

Fundamental Ratios and Stock Prices in Post-Pandemic Automotive Firms: The Mediating Role of Dividend Policy

Ila Nadilah¹⁾, Siti Mudawanah²⁾, Pindonta Nalsal Purba³⁾

^{1,2,3)}Universitas La Tansa Mashiro

ilanadila62@gmail.com, sitimudawanah8gmail.com, pindontanalsalpurba@gmail.com

*Corresponding Author

Submitted: 4 Mei 2026

Accepted: 12 Mei 2026

Published: 1 Juli 2026

ABSTRACT

This study investigates the effect of Debt to Equity Ratio (DER), Earning Per Share (EPS), and Economic Value Added (EVA) on stock prices, with dividend policy proxied by the Dividend Payout Ratio (DPR) as a mediating variable in automotive sub-sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2020–2024 period. This research is motivated by inconsistent findings in prior studies regarding the effectiveness of financial fundamentals and dividend policy in influencing stock price formation, particularly in emerging markets during the post-pandemic recovery period. Previous studies have predominantly focused on direct relationships between financial ratios and stock prices, while limited research has examined dividend policy as a transmission mechanism linking firm fundamentals and market valuation within the automotive industry context. This study contributes to the Signalling Theory literature by examining whether dividend policy acts as an effective transmission mechanism between firm fundamentals and stock price formation in the post-pandemic automotive industry. The automotive sector was selected because it represents a capital-intensive industry highly sensitive to leverage, macroeconomic instability, interest rate fluctuations, and changes in consumer purchasing power following the COVID-19 pandemic. The study employed a quantitative approach using panel data regression analysis with secondary data obtained from annual reports of 11 automotive sub-sector companies selected through purposive sampling, resulting in 55 firm-year observations. The analysis was conducted using EViews 13. The study applied Fixed Effect Model (FEM) and Random Effect Model (REM) estimations based on Chow, Hausman, and Lagrange Multiplier tests. Mediation analysis was further examined using the Sobel test. The results reveal that EPS has a positive and significant effect on stock prices, indicating that investors in the Indonesian capital market remain strongly profit-oriented and respond primarily to accounting-based profitability signals. In contrast, DER, EVA, and DPR do not significantly affect stock prices. The findings also show that DER negatively affects DPR, EVA positively affects DPR, while EPS unexpectedly exhibits a negative effect on DPR. Furthermore, dividend policy fails to mediate the relationship between DER, EPS, EVA, and stock prices. The findings provide theoretical implications by demonstrating that not all financial indicators generate equally strong market signals in emerging capital markets. Investors tend to respond more directly to profitability signals rather than dividend distribution signals. Practically, this study suggests that investors should prioritize profitability and operational efficiency indicators when making investment decisions, while corporate managers should focus on strengthening financial performance and long-term business sustainability rather than relying solely on dividend policy to influence market valuation...

Kata kunci : Debt to Equity Ratio, Earning Per Share, Economic Value Added, Dividend Policy, Stock Price, Signalling Theory, Automotive Industry

PENDAHULUAN

Pasar modal Indonesia memiliki peran strategis sebagai sumber pembiayaan perusahaan sekaligus indikator penting dalam mencerminkan stabilitas ekonomi nasional. Pertumbuhan jumlah emiten dan aktivitas perdagangan saham menunjukkan meningkatnya kepercayaan investor terhadap prospek investasi domestik. Dalam konteks tersebut, sub-sektor otomotif menjadi salah satu sektor manufaktur yang memiliki sensitivitas tinggi terhadap perubahan kondisi ekonomi, terutama pada periode pasca-pandemi COVID-19. Karakteristik industri yang padat modal, bergantung pada teknologi, serta memiliki tingkat persaingan tinggi menyebabkan perusahaan otomotif dituntut untuk menjaga stabilitas fundamental keuangan agar mampu mempertahankan kepercayaan pasar.

Dalam perspektif teori sinyal (*Signalling Theory*), laporan keuangan dipandang sebagai media komunikasi antara manajemen dan investor untuk mengurangi asimetri informasi. Investor tidak hanya melihat angka laba semata, tetapi juga menafsirkan informasi keuangan sebagai sinyal mengenai prospek perusahaan di masa depan. Oleh karena itu, respons pasar terhadap harga saham pada dasarnya bergantung pada bagaimana investor menilai kualitas sinyal yang diberikan perusahaan melalui indikator fundamentalnya. Ketika perusahaan mampu menunjukkan kinerja keuangan yang baik, pasar cenderung memberikan respons positif melalui peningkatan permintaan saham. Sebaliknya, sinyal negatif mengenai risiko atau penurunan kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai dapat memicu penurunan harga saham.

Salah satu indikator yang sering digunakan investor dalam menilai risiko perusahaan adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). Secara teoritis, DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola struktur modal dan risiko solvabilitas. Dalam kerangka *signalling theory*, tingkat utang yang tinggi dapat ditafsirkan secara berbeda oleh investor. Pada kondisi tertentu, penggunaan utang dapat dipersepsikan sebagai sinyal optimisme manajemen terhadap ekspansi usaha dan pertumbuhan laba di masa depan. Namun, pada kondisi ekonomi yang tidak stabil, tingkat *leverage* yang tinggi justru dapat dipandang sebagai sinyal meningkatnya risiko keuangan dan potensi kesulitan arus kas perusahaan. Dengan demikian, pengaruh DER terhadap harga saham menjadi sangat kontekstual dan bergantung pada persepsi pasar terhadap efektivitas pengelolaan utang perusahaan.

Selain struktur modal, investor juga mempertimbangkan indikator profitabilitas perusahaan melalui *Earning Per Share* (EPS). EPS dianggap mampu menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih bagi setiap lembar saham yang dimiliki investor. Secara teoritis, peningkatan EPS memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek keuntungan yang baik sehingga dapat meningkatkan minat beli investor dan mendorong kenaikan harga saham. Namun demikian, tingginya EPS tidak selalu direspons positif oleh pasar. Dalam beberapa kondisi, investor dapat meragukan kualitas laba yang dihasilkan, terutama ketika terdapat indikasi praktik *income smoothing* atau ketidakstabilan ekonomi makro. Kondisi tersebut menyebabkan EPS tidak selalu menjadi determinan utama dalam pembentukan harga saham.

Selanjutnya, *Economic Value Added* (EVA) berkembang sebagai pendekatan yang dinilai lebih mampu mencerminkan penciptaan nilai ekonomi perusahaan dibandingkan laba akuntansi konvensional. EVA mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan setelah memperhitungkan biaya modal yang digunakan. Dalam perspektif investor, EVA positif menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah ekonomis bagi pemegang saham. Oleh karena itu, secara teoritis EVA seharusnya memberikan sinyal positif terhadap pasar. Akan tetapi, dalam praktiknya, investor di pasar modal tidak selalu menjadikan EVA sebagai dasar utama pengambilan keputusan investasi. Sebagian investor masih lebih berorientasi pada indikator laba konvensional yang dianggap lebih mudah dipahami dibandingkan konsep nilai tambah ekonomi.

Fenomena tersebut semakin relevan pada sub-sektor otomotif selama periode 2020–2024. Pasca-pandemi COVID-19, industri otomotif menghadapi tekanan berupa penurunan daya beli masyarakat, gangguan rantai pasok global, fluktuasi nilai tukar, dan perubahan perilaku konsumen. Kondisi ini menyebabkan harga saham perusahaan otomotif mengalami volatilitas yang cukup tinggi. Fluktuasi tersebut menunjukkan bahwa pergerakan harga saham tidak hanya dipengaruhi

oleh kondisi pasar secara umum, tetapi juga oleh bagaimana investor menafsirkan sinyal fundamental perusahaan dalam situasi ketidakpastian ekonomi.

Perbedaan respons investor terhadap indikator fundamental tercermin dari hasil penelitian terdahulu yang masih menunjukkan inkonsistensi. Penelitian Sari et al (2022) menemukan bahwa DER berpengaruh positif terhadap harga saham karena penggunaan utang dipersepsikan sebagai strategi ekspansi perusahaan. Namun, hasil berbeda ditemukan oleh (Asykarulloh et al., 2023; Nurfajri et al., 2024) yang menyatakan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Perbedaan hasil ini menunjukkan bahwa leverage tidak selalu direspons secara seragam oleh investor, terutama pada kondisi ekonomi yang berfluktuasi.

