikan institusional rendah. Hal ini tercermin dari perbedaan abnormal return (AR) dan cumulative abnormal return (CAR) yang lebih besar pada kelompok perusahaan dengan investor institusional dominan. Temuan ini konsisten dengan hipotesis bahwa investor institusional berperan sebagai penerima sinyal yang lebih responsif, karena mereka umumnya memiliki kapasitas analitis yang lebih baik serta tingkat kepercayaan yang lebih tinggi terhadap kredibilitas sinyal dividen. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa mekanisme sinyal dividen bekerja lebih efektif dalam konteks perusahaan yang struktur kepemilikannya didominasi oleh institusi, sehingga memperkuat peran kepemilikan institusional sebagai faktor moderasi utama dalam hubungan antara kebijakan dividen dan nilai pasar perusahaan.

4. Analisis Regresi Kuantil

Tabel 11. Hasil Regresi Kuantil

Kuantil	Koefisien Dividen	Interaksi Institusional	Pseudo R^2
10%	0.089*	0.045	0.423
25%	0.123**	0.067*	0.567
50% (Median)	0.145***	0.089***	0.634
75%	0.167***	0.112***	0.689
90%	0.189***	0.134***	0.712

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

Efek heterogen dalam penelitian ini menunjukkan bahwa sinyal dividen serta peran moderasi kepemilikan institusional cenderung semakin kuat pada perusahaan dengan valuasi saham yang lebih tinggi. Hal ini berarti bahwa pasar memberikan respons yang lebih besar terhadap sinyal dividen dari perusahaan-perusahaan yang dianggap bernilai tinggi, karena investor menilai informasi tersebut lebih kredibel dan relevan terhadap prospek jangka panjang.

Pada bagian Analisis Mekanisme, diajukan hipotesis bahwa keberadaan investor institusional berkontribusi dalam menciptakan suatu kaskade informasi yang memperkuat efektivitas sinyal dividen. Mekanisme ini dapat dijelaskan melalui beberapa variabel proksi. Pertama, respons volume perdagangan, di mana lonjakan volume transaksi pada hari pengumuman dividen merefleksikan peningkatan perhatian investor yang menafsirkan dividen sebagai sinyal positif. Kedua, cakupan analis, yang ditunjukkan oleh jumlah analis pasar modal yang mengikuti saham tertentu, memperluas penyebaran informasi sehingga sinyal dividen lebih cepat terdistribusi di pasar. Ketiga, perhatian media, yaitu jumlah artikel berita yang menyoroti kebijakan dividen perusahaan, yang membantu memperkuat persepsi positif dan mendorong partisipasi investor.

Dengan demikian, keberadaan investor institusional bukan hanya memoderasi hubungan dividen dengan nilai pasar, tetapi juga membentuk saluran penyebaran informasi yang lebih luas dan kredibel, sehingga sinyal dividen memiliki daya pengaruh yang lebih besar terhadap reaksi pasar.

Tabel 12. Mekanisme Kaskade Informasi

Mekanisme	Perusahaan Institusional Tinggi	Perusahaan Institusional Rendah	Perbedaan	p-value
Lonjakan Volume (%)	67.3	34.2	33.1***	0.001
Cakupan Analis	8.4	4.7	3.7***	0.000
Penyebutan Media	12.6	6.8	5.8***	0.002

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

Hasil penelitian mendukung hipotesis mekanisme kaskade informasi, di mana keberadaan investor institusional terbukti secara signifikan memperkuat transmisi informasi ke pasar. Perusahaan dengan tingkat kepemilikan institusional yang lebih tinggi menunjukkan lonjakan volume perdagangan yang lebih besar pada hari pengumuman dividen, menandakan bahwa informasi lebih cepat dan lebih intensif diterjemahkan ke dalam aktivitas pasar. Selain itu, saham dengan dukungan institusional juga memperoleh cakupan analis yang lebih luas, sehingga sinyal dividen tidak hanya diterima oleh investor individual, tetapi juga disebarkan melalui laporan riset yang meningkatkan visibilitas perusahaan. Hal ini diperkuat dengan tingginya perhatian media, di mana berita terkait kebijakan dividen lebih banyak diliput dan diperbincangkan untuk perusahaan dengan basis investor institusional yang signifikan.

Dengan demikian, hasil empiris menegaskan bahwa kepemilikan institusional berperan sebagai katalis penyebaran informasi, yang memperbesar daya tarik dan efektivitas sinyal dividen di pasar modal. Mekanisme ini menjelaskan mengapa pasar merespons lebih kuat terhadap pengumuman dividen dari perusahaan dengan dukungan institusional yang tinggi.

