

**PENGARUH *INVESTMENT OPPORTUNITY SET*, *DIVIDEND STABILITY*,
DAN *FINANCIAL LEVERAGE* TERHADAP FIRM VALUE DENGAN
OWNERSHIP CONCENTRATION SEBAGAI VARIABEL MODERATING
PADA SEPULUH PERUSAHAAN *NON - CYCLICAL HIGH DIVIDEND***

Feris Nur Alif Supriyanto

Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya
ferrisnuralif123@gmail.com

Loviorla Zefanya Lovely Albertus

Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya

Nabila Siloy

Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya

David Al Amin

Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya

Siti Aisyah

Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya

Steven Marcellino

Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya

Maria Yovita R. Pandin

Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya
yovita_87@untag-sby.ac.id

ABSTRACT

Firm value serves as a crucial parameter indicating a firm's achievement in maximizing shareholders' wealth and building investor trust. Between 2021 and 2025, PT HM Sampoerna Tbk encountered several commercial obstacles that could affect its firm value, thereby requiring an effective strategy to manage investment prospects, dividend distribution, and capital structure. The primary objective of this research is to evaluate the impact of the Investment Opportunity Set (IOS), Dividend Stability, and Financial Leverage on Firm Value, incorporating Ownership Concentration as a moderating factor in PT HM Sampoerna Tbk, listed on the IDX for the 2021-2025 timeframe. Employing a quantitative methodology, this study relies on secondary data extracted from the company's annual and

financial reports. Analytical procedures were applied to test how each independent variable affects corporate value and to what extent ownership concentration moderates these associations. The findings are anticipated to enrich corporate finance literature and provide valuable insights for investors and management regarding the determinants of firm value.

Keywords: *Dividend Stability; Financial Leverage; Firm Value; Investment Opportunity Set; Ownership Concentration.*

ABSTRAK

Penilaian atas kesuksesan sebuah entitas bisnis dalam mengangkat taraf hidup pemegang saham serta menumbuhkan keyakinan investor umumnya tecermin dari indikator nilai perusahaan. Sepanjang kurun waktu 2021–2025, PT HM Sampoerna Tbk dihadapkan pada beragam dinamika bisnis yang berpotensi memberikan dampak pada nilai korporasi, sehingga menuntut adanya tata kelola yang jitu terkait probabilitas investasi, kebijakan pembagian laba, serta komposisi utang. Riset ini dilaksanakan guna mengevaluasi dampak dari Investment Opportunity Set (IOS), Dividend Stability, serta Financial Leverage terhadap Firm Value, dengan menyertakan Ownership Concentration sebagai variabel pemoderasi pada PT HM Sampoerna Tbk di Bursa Efek Indonesia rentang waktu 2021–2025. Metode kuantitatif diaplikasikan dalam studi ini dengan memanfaatkan data sekunder berupa laporan tahunan dan laporan keuangan korporasi. Pengujian dilakukan guna mengukur sejauh mana variabel bebas berdampak pada nilai entitas, serta bagaimana peran moderasi dari konsentrasi kepemilikan pada relasi tersebut. Melalui riset ini, diharapkan muncul gagasan baru bagi literatur manajemen keuangan dan menjadi rujukan praktis bagi pihak manajemen maupun investor untuk menelaah elemen-elemen penentu nilai perusahaan.

Kata Kunci: *Dividend Stability; Financial Leverage; Firm Value; Investment Opportunity Set; Ownership Concentration.*

A. LATAR BELAKANG

Tolak ukur fundamental yang mempresentasikan keberhasilan manajemen korporasi dalam memakmurkan para penanam modal sekaligus merawat kepercayaan publik adalah nilai perusahaan (firm value). Entitas yang mencatatkan nilai tinggi lazimnya lebih diminati oleh pelaku pasar modal, mengingat hal tersebut mengindikasikan prospek ekspansi dan kesehatan finansial yang mumpuni. Sebab itu, mengupayakan lonjakan nilai entitas senantiasa menjadi target prioritas dalam operasional bisnis.

Sebagai salah satu pemain raksasa di industri manufaktur pengolahan tembakau yang melantai di Bursa Efek Indonesia, PT HM Sampoerna Tbk tentu tidak lepas dari kendala. Dalam rentang waktu 2021 hingga 2025, korporasi ini harus menyesuaikan diri dengan aneka tantangan, mulai dari fluktuasi regulasi cukai, pergeseran kondisi makroekonomi, hingga tren selera konsumen yang dinamis. Realitas ini menuntut entitas untuk terus mengawal stabilitas kinerja

keuangan demi mempertahankan animo investor sehingga valuasi perusahaan tidak merosot.

Sejumlah elemen diketahui mampu memberikan dorongan pada nilai perusahaan, di antaranya adalah Investment Opportunity Set (IOS), Dividend Stability, serta Financial Leverage. IOS merepresentasikan seberapa besar ruang bagi korporasi untuk bertumbuh melalui alokasi dana investasi yang diyakini dapat mendongkrak performa di masa depan. Di sudut lain, tren pembagian dividen yang stabil kerap diterjemahkan pasar sebagai sinyal optimistis bahwa perusahaan punya kapasitas meraup laba secara kontinu, yang berujung pada meningkatnya sentimen positif investor. Sementara itu, bauran utang (leverage) yang dikelola dengan bijak akan menopang kelancaran operasional dan investasi, kendati rasio utang yang terlalu masif juga membawa ancaman risiko finansial.