Ketidakkonsistenan hasil penelitian juga terjadi pada variabel EVA dan EPS. Supriatini & Sulindawati (2021) membuktikan bahwa EVA berpengaruh positif terhadap harga saham karena mencerminkan keberhasilan perusahaan menciptakan nilai ekonomis. Akan tetapi, Wilsa et al (2021) menemukan bahwa EVA tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham, yang mengindikasikan bahwa investor cenderung lebih memperhatikan laba akuntansi dibandingkan nilai tambah ekonomi. Pada variabel EPS, Zakaria (2021) menunjukkan bahwa EPS berpengaruh positif terhadap harga saham, sedangkan Paramayoga & Fariantin (2023) menemukan hasil yang tidak signifikan. Inkonsistensi tersebut mengindikasikan bahwa respons investor terhadap profitabilitas perusahaan dapat berubah bergantung pada kondisi pasar dan tingkat kepercayaan terhadap kualitas laba perusahaan.

Selain faktor fundamental, kebijakan dividen juga dipandang sebagai sinyal penting bagi investor karena mencerminkan keyakinan manajemen terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas di masa depan. Pembayaran dividen yang stabil sering diinterpretasikan sebagai sinyal positif mengenai prospek perusahaan. Namun demikian, efektivitas kebijakan dividen dalam memengaruhi harga saham juga masih menjadi perdebatan empiris. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen mampu meningkatkan nilai perusahaan, sedangkan penelitian lainnya menemukan bahwa dividen tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham. Kondisi ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen berpotensi menjadi mekanisme mediasi dalam hubungan antara kinerja fundamental perusahaan dan harga saham.

Berdasarkan sintesis penelitian terdahulu, terlihat bahwa masih terdapat research gap terkait hubungan DER, EPS, dan EVA terhadap harga saham, khususnya pada sub-sektor otomotif Indonesia selama periode pasca-pandemi. Sebagian besar penelitian sebelumnya hanya berfokus pada pengaruh langsung variabel fundamental terhadap harga saham tanpa mempertimbangkan mekanisme mediasi kebijakan dividen. Selain itu, penelitian terdahulu umumnya dilakukan pada kondisi ekonomi normal sehingga belum mampu menjelaskan bagaimana investor merespons sinyal fundamental perusahaan dalam situasi pemulihan ekonomi dan volatilitas pasar pasca-pandemi.

Dengan demikian, penelitian ini menawarkan kebaruan melalui pengujian kebijakan dividen sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara DER, EPS, dan EVA terhadap harga saham pada perusahaan sub-sektor otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. Penelitian ini diharapkan mampu memperkuat pengembangan *signalling theory* dalam konteks pasar modal Indonesia sekaligus memberikan pemahaman empiris mengenai bagaimana investor merespons sinyal fundamental perusahaan pada kondisi ketidakpastian ekonomi.

STUDI LITERATUR

Signalling Theory yang dikembangkan oleh (Spence, 1973) menjelaskan bahwa terdapat asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan investor eksternal. Dalam kondisi tersebut, manajemen memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai prospek dan kondisi internal perusahaan dibandingkan investor. Oleh karena itu, perusahaan akan mengirimkan sinyal (signal) kepada pasar melalui laporan keuangan, kebijakan perusahaan, maupun indikator fundamental untuk mengurangi ketidakpastian investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Dalam konteks pasar modal, investor tidak hanya menilai besar kecilnya angka keuangan, tetapi juga menafsirkan makna ekonomi di balik informasi tersebut. Sinyal positif akan meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong kenaikan harga saham, sedangkan sinyal negatif dapat menurunkan minat pasar. Namun demikian, efektivitas sinyal sangat dipengaruhi oleh

kondisi ekonomi, tingkat ketidakpastian pasar, dan persepsi investor terhadap kredibilitas informasi yang disampaikan perusahaan. Oleh karena itu, variabel fundamental seperti *Debt to Equity Ratio* (DER), *Earning Per Share* (EPS), *Economic Value Added* (EVA), dan kebijakan dividen dipandang sebagai instrumen penting dalam membentuk persepsi pasar terhadap nilai perusahaan.

Debt to Equity Ratio (DER)

Debt to Equity Ratio (DER) menunjukkan proporsi penggunaan utang dibandingkan modal sendiri dalam struktur pendanaan perusahaan (Zakaria, 2021). Dalam perspektif *signalling theory*, DER dapat menghasilkan dua interpretasi yang berbeda di mata investor. Pada tingkat optimal, penggunaan utang dapat dipandang sebagai sinyal bahwa perusahaan memiliki peluang ekspansi dan keyakinan terhadap kemampuan menghasilkan laba di masa depan. Leverage yang terkontrol juga memungkinkan perusahaan meningkatkan kapasitas produksi dan pertumbuhan usaha.

Namun, pada kondisi ekonomi yang tidak stabil, DER yang terlalu tinggi dapat direspons negatif oleh pasar karena meningkatkan risiko financial distress dan ketidakmampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Investor cenderung lebih sensitif terhadap risiko utang pada periode pasca-pandemi karena ketidakpastian arus kas dan volatilitas industri masih tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh DER terhadap harga saham bersifat kontekstual dan bergantung pada persepsi risiko investor (Nurfajri et al., 2024; Sari et al., 2022).

Selain memengaruhi harga saham secara langsung, DER juga berpotensi memengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Tingkat utang yang tinggi menyebabkan perusahaan lebih memprioritaskan pembayaran kewajiban dibandingkan distribusi laba kepada pemegang saham. Dengan demikian, semakin tinggi DER maka kemungkinan perusahaan membagikan dividen dalam jumlah besar akan semakin rendah.

$$DER = \left(\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \right) 100\%$$

Earning Per Share (EPS)

Earning Per Share (EPS) mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih untuk setiap lembar saham yang beredar. Dalam pasar modal, EPS menjadi salah satu indikator profitabilitas yang paling diperhatikan investor karena secara langsung berkaitan dengan potensi return investasi yang akan diterima pemegang saham (Labiba, 2023; Marwah et al., 2026)

Berdasarkan *signalling theory*, peningkatan EPS memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan yang stabil dan prospek usaha yang baik. Sinyal tersebut akan meningkatkan permintaan saham karena investor menganggap perusahaan mampu memberikan manfaat ekonomi di masa mendatang. Akan tetapi, pasar tidak selalu merespons EPS secara positif. Dalam kondisi tertentu, investor dapat meragukan kualitas laba perusahaan apabila terdapat indikasi manipulasi laba, *income smoothing*, atau ketidakstabilan ekonomi makro yang menyebabkan laba dianggap tidak berkelanjutan (Suryana et al., 2025).

Selain itu, perusahaan dengan EPS tinggi cenderung memiliki kemampuan lebih besar dalam membagikan dividen kepada pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa EPS tidak hanya memengaruhi harga saham secara langsung, tetapi juga dapat memengaruhi harga saham melalui kebijakan dividen sebagai mekanisme sinyal tambahan bagi investor .

$$EPS = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

Economic Value Added (EVA)

Economic Value Added (EVA) merupakan ukuran kinerja keuangan yang menekankan pada penciptaan nilai ekonomi perusahaan setelah memperhitungkan biaya modal (*cost of capital*). EVA dikembangkan untuk mengatasi kelemahan laba akuntansi tradisional yang belum sepenuhnya mencerminkan nilai tambah ekonomis bagi pemegang saham (Wilsa et al., 2021).

Dalam perspektif *signalling theory*, EVA positif memberikan sinyal bahwa perusahaan mampu menghasilkan return yang melebihi biaya modal sehingga berhasil menciptakan wealth creation bagi investor. Kondisi tersebut seharusnya meningkatkan kepercayaan pasar dan

mendorong kenaikan harga saham. Sebaliknya, EVA negatif menunjukkan bahwa perusahaan gagal menciptakan nilai tambah ekonomi meskipun secara akuntansi masih memperoleh laba.