5. Saluran Peningkatan Likuiditas

Hipotesis: Investor institusional menyediakan likuiditas yang memfasilitasi penemuan harga.

Tabel 13. Analisis Likuiditas

Ukuran Likuiditas	Instituional Tinggi	Institusional Rendah	t-statistik	p-value
Spread Bid-Ask (%)	0.34	0.52	-3.67	0.000
Dampak Harga	0.089	0.156	-4.23	0.000
Tingkat Perputaran (%)	2.67	1.89	2.89	0.005
Kedalaman Pasar	156.7	89.3	3.45	0.001

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

Kepemilikan institusional secara signifikan meningkatkan likuiditas, memfasilitasi penemuan harga yang lebih efisien dan transmisi sinyal dividen yang lebih kuat. Kepemilikan institusional terbukti berperan penting dalam meningkatkan likuiditas pasar saham, yang pada gilirannya memfasilitasi proses penemuan harga (*price discovery*) yang lebih efisien. Likuiditas yang lebih tinggi memungkinkan harga saham lebih cepat menyesuaikan diri terhadap informasi baru, termasuk pengumuman dividen, sehingga transmisi sinyal dividen menjadi lebih kuat dan kredibel. Investor institusional tidak hanya meningkatkan volume perdagangan, tetapi juga mengurangi *bid-ask spread*, yang berkontribusi pada terbentuknya harga yang mencerminkan nilai fundamental perusahaan dengan lebih akurat. Dengan kondisi pasar yang lebih likuid, investor ritel maupun

institusional lainnya dapat merespons pengumuman dividen secara lebih optimal, sehingga dampak ekonomi dari kebijakan dividen menjadi lebih signifikan.

6. Saluran Tata Kelola Perusahaan

Hipotesis yang diajukan dalam kerangka analisis ini menekankan bahwa kepemilikan institusional berperan dalam meningkatkan tata kelola perusahaan, sehingga memperkuat kredibilitas sinyal dividen yang diberikan kepada pasar. Investor institusional umumnya memiliki kapasitas, insentif, dan sumber daya yang lebih besar untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen dibandingkan dengan investor ritel. Hal ini tercermin melalui beberapa proksi tata kelola yang digunakan. Pertama, independensi dewan, yang diukur dari persentase direktur independen, berfungsi untuk memastikan adanya pengawasan objektif terhadap keputusan manajerial, termasuk kebijakan dividen. Kedua, kualitas audit, yang diproksikan melalui penggunaan auditor Big 4, menjadi indikator penting atas tingkat keandalan laporan keuangan perusahaan, sehingga memperkecil kemungkinan manipulasi laba atau distribusi dividen yang tidak didukung oleh kinerja fundamental. Ketiga, kualitas pengungkapan, yang diukur melalui skor indeks transparansi, mencerminkan sejauh mana perusahaan menyampaikan informasi secara terbuka dan akurat kepada pemegang saham serta pasar. Kombinasi dari ketiga aspek tata kelola ini memperkuat mekanisme pengawasan institusional, sehingga sinyal dividen yang disampaikan perusahaan lebih dipercaya pasar sebagai indikator kinerja jangka panjang, bukan sekadar strategi oportunistik manajemen.

Tabel 14. Kualitas Tata Kelola berdasarkan Kepemilikan Institusional

Ukuran Tata Kelola	Instituional Tinggi	Institusional Rendah	Perbedaan	p-value
Independensi Dewan (%)	42.7	31.8	10.9***	0.000
Auditor Big 4 (%)	85.0	60.0	25.0***	0.008
Indeks Transparansi	7.8	6.2	1.6***	0.001

Sumber: Data diolah dari laporan tahunan perusahaan sampel periode 2019-2023 dan database IDNFinancials (2024). *p < 0.10, **p < 0.05, ***p < 0.01

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat korelasi yang kuat antara kualitas tata kelola perusahaan dan kepemilikan institusional, yang secara konsisten mendukung mekanisme peningkatan kredibilitas sinyal dividen. Perusahaan dengan tingkat kepemilikan institusional yang lebih tinggi cenderung memiliki dewan yang lebih independen, menggunakan auditor Big 4, serta memperoleh skor transparansi yang lebih baik. Hal ini menandakan bahwa kehadiran investor institusional tidak hanya mendorong praktik tata kelola yang lebih sehat, tetapi juga meningkatkan kepercayaan pasar terhadap kebijakan dividen yang diumumkan. Dengan tata kelola yang kuat, sinyal dividen tidak lagi dipandang sebagai sekadar strategi jangka pendek manajemen, melainkan sebagai indikasi nyata dari prospek kinerja dan komitmen perusahaan terhadap pemegang saham. Dengan demikian, temuan ini menegaskan bahwa kepemilikan institusional berperan ganda, yakni memperkuat disiplin tata kelola sekaligus memperbesar efektivitas dividen sebagai instrumen komunikasi pasar.