Di luar ketiga elemen tersebut, arsitektur kepemilikan korporasi ikut memegang andil sentral dalam praktik tata kelola perusahaan yang baik (good corporate governance). Adanya Ownership Concentration atau pemusatan kepemilikan memberikan ruang bagi pemegang saham pengendali untuk memantau kinerja manajemen secara lebih ketat, sehingga potensi konflik keagenan bisa ditekan dan ketepatan pengambilan keputusan semakin meningkat. Atas dasar pemikiran ini, Ownership Concentration diproyeksikan dapat memainkan peran moderasi atas keterkaitan antara IOS, Dividend Stability, dan Financial Leverage terhadap Firm Value.

Kajian-kajian sebelumnya yang menelaah relasi antara IOS, Dividend Stability, serta Financial Leverage dengan nilai perusahaan rupanya masih menampilkan konklusi yang bervariasi. Beberapa temuan akademis menyimpulkan adanya efek positif dari ketiga variabel tersebut, namun tidak sedikit pula yang mendapati bahwa dampaknya tidak signifikan atau bahkan berlawanan arah. Inkonsistensi temuan ini menjadi indikasi kuat adanya faktor ekstra yang ikut mengintervensi hubungan antarvariabel, dan salah satu kandidat utamanya adalah konsentrasi kepemilikan. Kendati demikian, eksplorasi riset yang meletakkan variabel ini sebagai pemoderasi khusus pada kasus PT HM Sampoerna Tbk di periode 2021–2025 masih terbilang minim.

Beranjak dari fenomena korporasi yang ada serta gap dari berbagai studi terdahulu, riset ini disusun dengan tujuan menelaah efek dari Investment Opportunity Set, Dividend Stability, dan Financial Leverage terhadap Firm Value, seraya mengikutsertakan Ownership Concentration sebagai elemen moderating pada PT HM Sampoerna Tbk yang beroperasi di BEI pada rentang 2021–2025. Hasil dari studi ini diantisipasi bisa mendatangkan sumbangsih literatur pada ranah ilmu keuangan bisnis, sekaligus bertindak sebagai acuan bagi manajemen, investor, dan pihak berkepentingan lainnya dalam mengidentifikasi determinan krusial pembentuk nilai perusahaan.

B. TINJAUAN PUSTAKA

Firm Value (Nilai Perusahaan)

Nilai entitas bisnis (Firm Value) dapat didefinisikan sebagai sudut pandang pasar terkait kapabilitas perusahaan dalam mewujudkan kesejahteraan pemegang saham lewat pemanfaatan aset secara efisien. Mengacu pada literatur Manajemen

Keuangan, sasaran fundamental sebuah entitas bisnis adalah mendongkrak nilainya semaksimal mungkin melalui rumusan kebijakan pembagian dividen, struktur pendanaan, dan alokasi investasi yang paling ideal (Brigham & Ehrhardt, 2020). Berangkat dari hal tersebut, valuasi perusahaan menjadi patokan kesuksesan para eksekutif dalam menggaet kepercayaan pelaku pasar.

Dari kacamata Signaling Theory, detail mengenai taktik investasi, komposisi utang, serta rutinitas pembagian dividen ditangkap sebagai sinyal yang membantu investor menimbang prospek masa depan korporasi (Ross, 1977). Adanya sinyal yang bersifat positif tentu akan melambungkan keyakinan pasar yang pada akhirnya mendongkrak harga perusahaan. Dalam kerangka studi ini, penilaian Firm Value diprosikan lewat formula Tobin's Q lantaran rasio ini mumpuni dalam merefleksikan estimasi pasar atas aktiva korporasi berikut potensi perkembangannya.

Investment Opportunity Set (IOS)

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan opsi atau kans investasi yang terbuka bagi entitas untuk mengakselerasi pertumbuhan di hari kelak. Berdasarkan paradigma Manajemen Keuangan, menentukan arah investasi merupakan langkah krusial yang berfungsi untuk menyalurkan modal kepada proyek-proyek bernilai tambah tinggi demi mengontrol nilai perusahaan (Brigham & Ehrhardt, 2020). Entitas bisnis yang berbekal probabilitas investasi tinggi pada umumnya menjanjikan trayektori pertumbuhan yang cemerlang, yang pada gilirannya sanggup menambah pundi-pundi kekayaan pemilik saham (Myers, 1977).

Merujuk pada asumsi Signaling Theory, ketersediaan opsi investasi yang melimpah (IOS tinggi) ditafsirkan sebagai sinyal baik terkait peluang perluasan skala bisnis korporasi, sehingga mampu mempertebal keyakinan investor dan nilai entitas (Ross, 1977). Pada tulisan ini, proksi yang dipakai untuk mengukur IOS adalah Capital Expenditure to Total Asset (CAPEX/TA), yang merepresentasikan rasio pengeluaran modal investasi dibandingkan dengan keseluruhan aset.