Namun demikian, tidak semua investor menggunakan EVA sebagai dasar utama keputusan investasi. Sebagian investor lebih berfokus pada indikator profitabilitas konvensional karena lebih sederhana dan mudah dipahami. Oleh sebab itu, pengaruh EVA terhadap harga saham sering menunjukkan hasil yang tidak konsisten dalam penelitian empiris.

Perusahaan dengan EVA positif juga memiliki peluang lebih besar untuk mempertahankan stabilitas pembayaran dividen karena memiliki kemampuan menciptakan nilai ekonomi yang berkelanjutan. Dengan demikian, EVA dapat memengaruhi harga saham baik secara langsung maupun melalui kebijakan dividen (Handayani & Sholikhah, 2025).

$$EVA = NOP_{AT} - (W_{ACC} * (Hutang + Ekuitas))$$

Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio*)

Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan terkait pembagian laba kepada pemegang saham atau penahanan laba untuk pembiayaan investasi di masa depan. Dalam *signalling theory*, pembayaran dividen dipandang sebagai sinyal kepercayaan manajemen terhadap stabilitas arus kas dan prospek laba perusahaan di masa mendatang (Nurfajri et al., 2024).

Investor cenderung menafsirkan pembagian dividen yang stabil sebagai sinyal positif karena menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang berkelanjutan. Sebaliknya, penurunan atau penghentian dividen sering dianggap sebagai sinyal negatif mengenai kondisi keuangan perusahaan.

Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diprosikan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Penggunaan DPR sebagai variabel mediasi memiliki dasar ekonomi karena investor sering kali tidak merespons indikator fundamental secara langsung, melainkan melalui keputusan perusahaan dalam mendistribusikan laba. Dengan kata lain, DER, EPS, dan EVA dapat memengaruhi persepsi investor terhadap harga saham melalui kebijakan dividen yang diumumkan perusahaan.

$$DPR = \frac{\text{Dividen Tunai per Saham}}{\text{Laba Per Saham}}$$

Harga Saham

Harga saham mencerminkan nilai pasar perusahaan yang terbentuk melalui mekanisme permintaan dan penawaran di pasar modal. Harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi internal perusahaan, tetapi juga oleh faktor eksternal seperti inflasi, suku bunga, kondisi ekonomi makro, dan sentimen pasar.

Dalam penelitian ini, harga saham dipandang sebagai respons investor terhadap sinyal fundamental perusahaan. Ketika investor menilai bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik, risiko yang terkendali, dan kemampuan menciptakan nilai ekonomi, maka permintaan saham akan meningkat sehingga mendorong kenaikan harga saham.

1. Variabel Kontrol Penelitian

Untuk memperkuat model penelitian dan mengurangi bias estimasi, penelitian ini menambahkan beberapa variabel kontrol yang secara teoritis memengaruhi harga saham, yaitu:

a. Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Perusahaan besar cenderung memiliki stabilitas operasional dan akses pendanaan yang lebih baik sehingga lebih dipercaya investor (Angelina, 2021).

b. *Return on Assets* (ROA)

ROA digunakan untuk mengontrol tingkat efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba dari total aset (Saputra, 2022).

c. Inflasi

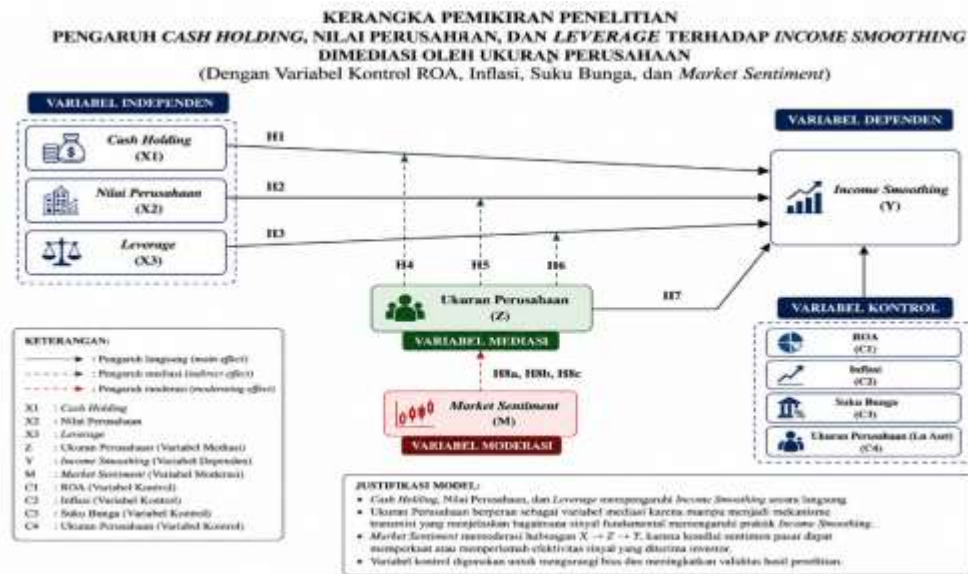
Tingkat inflasi memengaruhi daya beli masyarakat dan ekspektasi investor terhadap profitabilitas perusahaan (Asykarulloh et al., 2023).

d. Suku Bunga

Kenaikan suku bunga dapat menurunkan minat investasi saham karena investor beralih ke instrumen berpendapatan tetap (Ramadhan & Zulkarnain, 2025).

e. Market Sentiment

Sentimen pasar memengaruhi perilaku investor dalam merespons informasi keuangan perusahaan (Handini & Dyah, 2020).



Kerangka Penelitian

Gambar 1 Kerangka Konseptual
 Sumber: Data diolah penulis (2026).

Hipotesis

Berdasarkan *Signalling Theory*, sintesis teori, dan hasil penelitian terdahulu, maka hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

Pengaruh Langsung (Direct Effect)

H1: *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh negatif terhadap harga saham perusahaan sub-sektor otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.

H2: *Earning Per Share* (EPS) berpengaruh positif terhadap harga saham perusahaan sub-sektor otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.

H3: *Economic Value Added* (EVA) berpengaruh positif terhadap harga saham perusahaan sub-sektor otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.

Pengaruh terhadap Variabel Mediasi

H4: *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio/DPR*).

H5: *Earning Per Share* (EPS) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio/DPR*).

H6: *Economic Value Added* (EVA) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio/DPR*).

Pengaruh Variabel Mediasi terhadap Variabel Dependen

H7: Kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio/DPR*) berpengaruh positif terhadap harga saham perusahaan sub-sektor otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.

Hipotesis Mediasi

H8a: Kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio/DPR*) memediasi pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap harga saham.

H8b: Kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio/DPR*) memediasi pengaruh *Earning Per Share* (EPS) terhadap harga saham.

H8c: Kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio/DPR*) memediasi pengaruh *Economic Value Added* (EVA) terhadap harga saham.

Hipotesis Variabel Kontrol

H9: *Return on Assets* (ROA) berpengaruh positif terhadap harga saham.

H10: Inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham.

H11: Suku bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham.

H12: Ukuran perusahaan (*Firm Size*) berpengaruh positif terhadap harga saham.

H13: Market sentiment memperkuat pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif eksplanatori dengan tujuan menganalisis hubungan kausal antara variabel fundamental perusahaan dan harga saham melalui mekanisme kebijakan dividen sebagai variabel mediasi. Pendekatan kuantitatif dipilih karena memungkinkan pengujian hubungan antarvariabel secara objektif melalui analisis statistik berbasis data numerik. Penelitian ini mengacu pada paradigma positivistik yang menekankan pengujian hipotesis menggunakan model ekonometrika panel data untuk memperoleh generalisasi empiris mengenai perilaku investor pada sektor otomotif di pasar modal Indonesia.

Objek penelitian difokuskan pada perusahaan sub-sektor otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2024. Pemilihan periode penelitian didasarkan pada pertimbangan bahwa fase pasca-pandemi COVID-19 merupakan periode pemulihan ekonomi yang ditandai dengan volatilitas pasar, perubahan perilaku investor, dan ketidakpastian kinerja industri otomotif. Kondisi tersebut dinilai relevan untuk menguji efektivitas sinyal fundamental perusahaan terhadap pembentukan harga saham.