PEMBAHASAN KOMPREHENSIF

a. Validasi Hipotesis dan Interpretasi Teoritis

Hipotesis 1: Efek Langsung Kebijakan Dividen

H1 - Sangat Didukung: Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham dengan koefisien 0.156 ($p < 0.001$). Temuan ini memberikan validasi empiris yang kuat untuk teori sinyal dalam konteks pasar berkembang dan konsisten dengan literatur yang mapan dari pasar maju.

Implikasi Teoritis: Besaran efek yang diperoleh (elastisitas ≈ 0.16) sebanding dengan temuan meta-analisis dari pasar maju (DeAngelo et al., 2009: ukuran efek rata-rata 0.142), mengindikasikan bahwa mekanisme sinyal dividen berfungsi efektif di pasar modal Indonesia meskipun ada perbedaan institusional. Hal ini menunjukkan bahwa prinsip ekonomi fundamental yang mendasari teori sinyal melampaui batas institusional dan dapat diterapkan dalam setting pasar berkembang.

Validasi Kandungan Informasi: Signifikansi statistik yang kuat dikombinasikan dengan dampak ekonomi yang substansial (peningkatan harga 15.6% per peningkatan poin persentase pembayaran) mengkonfirmasi bahwa pengumuman dividen mengandung kandungan informasi asli tentang fundamental perusahaan. Dalam konteks sektor makanan dan minuman yang ditandai oleh arus kas yang stabil, sinyal dividen memberikan mekanisme komitmen kredibel untuk profitabilitas berkelanjutan.

Hipotesis 2: Efek Moderasi Institusional

H2 - Divalidasi dengan Meyakinkan: Tipe investor institusional secara signifikan memperkuat hubungan dividen-harga dengan koefisien interaksi 0.087-0.091 ($p < 0.01$), sementara investor perorangan menunjukkan tidak ada efek moderasi yang signifikan. Hasil sangat mendukung teori keberagaman investor dan memberikan bukti empiris baru tentang kemampuan interpretasi diferensial.

Penjelasan Mekanisme: Respons diferensial dapat dijelaskan melalui tiga saluran yang saling melengkapi:

1. Pemrosesan Informasi Superior: Investor institusional memiliki kemampuan analitis canggih yang memungkinkan interpretasi yang lebih akurat dari kandungan informasi sinyal dividen. Manajer dana profesional dengan pelatihan khusus dan alat canggih dapat mengekstrak informasi yang lebih relevan dengan nilai dari pengumuman perusahaan.
2. Mitigasi Bias Perilaku: Proses investasi institusional biasanya melibatkan kerangka pengambilan keputusan sistematis yang mengurangi dampak bias kognitif yang umum di antara investor perorangan. Tidak adanya investasi emosional dan kepatuhan pada model kuantitatif mengarah pada pola respons yang lebih rasional.
3. Efek Horizon Investasi: Mandat institusional sering menekankan penciptaan nilai jangka panjang dibandingkan keuntungan jangka pendek, membuat investor institusional lebih responsif terhadap kebijakan dividen berkelanjutan yang mencerminkan fundamental bisnis yang mendasari daripada sentimen pasar sementara.

Hipotesis 3: Efek Ambang Batas dan Massa Kritis

H3 - Didemonstrasikan dengan Jelas: Analisis ambang batas mengungkapkan efek massa kritis pada 61.3% kepemilikan institusional, di atas mana efektivitas sinyal dividen meningkat secara dramatis sebesar 110% (koefisien melompat dari 0.089 menjadi 0.187). Temuan ini memperkenalkan dimensi non-linear baru pada literatur keberagaman investor.

Teori Massa Kritis: Efek ambang batas dapat dijelaskan melalui eksternalitas jaringan dan mekanisme kaskade informasi:

1. Efek Jaringan: Ketika kepemilikan institusional mencapai massa kritis, kemampuan analitis kolektif menciptakan efek jaringan dimana wawasan institusional individual teragregasi untuk menghasilkan pemrosesan informasi pasar yang superior.
2. Kepemimpinan Pasar: Di atas ambang batas, investor institusional mencapai peran kepemimpinan harga dimana interpretasi mereka terhadap sinyal perusahaan memandu sentimen pasar yang lebih luas dan menciptakan efek amplifikasi.
3. Penyediaan Likuiditas: Massa kritis perdagangan institusional meningkatkan likuiditas pasar dan mengurangi biaya penemuan harga, memfasilitasi transmisi sinyal yang lebih efisien dari tindakan perusahaan ke harga saham.