Dividend Stability

Kestabilan dividen (Dividend Stability) merepresentasikan ketahanan korporasi dalam membayarkan dividen kepada pemilik saham secara rutin dan konsisten. Dalam disiplin Manajemen Keuangan, penetapan dividen diakui sebagai salah satu area krusial karena manajemen harus mencari titik impas antara persentase profit yang dibagikan dan jumlah laba yang ditahan guna menyokong ekspansi (Brigham & Ehrhardt, 2020). Lintner (1956) mengemukakan bahwa entitas bisnis umumnya berupaya mempertahankan pola dividen yang stabil, mengingat fluktuasi pada besaran dividen sanggup memengaruhi penilaian publik terhadap stabilitas keuangan perusahaan.

Di samping itu, konsep Bird-in-the-Hand Theory menegaskan argumen bahwa mayoritas investor lebih memprioritaskan kepastian imbal hasil dari dividen saat ini ketimbang menanti prospek kenaikan harga saham (capital gain) di masa depan yang sarat ketidakpastian (Gordon, 1959). Bersinggungan dengan Signaling Theory, konsistensi pembayaran dividen ditangkap sebagai pertanda baik atas keandalan korporasi dalam mencetak cuan secara terus-menerus. Untuk studi ini, proksi Dividend Stability dikalkulasi melalui selisih perubahan besaran Dividend per Share (DPS) dari periode ke periode.

Financial Leverage

Pengertian dari Financial Leverage adalah strategi pemanfaatan dana pihak eksternal (utang) sebagai basis pembiayaan guna menjalankan aktivitas operasional maupun proyek investasi perusahaan. Pada konsep teori keuangan, rumusan pendanaan difokuskan untuk meracik proporsi modal yang ideal agar korporasi bisa mengontrol nilai perusahaannya hingga titik maksimal (Brigham & Ehrhardt, 2020). Suntikan utang pada proporsi yang rasional bisa mendatangkan keuntungan finansial, walau di saat bersamaan manajemen wajib memitigasi risiko gagal bayar.

Keterikatan antara Financial Leverage dan Firm Value dapat dibedah memakai pendekatan Trade-off Theory. Teori ini mempostulatkan bahwa komposisi utang sanggup mendongkrak valuasi entitas, dengan catatan bahwa keuntungan dari penghematan pajak (tax shield) masih lebih mendominasi dibandingkan beban risiko kebangkrutan (Kraus & Litzenberger, 1973). Pandangan lain dari Pecking Order Theory berpendapat bahwa korporasi lazimnya lebih suka memakai ketersediaan dana internal terlebih dahulu sebelum melirik opsi utang sebagai saluran pendanaan (Myers & Majluf, 1984). Penelitian ini mengadopsi indikator Debt to Equity Ratio (DER) untuk mewakili variabel Financial Leverage.

Ownership Concentration

Ownership Concentration adalah keadaan di mana porsi kepemilikan saham suatu korporasi terpusat atau dikuasai oleh segelintir pemegang saham mayoritas. Dalam kajian Manajemen Keuangan, susunan kepemilikan ini sangat memengaruhi mutu tata kelola dan eksekusi kebijakan, sebab para pemegang saham utama punya andil besar untuk mengontrol keputusan soal utang, dividen, serta penanaman modal agar tetap berorientasi pada peningkatan nilai perusahaan (Brigham & Ehrhardt, 2020).

Sejalan dengan kerangka Corporate Governance Theory, pemusatan kepemilikan difungsikan sebagai instrumen tata kelola yang esensial untuk memperketat pengawasan atas rancangan strategi para manajer (Shleifer & Vishny, 1997). Pada tulisan ini, pengukuran Ownership Concentration diwakili oleh persentase porsi saham yang dipegang oleh pemegang otoritas terbesar. Variabel ini diposisikan sebagai moderasi yang diestimasi dapat memberikan efek penguatan atau pelemahan pada hubungan antara IOS, Dividend Stability, dan Financial Leverage terhadap nilai akhir perusahaan.

Hipotesa

Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Firm Value

Peluang investasi yang tersedia (IOS) menjadi indikator ruang lingkup pertumbuhan perusahaan lewat alokasi modal. Dalam keilmuan keuangan, eksekusi investasi yang akurat diproyeksikan sanggup melahirkan nilai tambah yang berujung pada meroketnya valuasi korporasi (Brigham & Ehrhardt, 2020). Selanjutnya, Signaling Theory menjabarkan bahwa besarnya kans investasi ini akan memancarkan pertanda cerah atas keberlangsungan hidup perusahaan sehingga animo investor makin kuat (Ross, 1977). Berbagai kajian akademis membuktikan bahwa IOS menyimpan kans untuk mengerek Firm Value, walau temuan kontradiktif juga masih kerap dijumpai.

Pada kelompok emiten non-cyclical yang rutin menyalurkan dividen tinggi, peluang penanaman modal diyakini akan selalu dipantau oleh para pemodal sebagai

acuan valuasi. Semakin cermat entitas mengeksekusi peluang investasinya, semakin lebar pula celah untuk mengontrol Firm Value. Mengacu pada argumentasi ini, maka rumusan hipotesis yang ditarik adalah:

H1: Investment Opportunity Set berpengaruh terhadap Firm Value.