Populasi penelitian terdiri dari 15 perusahaan sub-sektor otomotif yang terdaftar secara berturut-turut di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan. Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling dengan kriteria: (1) perusahaan menerbitkan laporan keuangan tahunan secara lengkap selama periode 2020–2024, (2) perusahaan memiliki data terkait DER, EPS, EVA, DPR, dan harga saham secara konsisten, serta (3) perusahaan tidak mengalami delisting selama periode observasi. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 11 perusahaan dengan total 55 observasi panel (11 perusahaan × 5 tahun).

Meskipun jumlah observasi relatif terbatas, penggunaan data panel dalam penelitian ini tetap dianggap memadai karena mampu meningkatkan jumlah observasi melalui kombinasi dimensi cross-section dan time series. Selain itu, model panel data memungkinkan pengendalian heterogenitas individu perusahaan yang tidak dapat diamati secara langsung (*unobserved heterogeneity*), sehingga estimasi yang dihasilkan lebih efisien dibandingkan regresi cross-sectional biasa.

Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan perusahaan, laporan keuangan audited, situs resmi Bursa Efek Indonesia, dan platform keuangan pendukung lainnya. Dalam penelitian ini dilakukan transformasi logaritma natural (Ln) pada variabel EPS, EVA, DPR, dan harga saham untuk mengurangi masalah skewness, heterogenitas varians, serta menyelaraskan rentang data antarvariabel yang memiliki satuan berbeda. Transformasi logaritma juga bertujuan meningkatkan normalitas distribusi data dan mempermudah interpretasi elastisitas koefisien regresi (Ghozali, 2016)

Oprasionalisasi Variabel

Variabel	Proksi	Rumus	Skala
Harga Saham (Y)	Closing Price	Ln Harga Saham	Rasio
DER (X1)	Debt to Equity Ratio	Total Hutang / Total Ekuitas	Rasio
EPS (X2)	Earnings Per Share	Laba Bersih / Jumlah Saham Beredar	Rasio
EVA (X3)	Economic Value Added	NOPAT – (WACC × Invested Capital)	Rasio
DPR (Z)	Dividend Payout Ratio	Dividen per Saham / EPS	Rasio
ROA (C1)	Return on Assets	Laba Bersih / Total Aset	Rasio

Firm Size (C2)	Ukuran Perusahaan	Ln Total Aset	Rasio
Inflasi (C3)	Tingkat Inflasi Tahunan	Data BI/BPS	Rasio
Suku Bunga (C4)	BI Rate	Data BI	Rasio

Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan regresi data panel karena model ini mampu mengakomodasi karakteristik data yang mengandung dimensi waktu (*time series*) dan individu perusahaan (*cross section*) secara simultan. Analisis dilakukan menggunakan software EViews 13 dengan beberapa tahapan pengujian ekonometrika secara sistematis.

Tahap awal penelitian dilakukan melalui analisis statistik deskriptif untuk menggambarkan karakteristik data penelitian. Selanjutnya dilakukan pengujian asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi untuk memastikan validitas model estimasi.

Berbeda dengan penelitian panel konvensional, penelitian ini juga melakukan *cross-sectional dependence test* menggunakan Pesaran CD Test untuk mengidentifikasi adanya keterkaitan antar perusahaan dalam sektor otomotif. Pengujian ini penting karena shock ekonomi makro dan kondisi industri berpotensi menyebabkan dependensi antar cross-section yang dapat memengaruhi konsistensi estimasi model panel.

Selain itu, penelitian ini menerapkan uji endogeneity guna meminimalkan potensi bias simultanitas antara variabel fundamental dan harga saham. Untuk meningkatkan reliabilitas estimasi, penelitian juga menggunakan *robust standard error* (White cross-section robust standard error) sehingga hasil estimasi menjadi lebih tahan terhadap heteroskedastisitas dan korelasi residual.

Pemilihan Model Panel

Penentuan model regresi panel dilakukan melalui tiga tahapan pengujian, yaitu:

1. Uji Chow

Digunakan untuk menentukan apakah model Fixed Effect Model (FEM) lebih tepat dibandingkan Common Effect Model (CEM).

2. Uji Hausman

Digunakan untuk menentukan apakah FEM atau Random Effect Model (REM) lebih sesuai. Penggunaan Hausman test didasarkan pada asumsi bahwa FEM dipilih apabila terdapat korelasi antara efek individual perusahaan dengan variabel independen, sedangkan REM dipilih apabila efek individual bersifat acak dan tidak berkorelasi dengan variabel penjelas.

3. Uji Lagrange Multiplier (LM)

Digunakan untuk menentukan apakah REM lebih baik dibandingkan CEM.

Berdasarkan hasil pengujian, Model I yang menjelaskan pengaruh DER, EPS, dan EVA terhadap DPR menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM), sedangkan Model II yang menjelaskan pengaruh variabel penelitian terhadap harga saham menggunakan *Random Effect Model* (REM). Pemilihan model yang berbeda pada setiap persamaan dilakukan karena karakteristik varians dan heterogenitas antar model menunjukkan hasil pengujian yang berbeda (Rahma et al., 2025; Stefani, 2024).

Analisis Mediasi

Untuk menguji peran kebijakan dividen sebagai variabel mediasi, penelitian ini menggunakan pendekatan *bootstrap mediation analysis*. Penggunaan metode bootstrap dipilih karena dinilai lebih kuat dibandingkan Sobel Test dalam model panel data, khususnya pada ukuran sampel relatif kecil. Metode bootstrap mampu menghasilkan estimasi indirect effect yang lebih stabil tanpa bergantung pada asumsi normalitas distribusi efek mediasi.

Namun demikian, sebagai pengujian tambahan (*additional robustness*), penelitian ini juga menggunakan Sobel Test untuk membandingkan konsistensi hasil mediasi.

$$Z = \frac{a \times b}{\sqrt{b^2 S_a^2 + a^2 S_b^2}}$$

Model Persamaan Penelitian

1. Model I (Mediasi)

$$DPR_{it} = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 Ln EPS_{it} + \beta_3 Ln EVA_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Size_{it} + \epsilon_{it}$$

2. Model II (Model Utama)

$$LnHS_{it} = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 Ln EPS_{it} + \beta_3 Ln EVA_{it} + \beta_4 DPR_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 INF_{it} + \beta_8 SB_{it} + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

- LnHS = Harga Saham
- DER = Debt to Equity Ratio
- EPS= Earnings Per Share
- EVA = Economic Value Added
- DPR = Dividend Payout Ratio
- ROA = Return on Assets
- SIZE = Ukuran Perusahaan
- INF = Inflasi
- SB= Suku Bunga
- eee = Error term

HASIL

Penelitian ini menganalisis pengaruh Debt to Equity Ratio (DER), Earning Per Share (EPS), dan Economic Value Added (EVA) terhadap harga saham dengan Kebijakan Dividen (DPR) sebagai variabel mediasi. Untuk meningkatkan kekuatan model dan mengurangi potensi bias estimasi, penelitian ini juga memasukkan variabel kontrol berupa Return on Assets (ROA), inflasi, suku bunga, dan ukuran perusahaan (Ln Total Asset). Penambahan variabel kontrol dilakukan karena harga saham pada sektor otomotif tidak hanya dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan, tetapi juga dipengaruhi kondisi makroekonomi dan karakteristik perusahaan..

Tabel 1 Hasil Statistik Deskriptif

<i>Variabel</i>	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviasi</i>
<i>DER</i>	55	0,072253	3,220454	0,818895	0,837259
<i>EVA</i>	55	-5.60E+13	9,95E+12	-4.83E+11	7,95E+12
<i>EPS</i>	55	-244,6451	1118,020	197,4387	268,8024
<i>DPR</i>	55	-4,862617	90,17105	2,108360	12,16434
<i>ROA</i>	55	-8,214	24,117	5,832	7,104
<i>Inflasi</i>	55	1,68	5,51	3,12	1,24
<i>Suku Bunga</i>	55	3,50	6,25	4,87	0,93
<i>Ln Asset</i>	55	27,114	33,782	30,624	1,712
<i>Harga Saham</i>	55	244,000	12.325,00	2.146,582	2355,263

Sumber: Output Eviews 13 (2026)

Berdasarkan statistik deskriptif, variabel EVA menunjukkan tingkat volatilitas paling tinggi dibandingkan variabel lainnya. Nilai rata-rata EVA yang negatif mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan otomotif selama periode pasca-pandemi belum mampu menciptakan nilai tambah ekonomi setelah memperhitungkan biaya modal. Kondisi ini menunjukkan bahwa tekanan industri otomotif pada periode 2020–2024 masih cukup kuat akibat perlambatan permintaan, gangguan rantai pasok global, serta kenaikan biaya produksi.