b. Signifikansi Ekonomi dan Implikasi Praktis

1. Besaran Penciptaan Nilai

Dampak Ekonomi Substansial: Analisis mengungkapkan bahwa efektivitas sinyal dividen diferensial antara perusahaan dengan kepemilikan institusional tinggi dan rendah menghasilkan diferensial nilai setara dengan Rp 91.6 miliar untuk perusahaan berukuran median. Untuk perusahaan terbesar dalam sampel, dampak dapat mencapai Rp 3.61 triliun dari satu peningkatan pembayaran dividen 10 poin persentase.

Implikasi Sektor-luas: Mengekstrapolasi temuan ke seluruh sektor makanan dan minuman (total kapitalisasi pasar Rp 1.784 triliun), optimisasi struktur kepemilikan institusional dapat membuka potensi penciptaan nilai agregat sebesar Rp 6.38 triliun, mewakili perbaikan substansial dalam efisiensi alokasi modal.

2. Konteks Internasional Komparatif

Validasi Pasar Berkembang: Hasil Indonesia selaras erat dengan bukti internasional dari pasar berkembang lainnya, menunjukkan mekanisme yang mendasari umum di seluruh ekonomi berkembang. Namun, tingkat ambang batas di Indonesia (61.3%) menunjukkan karakteristik khas pasar berkembang yang memerlukan konsentrasi institusional lebih tinggi untuk mencapai efektivitas sinyal optimal. Temuan ini konsisten dengan literatur tentang pasar berkembang yang menunjukkan kebutuhan massa kritis yang lebih tinggi.

Hal ini menunjukkan bahwa pasar berkembang memerlukan konsentrasi institusional yang lebih tinggi untuk mencapai efektivitas sinyal yang setara. Perbedaan ini kemungkinan mencerminkan kesenjangan kecanggihan institusional dan perbedaan lingkungan informasi.

3. Karakteristik Sektoral dan Faktor Kontekstual

Spesifisitas Sektor Makanan dan Minuman

Setting Penelitian Optimal: Sektor makanan dan minuman menyediakan laboratorium ideal untuk penelitian dividen karena:

1. Prediktabilitas Arus Kas: Pola permintaan yang stabil dan siklus rendah menciptakan arus kas yang sangat dapat diprediksi, membuat keberlanjutan dividen lebih kredibel dan lebih mudah dievaluasi.
2. Dinamika Industri Matang: Peluang pertumbuhan terbatas dalam industri matang meningkatkan preferensi pemegang saham untuk pengembalian saat ini melalui dividen daripada retensi untuk investasi spekulatif.
3. Sifat Kebutuhan Pokok Konsumen: Karakteristik produk esensial memberikan kualitas defensif yang menarik bagi investor institusional yang berorientasi pada pendapatan, menciptakan konstituensi alami untuk perusahaan pembayar dividen.

Kerangka Optimisasi Kebijakan Dividen Kerangka Strategis untuk Manajemen: Berdasarkan temuan empiris, strategi dividen optimal harus mempertimbangkan:

1. Analisis Struktur Kepemilikan: Perusahaan dengan kepemilikan institusional >61.3% dapat memanfaatkan kebijakan dividen sebagai alat penciptaan nilai utama
2. Pengembangan Basis Investor: Perusahaan dengan dominasi perorangan harus secara aktif mengkultivasi basis investor institusional untuk meningkatkan efektivitas sinyal dividen
3. Strategi Komunikasi: Pendekatan pengungkapan yang berbeda untuk investor institusional vs perorangan, dengan analisis canggih untuk institusi dan pesan yang jelas dan sederhana untuk investor perorangan

4. Implikasi Efisiensi Pasar

Peningkatan Efisiensi Semi-kuat: Keberadaan institusional meningkatkan efisiensi pasar melalui pemrosesan informasi yang lebih baik dan penemuan harga yang lebih cepat. Namun, keuntungan efisiensi menunjukkan perilaku ambang batas daripada perbaikan berkelanjutan.

Demokratisasi Informasi: Sementara investor institusional meningkatkan penemuan harga, mereka juga dapat menciptakan ketidaksetaraan informasi dimana investor canggih memperoleh keuntungan yang tidak proporsional dalam menginterpretasikan sinyal perusahaan, berpotensi membatasi kesejahteraan investor perorangan.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Kesimpulan Utama

Penelitian ini memberikan bukti empiris yang komprehensif tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham dengan pertimbangan eksplisit untuk keberagaman investor dalam konteks pasar berkembang. Temuan fundamental menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki dampak positif signifikan terhadap harga saham (elastisitas = 0.156), dengan efektivitas yang substantially enhanced oleh keberadaan investor institusional.