Pengaruh Dividend Stability terhadap Firm Value

Dividend Stability menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan konsistensi Dividend Stability menyoroti rekam jejak korporasi dalam menjaga keberlangsungan aliran dividen untuk para penanam modal. Kebijakan dividen dalam prinsip manajemen keuangan diakui sebagai poin krusial yang bersinggungan langsung dengan pembagian sisa hasil usaha dan struktur permodalan, sehingga berdampak pada nilai perusahaan (Brigham & Ehrhardt, 2020). Pendekatan Bird-in-the-Hand meyakini preferensi investor yang lebih condong pada dividen saat ini daripada capital gain nanti (Gordon, 1959), yang sejalan dengan Signaling Theory bahwa konsistensi dividen merupakan sinyal kejayaan perusahaan (Ross, 1977). Penelitian lampau mengindikasikan adanya efek dari stabilitas dividen pada nilai entitas, terlepas dari hasil yang beraneka ragam.

Bagi korporasi tahan banting (non-cyclical) dengan rekam jejak dividen tinggi, rutinitas dividen diproyeksikan sukses menjaga kepercayaan pasar karena hal itu mencerminkan kesehatan operasional yang stabil. Atas dasar logika ini, semakin ajeg alur dividen, diasumsikan makin tinggi pula valuasi pasarnya. Oleh karenanya, rumusan hipotesis yang ditarik adalah:

H2: Dividend Stability berpengaruh terhadap Firm Value.

Pengaruh Financial Leverage terhadap Firm Value

Financial Leverage menjadi cerminan seberapa jauh utang dikaryakan sebagai instrumen modal. Mengacu pada asas keuangan, perumusan komposisi utang dan ekuitas ditujukan untuk merakit struktur permodalan ideal demi menopang valuasi maksimal perusahaan (Brigham & Ehrhardt, 2020). Argumentasi ini bersandar pada Trade-off Theory yang mengklaim utang dapat mengontrol nilai perusahaan lewat insentif perisai pajak, asalkan risiko kesulitan keuangan dapat ditekan (Kraus & Litzenberger, 1973). Sementara menurut Pecking Order Theory, manajemen akan beralih ke utang hanya jika pundi-pundi internal sudah menipis (Myers & Majluf, 1984). Kajian terdahulu menunjukkan keberadaan pengaruh dari Financial Leverage terhadap Firm Value, meski tidak selalu konsisten.

Pada segmen perusahaan non-cyclical pemurah dividen, administrasi utang yang efisien dipercaya dapat meluncurkan roda bisnis dan ekspansi, sehingga mengokohkan optimisme investor. Dengan demikian, tingkat rasio utang diyakini punya andil atas pergerakan nilai perusahaan. Hipotesis yang dirumuskan adalah:

H3: Financial Leverage berpengaruh terhadap Firm Value.

Peran Ownership Concentration dalam Memoderasi Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Firm Value

Kepemilikan yang terpusat (Ownership Concentration) memperlihatkan kondisi dominasi sebagian kecil investor atas saham korporasi. Secara teoretis, struktur ini menyumbangkan perbaikan pada kualitas keputusan finansial, termasuk saat mengeksekusi investasi krusial (Brigham & Ehrhardt, 2020). Meminjam perspektif Corporate Governance Theory, pemusatan kepemilikan berfungsi layaknya alat kontrol internal yang merapatkan barisan pengawasan atas gerak-

gerik manajemen (Shleifer & Vishny, 1997). Sejumlah studi menunjukkan potensi kepemilikan terpusat untuk menegaskan korelasi antara IOS dan nilai perusahaan.

Di sektor emiten defensif berdividen besar, kehadiran pengendali saham diyakini bisa mendisiplinkan pengawasan alokasi investasi, sehingga modal benar-benar bermuara pada proyek yang mendongkrak valuasi. Maka dari itu, variabel konsentrasi kepemilikan diestimasi mampu menjadi pemoderasi. Rumusan hipotesisnya adalah:

Konsentrasi kepemilikan bertindak sebagai instrumen pengawasan tata kelola yang sanggup merombak arah kebijakan finansial, termasuk proporsi dividen. Kebijakan ini jelas berpengaruh pada citra dan nilai korporasi di mata publik (Brigham & Ehrhardt, 2020). Menurut Corporate Governance Theory, kepemilikan yang mengumpul pada pihak tertentu akan mengakselerasi fungsi kontrol, memastikan kebijakan pembagian laba dieksekusi selaras dengan visi entitas (Shleifer & Vishny, 1997). Riset terdahulu memberi sinyal bahwa variabel ini berpotensi mengukuhkan relasi antara stabilitas dividen dan valuasi korporasi.