Sementara itu, nilai rata-rata DER sebesar 0,818895 menunjukkan bahwa perusahaan otomotif cenderung menggunakan pendanaan eksternal dalam struktur modalnya. Tingginya variasi DER memperlihatkan bahwa terdapat perbedaan strategi pembiayaan antarperusahaan dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi pasca-pandemi.

Pada variabel EPS, rata-rata laba per saham relatif tinggi, namun distribusinya sangat bervariasi. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan menghasilkan laba masih belum stabil selama periode observasi. Dari sisi variabel kontrol, rata-rata inflasi dan suku bunga yang meningkat pada periode pemulihan ekonomi turut memberikan tekanan terhadap sektor otomotif karena industri ini sangat sensitif terhadap pembiayaan kredit kendaraan.

Uji Kelayakan Model (Goodness of Fit)

Keterangan	Model I (DPR)	Model II (Harga Saham)
Adjusted R ²	0,621	0,547
F-statistic	14,882	11,436
Prob(F-statistic)	0,0000	0,0000
Model Estimasi	Fixed Effect Model	Random Effect Model

Sumber: Output EViews 13 (2026)

Berdasarkan Tabel 2, nilai Adjusted R² pada Model I sebesar 0,621 menunjukkan bahwa 62,1% variasi DPR mampu dijelaskan oleh DER, EPS, EVA, ROA, inflasi, suku bunga, dan ukuran perusahaan. Sementara sisanya dipengaruhi faktor lain di luar model. Pada Model II, nilai Adjusted R² sebesar 0,547 menunjukkan bahwa 54,7% variasi harga saham mampu dijelaskan oleh seluruh variabel independen dalam penelitian.

Nilai Prob(F-statistic) sebesar 0,0000 pada kedua model menunjukkan bahwa model regresi secara simultan signifikan dan layak digunakan untuk menjelaskan hubungan antarvariabel. Hal ini mengindikasikan bahwa kombinasi faktor fundamental perusahaan dan variabel makroekonomi secara bersama-sama memengaruhi kebijakan dividen dan harga saham perusahaan otomotif.

Hasil Regresi Model I (DPR)

Variabel	Coefficient	t-Statistic	Prob
C	1,066770	0,555422	0,5816
DER	-2,058517	-2,362222	0,0230
EPS	-0,895157	-9,552061	0,0000
EVA	0,172144	2,275105	0,0282
ROA	0,318522	2,884115	0,0061
Inflasi	-0,241332	-2,113544	0,0397
Suku Bunga	-0,367551	-2,481904	0,0172
Ln Asset	0,284443	2,041663	0,0465

Sumber: Output EViews 13 (2026)

Hasil regresi menunjukkan bahwa DER berpengaruh negatif terhadap DPR. Secara ekonomis, kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat utang tinggi cenderung menahan laba untuk menjaga likuiditas dan memenuhi kewajiban pembayaran bunga. Dalam perspektif *Signalling Theory*, tingginya utang dipersepsikan sebagai sinyal risiko sehingga perusahaan menjadi lebih konservatif dalam pembagian dividen.

Menariknya, EPS justru berpengaruh negatif terhadap DPR. Temuan ini menjadi anomali yang penting dalam penelitian. Secara teoritis, peningkatan laba per saham seharusnya meningkatkan dividen. Namun pada sektor otomotif periode pasca-pandemi, perusahaan cenderung menahan laba untuk ekspansi, pemulihan operasional, dan penguatan arus kas dibandingkan mendistribusikannya sebagai dividen. Investor di pasar Indonesia juga cenderung lebih menghargai potensi capital gain dibandingkan dividen tunai jangka pendek.

EVA terbukti berpengaruh positif terhadap DPR. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mampu menciptakan nilai tambah ekonomi memiliki kapasitas lebih besar dalam

membagikan dividen. EVA menjadi sinyal kualitas manajemen karena perusahaan berhasil menghasilkan return melebihi biaya modal.

Variabel kontrol menunjukkan bahwa ROA dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap DPR, sedangkan inflasi dan suku bunga berpengaruh negatif. Tingginya inflasi dan suku bunga meningkatkan tekanan biaya operasional dan pembiayaan sehingga perusahaan lebih berhati-hati dalam membagikan laba.

Hasil Regresi Model II (Harga Saham)

Variabel	Coefficient	t-Statistic	Prob
C	5,994724	4,629366	0,0000
DER	-0,198724	-0,720380	0,4746
EPS	0,269433	2,274988	0,0272
EVA	0,007596	0,128972	0,8979
DPR	0,043931	0,378665	0,7065
ROA	0,184772	2,110445	0,0402
Inflasi	-0,227114	-2,003781	0,0498
Suku Bunga	-0,351661	-2,274992	0,0271
Ln Asset	0,295557	2,418882	0,0195

Sumber: Output EViews 13 (2026)

EPS menjadi satu-satunya variabel fundamental utama yang berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Temuan ini menunjukkan bahwa investor Indonesia pada sektor otomotif masih sangat berorientasi pada laba akuntansi dibandingkan indikator nilai tambah ekonomis seperti EVA. Dalam kerangka *Signalling Theory*, EPS dipersepsikan sebagai sinyal paling mudah dipahami pasar mengenai kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan.

Sebaliknya, DER dan EVA tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Kondisi ini menunjukkan bahwa investor domestik cenderung tidak menggunakan indikator solvabilitas dan penciptaan nilai ekonomi sebagai dasar utama pengambilan keputusan investasi, terutama pada periode ketidakpastian pasca-pandemi. Investor lebih fokus pada kemampuan perusahaan menghasilkan laba jangka pendek dan prospek pemulihan industri.

DPR juga tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Fenomena ini memperlihatkan bahwa investor di pasar modal Indonesia lebih berorientasi pada capital gain dibandingkan dividend income. Selain itu, selama periode pemulihan ekonomi, investor lebih memprioritaskan potensi pertumbuhan perusahaan daripada besarnya pembagian dividen. Variabel kontrol menunjukkan bahwa ROA dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap harga saham. Sebaliknya, inflasi dan suku bunga berpengaruh negatif karena meningkatkan biaya produksi dan menurunkan daya beli masyarakat terhadap produk otomotif.

Hasil Uji Mediasi

Jalur Mediasi	Indirect Effect	Sobel Statistic	Z-	P-Value	Keterangan
DER → DPR → Harga Saham	-0,0904	-0,3738		0,7084	Tidak Memediasi
EPS → DPR → Harga Saham	-0,0393	-0,3783		0,7051	Tidak Memediasi
EVA → DPR → Harga Saham	0,0075	0,3735		0,7087	Tidak Memediasi

Sumber: Output EViews 13 (2026)

Hasil uji mediasi menunjukkan bahwa DPR tidak mampu memediasi hubungan DER, EPS, dan EVA terhadap harga saham. Dalam konteks *Signalling Theory*, kondisi ini menunjukkan bahwa investor di pasar modal Indonesia lebih merespons informasi fundamental secara langsung dibandingkan melalui mekanisme pembagian dividen.

Kegagalan DPR sebagai variabel mediasi juga mencerminkan perubahan perilaku investor pasca-pandemi. Investor pada sektor otomotif cenderung lebih fokus pada pertumbuhan jangka panjang, ekspansi bisnis, dan potensi capital gain dibandingkan stabilitas dividen. Dengan demikian, kebijakan dividen tidak lagi menjadi sinyal utama dalam pembentukan harga saham perusahaan otomotif di Bursa Efek Indonesia.