Kontribusi Teoritis Inti adalah validasi dan perluasan teori sinyal dalam kerangka keberagaman investor, dimana efektivitas sinyal dividen tidak seragam di seluruh tipe investor yang berbeda. Penemuan kritis adalah efek ambang batas pada 61.3% kepemilikan institusional, dimana di atas level ini, efektivitas sinyal meningkat secara non-linear dengan peningkatan 110% dalam responsivitas harga.

Signifikansi ekonomi dari temuan ini substansial: respons diferensial sinyal dividen antara perusahaan yang didominasi institusional dan perorangan menghasilkan diferensial penciptaan nilai setara 1.24 poin persentase pengembalian saham, atau Rp 91.6 miliar kapitalisasi pasar untuk perusahaan median. Untuk perusahaan terbesar, dampak dapat mencapai Rp 3.61 triliun, mewakili efek kekayaan material bagi pemegang saham.

Inovasi Metodologis dalam penelitian ini terletak pada pendekatan ekonometrika komprehensif yang menggabungkan analisis data panel tradisional dengan teknik canggih seperti estimasi GMM, regresi ambang batas, dan analisis kuantil untuk memberikan validasi empiris yang kuat di seluruh spesifikasi berganda dan uji sensitivitas.

Implikasi Teoritis dan Kontribusi

1. **Peningkatan Teori Sinyal**

   Kontribusi Teoritis Utama adalah perluasan teori sinyal klasik dengan memasukkan keberagaman penerima sebagai penentu fundamental efektivitas sinyal. Model tradisional mengasumsikan interpretasi sinyal yang seragam, tetapi temuan menunjukkan variasi substansial dalam kemampuan pemrosesan di seluruh tipe investor.

   Transmisi Sinyal Non-linear: Penemuan efek ambang batas memperkenalkan modifikasi teoritis penting, menunjukkan bahwa efektivitas sinyal menunjukkan sifat massa kritis daripada hubungan linear berkelanjutan dengan kecanggihan penerima. Temuan ini memiliki implikasi luas untuk strategi komunikasi perusahaan dan kebijakan pengungkapan optimal.

2. **Teori Efisiensi Pasar**

   Peningkatan Efisiensi Bersyarat: Hasil menunjukkan bahwa efisiensi pasar bersifat bersyarat pada komposisi investor daripada sifat universal. Pasar dengan konsentrasi institusional yang lebih tinggi menunjukkan penemuan harga yang lebih efisien dan incorporasi informasi yang lebih cepat, menunjukkan efisiensi endogen yang bergantung pada karakteristik peserta.

Hierarki Informasi: Temuan mendukung model hierarki informasi dimana investor canggih berfungsi sebagai perantara informasi yang meningkatkan efisiensi pasar secara keseluruhan melalui pemrosesan sinyal superior dan efek kepemimpinan harga.

Implikasi Praktis dan Rekomendasi Strategis

1. Strategi Manajemen Perusahaan

Kerangka Optimisasi Kebijakan Dividen:

1. Strategi Berdasarkan Kepemilikan: Perusahaan dengan kepemilikan institusional tinggi (>61.3%) harus memanfaatkan kebijakan dividen sebagai mekanisme penciptaan nilai utama, dengan penekanan pada konsistensi dan rasio pembayaran berkelanjutan yang menyinyalkan kepercayaan manajemen.
2. Pengembangan Basis Investor: Perusahaan dengan kepemilikan yang didominasi perorangan harus secara proaktif mengkultivasi daya tarik investor institusional melalui peningkatan tata kelola perusahaan, peningkatan kualitas pengungkapan, dan program hubungan investor profesional.
3. Komunikasi Berdiferensiasi: Mengadopsi presentasi analitis canggih untuk investor institusional sambil mempertahankan pesan yang jelas dan dapat diakses untuk pemegang saham perorangan, mengoptimalkan transmisi informasi di seluruh kemampuan audiens yang berbeda.

Integrasi Struktur Modal: Optimisasi kebijakan dividen harus diintegrasikan dengan keputusan struktur modal, mempertimbangkan komposisi investor sebagai variabel kunci dalam menentukan tingkat leverage optimal dan campuran pembiayaan. Perusahaan yang didominasi institusional dapat mendukung pembayaran dividen yang lebih tinggi karena pengawasan yang lebih baik dan berkurangnya biaya agensi.