Bagi industri non-cyclical yang membagikan porsi dividen lumayan besar, para pemegang otoritas saham diharapkan punya kuasa menekan manajemen agar disiplin menjaga tren dividen tersebut. Efeknya, kepercayaan pelaku pasar akan semakin kental. Hipotesis terkait hal ini dirumuskan sebagai berikut:

H4: Ownership Concentration memoderasi pengaruh Investment Opportunity Set Peran Ownership Concentration dalam Memoderasi Pengaruh Dividend Stability terhadap Firm Value

Konsentrasi kepemilikan bertindak sebagai instrumen pengawasan tata kelola yang sanggup merombak arah kebijakan finansial, termasuk proporsi dividen. Kebijakan ini jelas berpengaruh pada citra dan nilai korporasi di mata publik (Brigham & Ehrhardt, 2020). Menurut Corporate Governance Theory, kepemilikan yang mengumpul pada pihak tertentu akan mengakselerasi fungsi kontrol, memastikan kebijakan pembagian laba dieksekusi selaras dengan visi entitas (Shleifer & Vishny, 1997). Riset terdahulu memberi sinyal bahwa variabel ini berpotensi mengukuhkan relasi antara stabilitas dividen dan valuasi korporasi.

Bagi industri non-cyclical yang membagikan porsi dividen lumayan besar, para pemegang otoritas saham diharapkan punya kuasa menekan manajemen agar disiplin menjaga tren dividen tersebut. Efeknya, kepercayaan pelaku pasar akan semakin kental. Hipotesis terkait hal ini dirumuskan sebagai berikut:

H5: Ownership Concentration memoderasi pengaruh Dividend Stability terhadap Firm Value.

Peran Ownership Concentration dalam Memoderasi Pengaruh Financial Leverage terhadap Firm Value

Status kepemilikan mayoritas mengambil peran sebagai mekanik kontrol yang menuntun kebijakan utang perusahaan. Seperti yang dijabarkan dalam literatur keuangan, porsi utang yang diracik sedemikian rupa ditujukan demi terciptanya struktur modal yang efisien sehingga harga saham ikut terkatrol (Brigham & Ehrhardt, 2020). Penjelasan dari Corporate Governance Theory menggarisbawahi bahwa kepemilikan terpusat akan mempertajam insting pengawasan, menjadikan skema penarikan utang jauh lebih produktif (Shleifer &

Vishny, 1997). Bukti empiris masa lalu mengisyaratkan bahwa elemen ini sanggup memoderasi dampak leverage terhadap nilai korporasi.

Dalam konteks perusahaan stabil penyalur dividen, pemilik saham mayoritas memiliki tugas mulia untuk memantau aliran dana pinjaman supaya semata-mata dialokasikan untuk aktivitas penunjang pertumbuhan bisnis. Upaya mitigasi ini diproyeksikan makin mempererat korelasi antara porsi utang dan valuasi pasar. Rumusan hipotesis untuk bagian ini adalah:

H6: Ownership Concentration memoderasi pengaruh Financial Leverage terhadap Firm Value.

C. METODE PENELITIAN

Studi ini mengaplikasikan desain kuantitatif berbasis metode kausal-asosiatif guna menyelidiki efek dari variabel Peluang Investasi (IOS), Kestabilan Dividen, serta Struktur Pendanaan (Leverage) terhadap Nilai Perusahaan, sembari mengidentifikasi fungsi variabel Konsentrasi Kepemilikan sebagai faktor pemoderasi. Pendekatan angka (kuantitatif) dipilih lantaran setiap indikator penelitian ini dikonversi dalam wujud numerik yang disadur dari catatan publikasi keuangan dan laporan operasional korporasi. Seluruh angka tersebut lantas diproses menggunakan perangkat lunak statistik SPSS.

Populasi dan sampel observasi ini bertumpu pada sepuluh emiten bursa di klasifikasi non-cyclical (defensif) dengan rekam jejak dividen tinggi (high dividend). Alasan mendasar pemilihan kriteria ini adalah untuk memfokuskan kajian pada kelompok bisnis yang punya komitmen mendistribusikan sisa laba secara kontinu, sehingga sangat pas untuk dipakai menguji interaksi antarvariabel fundamental keuangan dan nilai korporasinya.

Sumber informasi dalam pengujian ini murni menggunakan basis data sekunder, yang dicuplik dari publikasi laporan keuangan, laporan tahunan (annual report), ringkasan statistik performa, hingga rekam jejak harga saham. Adapun spesifikasi data yang direkam mencakup nominal Total Aktiva, Kewajiban Keseluruhan (Liabilitas), Total Modal (Ekuitas), Pengeluaran Modal (Capex), Dividen Per Lembar, Harga Penutupan Saham di ujung tahun, Volume Saham Beredar, hingga rincian Persentase Kepemilikan Investor.

Firm value diposisikan sebagai variabel terikat, yang pengukurannya mengandalkan metrik Tobin's Q melalui rumusan perhitungan:

$$\left[FV = \frac{MVE + Total Debt}{Total Assets} \right]$$

MVE (Market Value of Equity) dikalkulasi dari perkalian harga saham penutupan dengan total kuantitas saham yang beredar. Agar distribusi data lebih terstandarisasi, nilai dari Firm Value kemudian dimodifikasi ke dalam format logaritma natural (LN_FV).