PEMBAHASAN

Pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap Harga Saham (H1)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham, sehingga H1 yang menyatakan DER berpengaruh negatif terhadap harga saham ditolak. Dalam perspektif *Signalling Theory* yang dikemukakan oleh (Spence, 1973), tingkat utang yang tinggi seharusnya menjadi sinyal negatif karena meningkatkan risiko keuangan perusahaan dan menurunkan kepercayaan investor. Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa investor pada sub-sektor otomotif Indonesia tidak menjadikan DER sebagai indikator utama dalam menentukan keputusan investasi.

Kondisi ini dipengaruhi oleh karakteristik industri otomotif yang padat modal dan membutuhkan pembiayaan besar untuk mendukung operasional serta ekspansi bisnis. Investor memahami bahwa penggunaan utang pada sektor ini merupakan bagian dari strategi bisnis jangka panjang, sehingga peningkatan DER tidak selalu dipersepsikan sebagai sinyal buruk. Selain itu, pada periode pasca-pandemi 2020–2024, investor lebih fokus pada kemampuan perusahaan mempertahankan profitabilitas dan prospek pemulihan industri dibandingkan tingkat leverage perusahaan.

Temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Amelia (2022) yang menyatakan bahwa investor cenderung tidak menjadikan kondisi DER sebagai pertimbangan utama dalam pengambilan keputusan investasi. Penelitian R. M. Sari et al. (2022) juga menunjukkan bahwa pengaruh leverage terhadap harga saham pada sektor manufaktur di Indonesia cenderung melemah ketika kondisi ekonomi berada dalam fase pemulihan.

Pengaruh *Earning Per Share* (EPS) terhadap Harga Saham (H2)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa EPS berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham, sehingga H2 diterima. Temuan ini memperkuat *Signalling Theory* yang menyatakan bahwa laba merupakan sinyal utama mengenai prospek dan kualitas perusahaan. Peningkatan EPS direspons positif oleh pasar karena menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan yang lebih besar bagi pemegang saham.

Investor di pasar modal Indonesia masih sangat berorientasi pada indikator profitabilitas akuntansi seperti EPS karena dianggap mudah dipahami dan langsung mencerminkan potensi return investasi. Dalam konteks pasca-pandemi, perusahaan yang mampu mempertahankan atau meningkatkan EPS dipersepsikan memiliki ketahanan operasional yang baik di tengah tekanan ekonomi global.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Zakaria (2021) yang menyatakan bahwa EPS merupakan indikator fundamental yang paling dominan dalam memengaruhi harga saham perusahaan manufaktur di Indonesia. Penelitian Labiba (2023) juga menemukan bahwa investor domestik lebih responsif terhadap sinyal laba dibandingkan indikator keuangan lainnya karena EPS secara langsung menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan per lembar saham.

Temuan ini menunjukkan bahwa perilaku investor Indonesia masih cenderung berorientasi pada laba jangka pendek (*earnings oriented behavior*). Investor lebih cepat merespons informasi profitabilitas dibandingkan indikator berbasis penciptaan nilai ekonomis jangka panjang seperti EVA.

Pengaruh *Economic Value Added* (EVA) terhadap Harga Saham (H3)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa EVA tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham, sehingga H3 ditolak. Secara teoritis, EVA positif seharusnya menjadi sinyal bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai tambah ekonomi setelah memperhitungkan biaya modal.

Namun, pada praktiknya investor di Bursa Efek Indonesia belum sepenuhnya menggunakan EVA sebagai dasar utama dalam menilai perusahaan.

Tidak signifikannya EVA menunjukkan bahwa investor Indonesia masih lebih berorientasi pada laba akuntansi jangka pendek dibandingkan pendekatan value-based management. EVA merupakan indikator yang relatif kompleks dan membutuhkan analisis finansial lebih mendalam, sehingga kurang populer di kalangan investor ritel domestik.

Penelitian Aprillia et al. (2022) juga menemukan bahwa EVA belum menjadi pertimbangan utama investor pada sektor manufaktur Indonesia karena mayoritas investor masih mengandalkan indikator profitabilitas konvensional seperti EPS dan ROA. Penelitian Wilsa et al. (2021) menyebutkan bahwa rendahnya pemahaman investor terhadap konsep biaya modal menyebabkan informasi EVA kurang direspons pasar.

Selain itu, kondisi pasca-pandemi menyebabkan investor lebih fokus pada kemampuan perusahaan menjaga stabilitas laba dan arus kas dibandingkan penciptaan nilai ekonomis jangka panjang. Akibatnya, sinyal yang dihasilkan EVA tidak cukup kuat untuk diterjemahkan pasar ke dalam perubahan harga saham.

Pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap Kebijakan Dividen (H4)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR, sehingga H4 diterima. Temuan ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat utang perusahaan, maka semakin rendah proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen.

Dalam Signalling Theory, perusahaan dengan tingkat leverage tinggi cenderung mengirimkan sinyal kehati-hatian kepada investor melalui kebijakan dividen yang lebih konservatif. Perusahaan lebih memilih menahan laba untuk memenuhi kewajiban utang dan menjaga stabilitas likuiditas dibandingkan mendistribusikannya kepada pemegang saham.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian A. N. Sari & Hermuningsih (2020) yang menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat leverage tinggi cenderung menurunkan pembagian dividen karena laba difokuskan untuk pembayaran kewajiban jangka panjang. Penelitian Sjahrudin et al. (2023) juga menunjukkan bahwa tekanan utang menyebabkan perusahaan lebih berhati-hati dalam menentukan kebijakan dividen.

Kondisi ini semakin relevan pada periode pasca-pandemi ketika perusahaan otomotif menghadapi tekanan biaya produksi, kenaikan suku bunga, dan ketidakpastian permintaan pasar. Oleh karena itu, perusahaan lebih memprioritaskan penguatan struktur keuangan dibandingkan pembayaran dividen.

Pengaruh *Earning Per Share* (EPS) terhadap Kebijakan Dividen (H5)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa EPS berpengaruh signifikan terhadap DPR, namun arah hubungan yang ditemukan justru negatif. Dengan demikian, H5 yang menyatakan EPS berpengaruh positif terhadap DPR ditolak.

Temuan ini merupakan anomali yang menarik secara teoritis. Dalam dividend signaling theory, peningkatan laba biasanya diikuti peningkatan dividen sebagai sinyal optimisme manajemen terhadap prospek perusahaan. Namun, pada penelitian ini peningkatan EPS justru diikuti penurunan DPR.

Fenomena tersebut menunjukkan adanya perubahan strategi korporasi pada perusahaan otomotif selama periode pasca-pandemi. Perusahaan yang memperoleh peningkatan laba cenderung menahan laba sebagai retained earnings untuk memperkuat modal internal, membiayai ekspansi, menjaga likuiditas, dan menghadapi ketidakpastian ekonomi global. Dengan kata lain, laba tidak langsung diterjemahkan menjadi dividen.

Hasil ini berbeda dengan penelitian Zakaria (2021) yang menemukan hubungan positif antara EPS dan DPR. Namun, penelitian terbaru oleh Putu & Savira (2026) menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia pasca-pandemi lebih cenderung menahan laba untuk memperkuat ketahanan finansial dibandingkan meningkatkan pembagian dividen.

Dari sisi investor, pasar modal Indonesia saat ini cenderung lebih berorientasi pada capital gain dibandingkan *dividend income*. Investor lebih menghargai perusahaan yang menggunakan laba untuk pertumbuhan jangka panjang dibandingkan membagikannya sebagai dividen tunai. Oleh

sebab itu, perusahaan tidak menghadapi tekanan besar untuk meningkatkan DPR meskipun EPS meningkat.

Secara teoritis, hasil ini memperlihatkan bahwa sinyal laba tidak selalu diwujudkan melalui kebijakan dividen. Dalam kondisi ekonomi tidak stabil, laba lebih berfungsi sebagai sinyal kemampuan bertahan dan potensi ekspansi perusahaan dibandingkan sinyal pembagian dividen.

Pengaruh *Economic Value Added* (EVA) terhadap Kebijakan Dividen (H6)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa EVA berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR, sehingga H6 diterima. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mampu menciptakan nilai tambah ekonomi memiliki kapasitas lebih besar untuk membagikan dividen kepada pemegang saham.