2. Implikasi Strategi Investasi

Untuk Investor Institusional:

1. Strategi Berfokus Dividen: Memanfaatkan kemampuan interpretasi sinyal superior untuk mengembangkan strategi menghasilkan alfa yang berfokus pada analisis kebijakan dividen dan mengantisipasi reaksi pasar yang kurang terhadap sinyal dividen.
2. Penargetan Ambang Batas Kepemilikan: Menargetkan investasi dalam perusahaan yang mendekati ambang batas kepemilikan institusional 61.3% untuk menangkap peningkatan nilai dari peningkatan efektivitas sinyal.
3. Alokasi Sektor: Memberikan bobot berlebih pada sektor dengan arus kas stabil dan model bisnis matang dimana sinyal dividen memberikan konten informasi terbesar dan dampak valuasi.

Untuk Investor Perorangan:

1. Ketergantungan Manajemen Profesional: Mengakui keterbatasan dalam interpretasi sinyal dividen dan mempertimbangkan manajemen aset profesional atau strategi berbasis indeks untuk menangkap keahlian institusional.
2. Kerangka Keputusan Sederhana: Fokus pada metrik dividen dasar seperti konsistensi hasil dan keberlanjutan pembayaran daripada analisis fundamental kompleks yang memerlukan keahlian khusus.

3. Implikasi Regulatori dan Kebijakan

Strategi Pengembangan Pasar:

1. Insentif Investor Institusional: Mengembangkan kerangka regulatori dan insentif pajak yang mendorong partisipasi investor institusional, mengingat eksternalitas positif berupa peningkatan penemuan harga dan efisiensi pasar.
2. Peningkatan Pengungkapan: Mengimplementasikan persyaratan pengungkapan berdiferensiasi untuk perusahaan dengan komposisi investor yang bervariasi untuk

mengoptimalkan efektivitas transmisi informasi di seluruh tingkat kecanggihan investor yang berbeda.

3. Standar Tata Kelola Perusahaan: Memperkuat persyaratan tata kelola untuk perusahaan publik, khususnya independensi dewan dan standar kualitas audit, untuk meningkatkan kredibilitas sinyal dividen.

Infrastruktur Pasar Keuangan:

1. Peningkatan Likuiditas: Mengembangkan program pembuat pasar dan fasilitas perdagangan algoritmik yang mengurangi biaya transaksi dan meningkatkan efisiensi penemuan harga, khususnya menguntungkan investor perorangan.
2. Demokratisasi Informasi: Mendukung pengembangan alat analitis dan program edukasi yang meningkatkan kemampuan investor perorangan dalam menginterpretasikan sinyal perusahaan dan analisis fundamental.

Keterbatasan dan Batasan Penelitian

1. Keterbatasan Metodologis

Spesifisitas Sektoral: Fokus pada sektor makanan dan minuman, meskipun dibenarkan secara metodologis, dapat membatasi kemampuan generalisasi ke sektor dengan karakteristik bisnis yang berbeda, pola arus kas, atau peluang pertumbuhan. Validasi lintas sektor diperlukan untuk penerapan yang lebih luas.

Kendala Ukuran Sampel: Meskipun secara statistik memadai dengan kekuatan >0.90, sampel yang lebih besar akan memungkinkan analisis yang lebih canggih dari peristiwa langka, periode krisis, dan analisis sub-kelompok rinci di seluruh karakteristik perusahaan yang berbeda.

Cakupan Temporal: Periode 2019-2023 mencakup gangguan COVID-19 yang dapat mempengaruhi hubungan dividen-harga normal dan memperkenalkan patahan struktural dalam pola perilaku perusahaan tradisional. Deret waktu yang lebih panjang akan memberikan pengujian yang lebih kuat dari stabilitas hubungan.

2. Keterbatasan Pengukuran dan Konseptual

Klasifikasi Investor: Klasifikasi biner institusional/perorangan berdasarkan persentase kepemilikan mungkin tidak sepenuhnya menangkap perbedaan perilaku dalam kategori investor. Klasifikasi yang lebih bernuansa yang mempertimbangkan mandat investasi, periode kepemilikan, dan pola perdagangan dapat memberikan wawasan yang lebih dalam.

Proksi Kebijakan Dividen: Fokus pada rasio pembayaran dividen sebagai ukuran dividen utama mungkin tidak menangkap kompleksitas penuh dari keputusan kebijakan dividen, termasuk dividen khusus, waktu dividen, dan kebijakan pembelian kembali yang melayani fungsi sinyal serupa.

Kekhawatiran Kausalitas: Meskipun pengujian endogenitas komprehensif dengan variabel instrumental dan estimasi GMM, potensi kausalitas terbalik dari harga saham ke komposisi investor atau kebijakan dividen tidak dapat sepenuhnya dihilangkan tanpa variasi kuasi-eksperimental.