Untuk proksi variabel bebas yang pertama, yaitu Investment Opportunity Set (IOS), perhitungannya mengacu pada porsi investasi modal (Capex) dibandingkan keseluruhan aset:

$$\left[IOS = \frac{Capital\ Expenditure}{Total\ Assets} \right]$$

Variabel bebas yang kedua, yaitu Dividend Stability (DS), diproksikan dari rasio selisih pembagian Dividen Per Saham antara tahun berjalan dan periode sebelumnya:

$$\left[DS = \frac{1}{1 + \left| \frac{DPS_t - DPS_{t-1}}{DPS_{t-1}} \right|} \right]$$

Variabel bebas yang ketiga merupakan rasio utang (Financial Leverage), yang pengukurannya bertumpu pada perbandingan kewajiban total atas ekuitas (DER):

$$\left[FL = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity} \right]$$

Sedangkan yang menjadi instrumen moderating pada riset ini yakni Ownership Concentration (OC), yang angkanya ditarik dari perbandingan jumlah saham penguasa terbesar atas keseluruhan saham:

$$[OC = \frac{Jumlah\ Saham\ Pemegang\ Saham\ Terbesar}{Jumlah\ Saham\ Beredar} \times 100]$$

Prosedur uji data merangkum penjabaran statistik deskriptif, uji pemenuhan asumsi klasik, serta prosedur Moderated Regression Analysis (MRA). Evaluasi asumsi klasik meliputi tes untuk melihat normalitas distribusi, gejala multikolinearitas, kemunculan autokorelasi, serta masalah heteroskedastisitas. Guna memitigasi risiko multikolinearitas pada pengujian moderasi, angka pada variabel independen maupun pemoderasi disesuaikan lebih dulu dengan metode mean-centering. Setelah itu, barulah variabel interaksi dikonstruksi untuk melihat andil moderasi Ownership Concentration.

Persamaan matematis untuk regresi moderasi dalam riset ini adalah:

$$[LN_FV = \alpha + \beta_1 IOS_C + \beta_2 DS_C + \beta_3 FL_C + \beta_4 OC_C + \beta_5 IOSOC + \beta_6 DSOC + \beta_7 FLOC + e]$$

Di mana: LN_FV mewakili nilai perusahaan dalam format Log Natural, IOS_C mewakili variabel Peluang Investasi, DS_C adalah Kestabilan Dividen, FL_C merupakan rasio utang, OC_C melambangkan Konsentrasi Kepemilikan. Sementara IOSOC, DSOC, serta FLOC bertindak sebagai variabel hasil interaksi. Pengecekan hipotesis bersandar pada uji parsial (t), kelayakan model (F), angka determinasi (R²), dan tes interaksi moderasi, dengan patokan nilai toleransi signifikansi di angka 5%.

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Data Penelitian

Riset ini mengakomodasi kumpulan data dari 10 emiten non-cyclical pembagi dividen rutin selama rentang waktu 2022–2025. Prosedur telaah bersandar pada teknik regresi berganda moderasi dengan Nilai Perusahaan (Firm Value dalam wujud LN_FV) sebagai elemen terikat. Elemen pendorong (independen) mencakup IOS, Kestabilan Dividen (DS), serta Rasio Utang (FL). Variabel OC digunakan untuk mendeteksi efek moderasi. Guna menetralkan anomali multikolinearitas antarvariabel turunan, perhitungan diaplikasikan menggunakan teknik residual-centered interaction di program SPSS

Uji Asumsi Klasik

Mengacu pada evaluasi prasyarat asumsi klasik yang telah dirampungkan, temuan yang diperoleh adalah sebagai berikut:

Uji Normalitas

Pengecekan sebaran data via metode Shapiro-Wilk memunculkan angka signifikansi di level 0,525 (berada di atas ambang batas 0,05). Hasil ini mengonfirmasi bahwa nilai residual di dalam pemodelan regresi mempunyai persebaran yang normal. Hal ini membuktikan bahwa kerangka model sudah memenuhi standar utama karena tidak diganggu oleh keberadaan angka-angka pencilan (outlier) yang melenceng terlampaui jauh.

Uji Multikolinearitas

Pada tes gejala multikolinearitas, terindikasi bahwa masing-masing variabel independen mencatatkan angka Tolerance melampaui 0,10 serta angka VIF lebih kecil dari 10 (dengan skor VIF maksimal hanya menyentuh 1,240). Fakta ini menegaskan ketiadaan korelasi atau tumpang tindih fungsi yang berlebihan di antara variabel prediktor. Secara sederhana, indikator pengukur semacam utang maupun dividen terbukti mempunyai fungsi evaluasi masing-masing terhadap valuasi entitas tanpa saling berbenturan.

Uji Autokorelasi

Pemeriksaan autokorelasi menghasilkan metrik Durbin-Watson di titik 1,383. Hal ini memberi indikasi kuat bahwa pemodelan luput dari gangguan autokorelasi ekstrem. Makna praktisnya, pencatatan data sebuah entitas pada periode tertentu tidak memberikan intervensi yang parah terhadap pencatatan di periode selanjutnya. Oleh sebab itu, fungsi prediksi pada model ini dinilai tetap mumpuni (walau dalam pengolahan data panel kewaspadaan tetap dibutuhkan).

Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan pendekatan Uji Glejser untuk melihat potensi heteroskedastisitas, ditemukan bahwa dua variabel turunan interaksi memperlihatkan skor signifikansi di bawah ambang batas 0,05 (masing-masing bernilai IOSOC_RES = 0,004 serta FLOC_RES = 0,036). Temuan ini mengisyaratkan masih tertinggalnya ketimpangan varians (di mana sebaran titik observasi kurang merata) pada variabel tersebut. Menyikapi hal ini, penarikan konklusi dari perhitungan regresi—khususnya pada variabel moderasi—wajib dikaji dengan sikap sangat berhati-hati lantaran adanya potensi bias pada akurasi estimasinya.