Dalam Signalling Theory, EVA positif menjadi sinyal bahwa perusahaan berhasil menghasilkan return melebihi biaya modal yang digunakan. Kondisi tersebut mencerminkan efisiensi manajemen dan kesehatan finansial perusahaan sehingga perusahaan memiliki ruang yang lebih besar untuk mendistribusikan laba.

Penelitian Supriatini & Sulindawati (2021) menemukan bahwa perusahaan dengan EVA positif cenderung memiliki kebijakan dividen yang lebih stabil karena kondisi keuangannya lebih sehat. Temuan serupa juga disampaikan oleh Wilsa et al. (2021) yang menyatakan bahwa penciptaan nilai ekonomis memberikan fleksibilitas lebih besar dalam distribusi laba kepada pemegang saham.

Hasil ini memperlihatkan bahwa meskipun EVA belum direspons langsung oleh pasar melalui harga saham, EVA tetap memengaruhi kebijakan internal perusahaan dalam menentukan distribusi dividen.

Pengaruh Kebijakan Dividen (DPR) terhadap Harga Saham (H7)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa DPR tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham, sehingga H7 ditolak. Temuan ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen bukan lagi sinyal utama yang digunakan investor dalam menentukan keputusan investasi pada sektor otomotif.

Dalam konteks pasar modal Indonesia, investor cenderung lebih berorientasi pada potensi capital gain dibandingkan pendapatan dividen. Investor lebih fokus pada peluang pertumbuhan harga saham dibandingkan besarnya dividen yang dibagikan perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian (Putu, 2026) yang menyatakan bahwa investor domestik pada sektor pertumbuhan lebih memprioritaskan prospek ekspansi perusahaan dibandingkan kebijakan dividen. Penelitian Sjahruddin et al (2023) juga menemukan bahwa pengaruh DPR terhadap harga saham melemah pada periode ketidakpastian ekonomi.

Selain itu, kondisi pasca-pandemi menyebabkan investor lebih memperhatikan prospek pemulihan industri, kemampuan perusahaan menjaga profitabilitas, dan strategi ekspansi bisnis dibandingkan kebijakan pembagian laba. Akibatnya, perubahan DPR tidak cukup kuat memengaruhi reaksi pasar terhadap saham perusahaan otomotif.

Hasil ini juga menunjukkan melemahnya fungsi dividen sebagai sinyal pasar. Investor tampaknya tidak lagi menganggap peningkatan dividen sebagai indikator utama kualitas perusahaan karena lebih fokus pada pertumbuhan jangka panjang.

Peran Kebijakan Dividen sebagai Variabel Mediasi (H8a, H8b, H8c)

Hasil uji Sobel menunjukkan bahwa DPR tidak mampu memediasi pengaruh DER, EPS, dan EVA terhadap harga saham. Dengan demikian, H8a, H8b, dan H8c ditolak.

Kegagalan DPR sebagai variabel mediasi menunjukkan bahwa investor merespons informasi fundamental perusahaan secara langsung tanpa melalui mekanisme kebijakan dividen. Dalam perspektif Signalling Theory, sinyal utama yang diperhatikan investor adalah profitabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan, bukan distribusi dividen. *The Effect Of Leverage And Dividend Policy On Stock Price Moderated By Company Size*

Penelitian (Herlina & Diputra, 2020; Sarpingah, 2023) menunjukkan bahwa mediasi kebijakan dividen cenderung lemah pada pasar berkembang karena investor lebih cepat merespons

indikator laba dan pertumbuhan perusahaan. Penelitian terbaru oleh Putu (2026) juga menemukan bahwa DPR gagal menjadi mediator efektif pada sektor dengan tingkat pertumbuhan tinggi.

Tidak signifikannya jalur mediasi juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen pada sektor otomotif Indonesia belum memiliki daya informasi yang cukup kuat untuk memengaruhi pembentukan harga saham. Investor lebih cepat merespons EPS dan indikator fundamental lainnya dibandingkan perubahan DPR.

Kondisi pasca-pandemi memperkuat fenomena tersebut. Investor lebih fokus pada strategi perusahaan dalam mempertahankan bisnis, menjaga efisiensi operasional, dan meningkatkan pertumbuhan jangka panjang dibandingkan stabilitas pembayaran dividen.

Pengaruh Return on Assets (ROA) terhadap Harga Saham (H9)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap harga saham, sehingga H9 diterima. Tingginya ROA menunjukkan efektivitas perusahaan dalam menghasilkan laba dari total aset yang dimiliki. Dalam perspektif Signalling Theory, ROA menjadi sinyal positif mengenai efisiensi operasional perusahaan sehingga meningkatkan kepercayaan investor.

Penelitian Saputra (2022) menunjukkan bahwa ROA merupakan indikator efisiensi yang sangat diperhatikan investor karena mencerminkan kemampuan perusahaan mengelola aset secara produktif. Penelitian Zaher (2020) juga menemukan bahwa ROA memiliki pengaruh signifikan terhadap peningkatan nilai perusahaan di pasar modal Indonesia.

Investor menilai perusahaan dengan ROA tinggi memiliki kemampuan yang lebih baik dalam memanfaatkan sumber daya untuk menghasilkan keuntungan, sehingga meningkatkan daya tarik saham perusahaan di pasar modal.

Pengaruh Inflasi terhadap Harga Saham (H10)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham, sehingga H10 diterima. Tingginya inflasi menyebabkan kenaikan biaya produksi, penurunan daya beli masyarakat, dan meningkatnya ketidakpastian ekonomi. Kondisi ini memberikan tekanan terhadap kinerja perusahaan otomotif yang sangat sensitif terhadap penurunan konsumsi masyarakat.

Penelitian Ayu & Made (2025) menemukan bahwa inflasi memiliki dampak negatif terhadap sektor manufaktur karena meningkatkan biaya operasional dan menurunkan permintaan pasar. Temuan serupa juga disampaikan oleh (Mudawanah (2019) yang menyatakan bahwa kenaikan inflasi meningkatkan risiko investasi sehingga menekan harga saham.

Dalam perspektif pasar modal, inflasi juga meningkatkan persepsi risiko investasi sehingga investor menjadi lebih berhati-hati dalam membeli saham.

Pengaruh Suku Bunga terhadap Harga Saham (H11)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa suku bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham, sehingga H11 diterima. Kenaikan suku bunga meningkatkan biaya pinjaman perusahaan dan menurunkan minat masyarakat dalam membeli kendaraan melalui kredit. Kondisi tersebut berdampak langsung terhadap penjualan dan profitabilitas perusahaan otomotif.

Penelitian Ramadhan & Zulkarnain (2025) menunjukkan bahwa sektor otomotif sangat sensitif terhadap perubahan suku bunga karena sebagian besar pembelian kendaraan dilakukan melalui pembiayaan kredit. Penelitian Ayu & Made (2025) juga menemukan bahwa kenaikan suku bunga mendorong investor mengalihkan dana dari saham ke instrumen pendapatan tetap.

Selain itu, kenaikan suku bunga menyebabkan investor lebih memilih instrumen investasi berbasis pendapatan tetap dibandingkan saham karena dianggap memiliki risiko lebih rendah.

Pengaruh Ukuran Perusahaan (Firm Size) terhadap Harga Saham (H12)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap harga saham, sehingga H12 diterima. Perusahaan dengan total aset besar dipersepsikan memiliki stabilitas operasional, kapasitas pendanaan, dan daya tahan bisnis yang lebih kuat dibandingkan perusahaan kecil.

Dalam *Signalling Theory*, ukuran perusahaan menjadi sinyal kredibilitas dan kekuatan finansial yang meningkatkan kepercayaan investor terhadap prospek perusahaan di masa mendatang.

Penelitian Sarpingah (2023) menunjukkan bahwa perusahaan besar cenderung memiliki akses pendanaan lebih luas dan risiko kebangkrutan lebih rendah sehingga lebih diminati investor. Penelitian Putu (2026) juga menemukan bahwa ukuran perusahaan menjadi salah satu indikator penting dalam pembentukan persepsi pasar terhadap stabilitas bisnis perusahaan.

Peran *Market Sentiment* dalam Memperkuat Pengaruh DPR terhadap Harga Saham (H13)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *market sentiment* memperkuat pengaruh DPR terhadap harga saham, sehingga H13 diterima. Pada kondisi sentimen pasar yang positif, informasi mengenai pembagian dividen lebih mudah diterjemahkan investor sebagai sinyal optimisme perusahaan terhadap prospek bisnis di masa depan.