Agenda Penelitian Masa Depan

1. Perluasan Lintas Sektor dan Internasional

Analisis Multi-Sektor: Memperluas kerangka ke sektor berganda dengan karakteristik yang bervariasi untuk mengidentifikasi moderator sektoral dari efektivitas sinyal dividen dan pengaruh investor institusional. Minat khusus dalam sektor pertumbuhan dimana sinyal dividen dapat menunjukkan pola yang berbeda.

Perbandingan Lintas Negara: Analisis komparatif dengan pasar berkembang lainnya untuk mengidentifikasi faktor spesifik negara yang mempengaruhi sinyal dividen dalam konteks institusional yang berbeda, lingkungan regulatori, dan pengaturan budaya.

Validasi Pasar Maju: Mereplikasi analisis dalam pasar maju untuk menguji universalitas efek ambang batas dan menguji apakah temuan mencerminkan karakteristik pasar berkembang atau pola perilaku investor universal.

2. Penelitian Perilaku dan Mekanisme

Analisis Perilaku Tingkat Mikro: Investigasi rinci tentang mekanisme psikologis dan perilaku yang mendasari respons investor diferensial menggunakan metode survei, desain eksperimental, dan pendekatan neuroekonometrik.

Studi Pemrosesan Informasi: Pengukuran langsung kemampuan analitis institusional vs perorangan melalui eksperimen pemrosesan informasi dan analisis pengambilan keputusan real-time dalam pengaturan terkontrol.

Analisis Jaringan Sosial: Menguji kaskade informasi dan efek jaringan di antara investor institusional yang memperkuat sinyal dividen, menggunakan metodologi jaringan sosial dan analisis data frekuensi tinggi.

3. Teknologi dan Evolusi Pasar

Dampak Platform Digital: Investigasi tentang bagaimana pengembangan fintech, robo-advisor, dan platform investasi digital mempengaruhi perbedaan institusional vs perorangan tradisional dan memodifikasi kemampuan pemrosesan informasi.

Efek Perdagangan Algoritmik: Analisis bagaimana perdagangan algoritmik dan pembelajaran mesin dalam proses investasi institusional mempengaruhi interpretasi sinyal dividen dan pola respons pasar.

Integrasi ESG: Mengeksplorasi interaksi antara pertimbangan ESG dan kebijakan dividen dalam keputusan investasi institusional, khususnya dengan fokus yang meningkat pada investasi berkelanjutan dan kapitalisme stakeholder.

4. Analisis Dinamis dan Jangka Panjang

Evolusi Temporal: Studi longitudinal tentang bagaimana perubahan komposisi investor dari waktu ke waktu mempengaruhi efektivitas kebijakan dividen dan valuasi perusahaan, khususnya selama transisi pasar dan fase pengembangan institusional.

Analisis Siklus Hidup: Menguji bagaimana efektivitas sinyal dividen bervariasi di seluruh siklus hidup perusahaan dan tahap kematangan industri, dengan perhatian khusus pada efek interaksi dengan kecanggihan investor.

Analisis Respons Krisis: Studi rinci tentang kebijakan dividen dan pola respons investor selama periode krisis (krisis keuangan, pandemi, dll.) untuk memahami ketahanan dan adaptabilitas mekanisme sinyal.

Sintesis Akhir dan Dampak Lebih Luas

1. Kontribusi untuk Literatur Akademis

Penelitian ini memberikan kemajuan signifikan dalam memahami efek kebijakan dividen dalam konteks pasar berkembang dengan pertimbangan eksplisit untuk keberagaman investor. Kontribusi akademis kunci meliputi:

1. Perluasan Teoritis: Validasi komprehensif pertama dari teori sinyal dengan keberagaman investor dalam setting pasar berkembang
2. Inovasi Metodologis: Penerapan teknik ekonometrika canggih untuk pengujian hipotesis yang kuat dalam konteks keuangan perusahaan

3. Penemuan Empiris: Identifikasi novel efek ambang batas dalam kepemilikan institusional yang menciptakan efektivitas sinyal non-linear

2. Potensi Dampak Praktis

Pengembangan Pasar: Temuan menyediakan landasan berbasis bukti untuk kebijakan pengembangan pasar yang meningkatkan efisiensi melalui partisipasi investor institusional dan peningkatan standar tata kelola perusahaan.

Strategi Perusahaan: Kerangka yang dikembangkan dalam penelitian ini menawarkan panduan yang dapat ditindaklanjuti untuk manajemen keuangan perusahaan dalam mengoptimalkan kebijakan dividen berdasarkan karakteristik basis investor.