Hasil Uji Regresi Dan Pembahasan

Kelayakan model melalui uji simultan (Uji F) melahirkan nilai probabilitas (Sig.) sebesar 0,001 (lebih kecil dari 0,05), yang mendefinisikan bahwa persamaan regresi ini valid dan bisa digunakan. Nilai Adjusted R Square (Koefisien Determinasi) tercatat di kisaran 0,401. Angka ini bermakna bahwa kombinasi seluruh variabel independen beserta variabel moderasinya sukses memberikan penjelasan sebesar 40,1% atas volatilitas yang terjadi pada nilai perusahaan. Penjelasan mendetail terkait uji parsial (Uji t) masing-masing hipotesis adalah:

Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Firm Value

Hasil Evaluasi: Skor Signifikansi mencapai $0,907 > 0,05$. (Maka H1 Ditolak/Tidak signifikan). Artinya, tinggi rendahnya prospek investasi sama sekali tidak memberikan intervensi berarti bagi nilai akhir korporasi. Bagi penanam modal di emiten tipe defensif pemurah dividen, manuver penggelembungan aset (IOS) bukan menjadi parameter investasi. Pasar di klasifikasi ini umumnya lebih mengincar aliran dana masuk yang nyata dan pasti (dividen) saat ini ketimbang menaruh ekspektasi pada janji manis ekspansi masa depan yang durasinya belum pasti.

Pengaruh Dividend Stability (DS) terhadap Firm Value

Hasil Evaluasi: Skor Signifikansi menunjuk angka $0,956 > 0,05$. (Maka H2 Ditolak/Tidak Signifikan). Analisis menginformasikan bahwa kontinuitas pembagian dividen tidak menstimulasi perubahan berarti pada nilai entitas. Fenomena ini sangat masuk akal mengingat seluruh populasi yang diteliti memang berlabel “high dividend”, di mana rutinitas bagi hasil sudah dianggap lazim (status quo) oleh pemegang saham. Oleh sebab itu, kestabilan ini tidak lagi dianggap sebagai kabar mengejutkan yang sanggup melambungkan valuasi perusahaan.

Pengaruh Financial Leverage (FL) terhadap Firm Value

Hasil Evaluasi: Angka Koefisien 0,390; Skor Sig. $0,000 < 0,05$. (Maka H3 Diterima/Signifikan). Data ini membuktikan bahwa strategi pengutangan (Leverage) mumpuni dalam memicu kenaikan nilai korporasi secara nyata. Entitas pada kategori bisnis non-cyclical diuntungkan dengan pola pendapatan yang resisten terhadap krisis, sehingga pasar memiliki persepsi positif bahwa manajemen mampu melunasi kewajiban utangnya secara sistematis dan rapi.

Ownership Concentration memoderasi pengaruh IOS terhadap Firm Value

Hasil Evaluasi: Skor Sig. di level $0,177 > 0,05$. (Maka H4 Ditolak/Tidak Signifikan). Berangkat dari persentase ini, disimpulkan bahwa sentralisasi kepemilikan saham gagal berfungsi sebagai perantara korelasi antara prospek ekspansi (IOS) dengan valuasi perusahaan. Publik memandang manuver penanaman modal korporasi sebagai hal yang lumrah, tanpa memedulikan siapa sosok penguasa mayoritas di balik layar manajemen.

Ownership Concentration memoderasi pengaruh DS terhadap Firm Value

Hasil Evaluasi: Skor Sig. berada pada angka $0,941 > 0,05$. (Maka H5 Ditolak/Tidak Signifikan). Interpretasinya, dominasi kepemilikan gagal memoderasi efek antara kebijakan dividen stabil dengan nilai entitas. Selera dan target pemegang saham pengendali perihal porsi dividen ternyata sangat majemuk. Akibatnya, bursa saham tidak membaca fenomena interaksi ini sebagai sentimen yang layak digunakan untuk merevisi naik turunnya nilai perusahaan.

Ownership Concentration memoderasi pengaruh FL terhadap Firm Value

Hasil Evaluasi: Angka Koefisien 7,323; Skor Sig. 0,008 < 0,05. (Maka H6 Diterima/Signifikan). Memperhatikan skor probabilitas yang lolos ambang batas, hal ini menegaskan asumsi bahwa kehadiran kepemilikan terpusat secara meyakinkan mampu memperkuat efek positif utang operasional (Leverage) dalam upaya memompa nilai perusahaan.