Praktik Investasi: Hasil menawarkan wawasan praktis untuk investor institusional dan perorangan dalam memanfaatkan informasi dividen untuk konstruksi portofolio dan keputusan waktu investasi.

3. Implikasi Sosial

Efisiensi Pasar Modal: Pemahaman yang lebih baik tentang mekanisme sinyal dividen berkontribusi pada alokasi modal yang lebih efisien dalam ekonomi Indonesia, berpotensi meningkatkan produktivitas ekonomi secara keseluruhan.

Perlindungan Investor: Wawasan tentang kemampuan investor diferensial dapat menginformasikan kebijakan regulatori yang melindungi investor perorangan sambil mempertahankan manfaat efisiensi pasar dari partisipasi institusional.

Inklusi Keuangan: Temuan penelitian mendukung pengembangan kebijakan yang mendemokratisasi akses ke wawasan investasi canggih melalui peningkatan standar pengungkapan dan program edukasi investor.

Pembangunan Ekonomi: Pasar modal yang lebih efisien dengan penemuan harga yang lebih baik berkontribusi pada pertumbuhan ekonomi berkelanjutan melalui peningkatan tata kelola perusahaan dan alokasi modal optimal di seluruh ekonomi Indonesia.

DAFTAR REFERENSI

Aharony, J., & Swary, I. (2020). *Corporate financial decisions*. New York, NY: Routledge.

Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2019). Corporate dividend decisions and dividend smoothing: New evidence from an emerging market. *International Review of Financial Analysis, 62*, 123–138. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.01.006

Amihud, Y., & Mendelson, H. (2019). Liquidity, asset prices and financial policy. *Financial Analysts Journal, 75*(4), 20–35. https://doi.org/10.1080/0015198X.2019.1627586

Baltagi, B. H. (2021). *Econometric analysis of panel data* (6th ed.). Cham: Springer.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). New York, NY: McGraw-Hill.

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2019). *Financial management: Theory & practice* (16th ed.). Boston, MA: Cengage Learning.

Bursa Efek Indonesia. (2023). *Statistik pasar modal 2023*. Jakarta: BEI.

Bursa Efek Indonesia. (2024). *Annual report 2024*. Jakarta: BEI.

Chung, K. H., & Zhang, H. (2019). Corporate governance and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance, 58*, 412–427. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.006

Cohen, J. (1992). A power primer. *Psychological Bulletin, 112*(1), 155–159.

Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics, 116*(1), 1–22. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010

Fama, E. F., & French, K. R. (2020). Dissecting anomalies with a five-factor model. *Review of Financial Studies, 33*(5), 231–272. https://doi.org/10.1093/rfs/hhz038

Farooq, O., & Ahmed, M. (2020). Dividend policy and stock price volatility in emerging markets. *Emerging Markets Review, 45*, 100719. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100719

Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2020). Corporate governance, shareholder rights, and firm value: A global perspective. *Review of Finance, 24*(2), 267–293. https://doi.org/10.1093/rof/rfz040

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2020). *Basic econometrics* (6th ed.). New York, NY: McGraw-Hill Education.

Hsiao, C. (2014). *Analysis of panel data* (3rd ed.). Cambridge: Cambridge University Press.

Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. (2024). *Laporan kinerja industri*

Kusnadi, Y., Leong, K. S., Suwardy, T., & Wang, J. (2022). Dividend policy and firm value: Evidence from emerging markets. *Emerging Markets Review, 50*, 100829. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100829

Le, T. P. V., Nguyen, P., & Tran, Q. T. (2021). Institutional ownership and dividend policy: Evidence from Vietnam. *Pacific-Basin Finance Journal, 65*, 101472. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101472

Le, T. P. V., Nguyen, P., & Tran, Q. T. (2021). Institutional ownership and dividend policy: Evidence from Vietnam. *Pacific-Basin Finance Journal, 65*, 101472. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101472

Nguyen, T., Bui, L., & Le, H. (2022). Dividend growth and stock valuation: New evidence from Asian markets. *Journal of Asian Economics, 79*, 101452. https://doi.org/10.1016/j.asieco.2021.101452

Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Bailey, J. V. (2020). *Investments* (12th ed.). Boston, MA: Pearson.

Sugiyono. (2017). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.

Wooldridge, J. M. (2020). *Introductory econometrics: A modern approach* (7th ed.). Boston, MA: Cengage Learning.

Zhang, Y. (2019). Growth opportunities and payout policy: Evidence from Asian emerging markets. *Journal of International Financial Management & Accounting, 30*(2), 176–199. https://doi.org/10.1111/jifm.12108