Rekapitulasi Hasil Pengujian Hipotesis

Tabel 1. Rekapitulasi Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Pernyataan	Hasil Uji (Sig.)	Keterangan
H1	Investment Opportunity Set berpengaruh terhadap Firm Value	0,907 > 0,05	Tidak Signifikan
H2	Dividend Stability berpengaruh terhadap Firm Value	0,956 > 0,05	Tidak Signifikan
H3	Financial Leverage berpengaruh terhadap Firm Value	0,000 < 0,05	Signifikan
H4	Ownership Concentration memoderasi pengaruh IOS terhadap Firm Value	0,177 > 0,05	Tidak Signifikan
H5	Ownership Concentration memoderasi pengaruh DS terhadap Firm Value	0,941 > 0,05	Tidak Signifikan
H6	Ownership Concentration memoderasi pengaruh FL terhadap Firm Value	0,008 < 0,05	Signifikan

Berdasarkan hasil regresi, nilai perusahaan pada sektor non-cyclical high dividend lebih banyak didorong oleh struktur pendanaan (utang) dan efektivitas pengawasan. Secara parsial, hanya Financial Leverage yang mampu meningkatkan nilai perusahaan secara signifikan. Selanjutnya, fungsi pengawasan dari pemegang saham terkonsentrasi (Ownership Concentration) terbukti mampu memperkuat dampak positif penggunaan utang tersebut di mata pasar. Variabel fundamental lainnya seperti prospek pertumbuhan (IOS) dan stabilitas dividen (DS) terbukti bukan merupakan penentu utama nilai perusahaan pada sampel ini. Mengingat adanya indikasi heteroskedastisitas pada interaksi model, penelitian mendatang disarankan untuk menggunakan estimasi yang lebih robust.

E. KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa pada perusahaan non cyclical high dividend, Investment Opportunity Set (IOS), Dividend Stability, dan Ownership Concentration tidak berpengaruh signifikan terhadap Firm Value. Sebaliknya, Financial Leverage terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap Firm Value.

Dalam analisis moderasi, Ownership Concentration tidak mampu memoderasi pengaruh IOS dan Dividend Stability terhadap Firm Value, namun mampu memoderasi dan memperkuat pengaruh positif Financial Leverage terhadap Firm Value. Hasil ini mengimplikasikan bahwa struktur kepemilikan yang terpusat efektif dalam meningkatkan fungsi pengawasan terhadap pengelolaan utang, sehingga mampu meningkatkan penilaian pasar terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan temuan tersebut, manajemen perusahaan disarankan untuk mengoptimalkan penggunaan financial leverage dengan tetap mengontrol risiko tekanan finansial secara berkala. Bagi investor, struktur modal dan karakteristik kepemilikan perusahaan sebaiknya lebih diperhatikan sebagai bahan pertimbangan investasi utama dibandingkan stabilitas dividen. Sementara itu, peneliti selanjutnya disarankan untuk memperluas sampel sektor dan memperpanjang periode penelitian, serta menambahkan variabel keuangan lain seperti profitabilitas atau likuiditas menggunakan metode regresi data panel untuk meningkatkan generalisasi hasil.

DAFTAR PUSTAKA

- Damayanti, H. O., & Nurasik. (2023). Liquidity, capital structure, investment decisions and investment opportunity set (IOS) on company value. *Indonesian Journal of Innovation Studies*, 21. <https://doi.org/10.21070/ijins.v21i.764>
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105. <https://doi.org/10.2307/1927792>
- Ishlah, R. N., & Natsir, K. (2023). The effect of financial performance, tax avoidance, and investment opportunity set on firm value in the agricultural sector. *International Journal of Application on Economics and Business*, 1. <https://doi.org/10.24912/ijaeb.v1i1.673-683>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nadia, R., Midiastuty, P. P., Suranta, E., & Putra, D. A. (2023). The effect of profitability, liquidity, leverage, dividend policy and foreign ownership on firm value. *Ilomata International Journal of Management*, 4(4), 663–677. <https://doi.org/10.52728/ijjm.v4i4.962>

- Ningrum, G. M., & Khomsiyah. (2023). Does the investment opportunity set strengthen the effect of profitability, managerial ownership and capital structure on firm value? *Journal of Business, Social and Technology*, 4(1). <https://doi.org/10.46799/jbt.v4i1.130>
- Pratt, W. R., Barboza, G. A., & Brigida, M. (2023). Leverage and firm value. *Economic Notes*, 52, e12218. <https://doi.org/10.1111/ecno.12218>
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Sudiyatno, B., Sudarsi, S., Hartoto, W. E., & Fitriati, I. R. (2023). Does capital structure moderate the impact of the investment opportunity set and institutional ownership on firm value? *Investment Management and Financial Innovations*, 20(2), 79–88. [https://doi.org/10.21511/imfi.20\(2\).2023.07](https://doi.org/10.21511/imfi.20(2).2023.07)
- Tangngisalu, J., Halik, A., Marwan, & Jumady, E. (2023). Leverage analysis, investment opportunity set, and ownership of company value. *International Journal of Professional Business Review*, 8(6), e02414. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i6.2414>
- Trisakti, F. A., & Jin, T. F. (2023). The investment opportunity set, rasio keuangan, kepemilikan saham, ukuran dan nilai perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi TSM*, 3(1), 131–142. <https://doi.org/10.34208/ejatsm.v3i1.1918>
- Wardani, I. M. K., & Fidiana. (2023). Profit quality analysis of investment opportunity set, leverage, and good corporate governance. *Jurnal Akuntansi Integratif*, 9(2), 220–234. <https://doi.org/10.29080/jai.v9i2.1503>