Penelitian Putu (2026) menunjukkan bahwa sentimen pasar memiliki peran penting dalam memperkuat reaksi investor terhadap informasi dividen di pasar modal Indonesia. Penelitian Labiba et al (2021) juga menemukan bahwa kondisi psikologis investor memengaruhi efektivitas sinyal fundamental perusahaan.

Sebaliknya, ketika sentimen pasar negatif, kebijakan dividen menjadi kurang efektif dalam memengaruhi harga saham karena investor lebih fokus pada risiko pasar dan ketidakpastian ekonomi. Temuan ini menunjukkan bahwa efektivitas sinyal dividen sangat bergantung pada kondisi psikologis dan ekspektasi pasar secara keseluruhan.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER), *Earning Per Share* (EPS), dan *Economic Value Added* (EVA) terhadap harga saham dengan kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio* / DPR) sebagai variabel mediasi pada perusahaan sub-sektor otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. Berdasarkan hasil analisis regresi data panel, penelitian ini menemukan bahwa EPS merupakan variabel fundamental yang paling konsisten memengaruhi harga saham secara positif, sedangkan DER, EVA, dan DPR tidak menunjukkan pengaruh langsung yang signifikan terhadap harga saham. Pada sisi kebijakan dividen, DER terbukti berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR, EVA berpengaruh positif signifikan terhadap DPR, sedangkan EPS justru menunjukkan hubungan negatif terhadap DPR. Selain itu, DPR tidak mampu memediasi hubungan antara DER, EPS, dan EVA terhadap harga saham.

Secara teoritis, penelitian ini memberikan kontribusi terhadap pengembangan *Signalling Theory* yang dikemukakan oleh Spence (1973). Temuan penelitian menunjukkan bahwa tidak seluruh indikator fundamental diterjemahkan investor sebagai sinyal yang memiliki kekuatan informasi yang sama. Dalam konteks pasar modal Indonesia, investor cenderung lebih responsif terhadap sinyal profitabilitas berbasis laba akuntansi seperti EPS dibandingkan sinyal berbasis struktur modal maupun penciptaan nilai ekonomis seperti EVA. Hasil ini memperlihatkan bahwa efektivitas sinyal keuangan sangat dipengaruhi oleh karakteristik pasar, tingkat literasi investor, serta kondisi ekonomi pasca-pandemi.

Penelitian ini juga menemukan fenomena menarik berupa hubungan negatif EPS terhadap DPR. Temuan tersebut mengindikasikan adanya perubahan orientasi perusahaan otomotif pasca-pandemi, di mana peningkatan laba lebih banyak dialokasikan untuk memperkuat modal internal, menjaga likuiditas, dan mendukung ekspansi bisnis dibandingkan dibagikan sebagai dividen. Kondisi ini menunjukkan bahwa laba perusahaan pada periode pemulihan ekonomi lebih berfungsi sebagai sinyal ketahanan bisnis (*business sustainability signal*) daripada sinyal distribusi keuntungan kepada pemegang saham.

Dari sisi praktis, penelitian ini memberikan implikasi penting bagi investor. Investor disarankan untuk lebih memprioritaskan indikator profitabilitas seperti EPS dan ROA dalam pengambilan keputusan investasi karena kedua variabel tersebut terbukti lebih mampu mencerminkan prospek perusahaan dibandingkan indikator *leverage* maupun kebijakan dividen. Investor juga perlu mempertimbangkan faktor eksternal seperti inflasi, suku bunga, dan *market*

sentiment karena variabel makroekonomi terbukti memengaruhi respons pasar terhadap saham sektor otomotif.

Bagi manajemen perusahaan, hasil penelitian ini menunjukkan pentingnya menjaga stabilitas profitabilitas dan efisiensi operasional sebagai strategi utama dalam meningkatkan nilai perusahaan di pasar modal. Manajemen juga perlu memahami bahwa kebijakan dividen tidak lagi menjadi faktor dominan yang memengaruhi harga saham, khususnya pada sektor dengan orientasi pertumbuhan seperti otomotif. Oleh karena itu, perusahaan dapat lebih fleksibel dalam menentukan kebijakan laba ditahan untuk mendukung investasi jangka panjang dan penguatan struktur keuangan perusahaan.

Secara manajerial, penelitian ini memberikan rekomendasi agar perusahaan otomotif meningkatkan transparansi informasi keuangan dan memperkuat kualitas sinyal fundamental kepada investor, khususnya terkait strategi pertumbuhan, efisiensi operasional, dan ketahanan bisnis pasca-pandemi. Selain itu, perusahaan perlu mempertimbangkan kondisi sentimen pasar dalam menentukan kebijakan dividen karena efektivitas sinyal dividen sangat dipengaruhi oleh kondisi psikologis investor dan dinamika pasar modal.

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan, terutama pada jumlah sampel yang relatif kecil dan periode observasi yang terbatas pada sub-sektor otomotif. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan menggunakan cakupan sektor yang lebih luas, menambahkan variabel makroekonomi dan perilaku pasar yang lebih kompleks, serta menggunakan pendekatan metodologis yang lebih kuat seperti *dynamic panel model*, *bootstrap mediation*, atau *moderated mediation* agar mampu menghasilkan model empiris yang lebih robust dan komprehensif.

REFERENSI

- Angelina, L. (2021). *Pengaruh Eva , Firm Size , Dpr , Dan Pvb Terhadap Harga*. III(1), 129–136. <https://doi.org/https://doi.org/10.24912/jpa.v3i1.11413>
- Asykarulloh, A., Arrafi, M., Mahmudah, D., & Prihatin, R. (2023). *PENGARUH FAKTOR FUNDAMENTAL TERHADAP HARGA SAHAM BANK DIGITAL DI INDEKS SAHAM SYARIAH* Azam Asykarulloh Magister Ekonomi Syariah , UIN Sunan Kalijaga , Indonesia Mayogi Araffi Magister Ekonomi Syariah , UIN Sunan Kalijaga , Indonesia Desi Mahmudah Rina Pri. 7. <https://doi.org/https://doi.org/10.25139/jaap.v7i1.5822>
- Ayu, P. A. S., & Made, A. W. (2025). Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan, Dan Suku Bunga Terhadap Harga Saham Perusahaan Di Sektor Teknologi Tahun 2021-2023. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 6, 67–114. <https://doi.org/https://doi.org/10.23887/jimat.v16i01.83232>
- Handayani, R. S., & Sholikhah, S. B. (2025). *The Effect of Economic Value Added and Profitability Ratio on Stock Prices in the Banking Sub-Sector on the Indonesia Stock Exchange (2019 – 2023)*. 3(7), 427–434. <https://doi.org/https://doi.org/10.59890/ijaamr.v3i7.57>
- Handini, S., & Dyah, E. (2020). Tentang penulis. In *Teori Portofolio dan Pasar Modal Indonesia*. SCOPINDO MEDIA PUSTAKA.
- Herlina, & Diputra, T. T. (2020). *Implementation Of Sobel Formulas On The Web With Linier Regression Using Intervening Variables*. 1, 19–24. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.30813/j-alu.v1i1.1106>
- Labiba, A. (2023). *Pengaruh Earning Per Share (EPS) Terhadap Harga Saham*. 31(1), 1–23.
- Labiba, A., Rasmini, M., & Kostini, N. (2021). *Pengaruh earning per share (eps) terhadap harga saham Effect of earnings per share (eps) on share price*. 17(3), 519–526. <https://doi.org/https://doi.org/10.30872/jinv.v17i3.9953>
- Marwah, Budiyaniti, & Aslam. (2026). Analysis Of The Effect Of Earning Per Share (Eps) And Return On Equity (Roe) On Stock Prices: A Study Of State-Owned Enterprise (Bumn) Issuers On The Indonesia Stock Exchange In The 2015-2024 Period. *Indonesian Interdisciplinary Journal of Sharia Economics*, 9, 10395–10415. <https://doi.org/https://doi.org/10.31538/ijse.v9i2.9527>
- Mudawanah, S. (2019). Analisis Operating Leverage (Dol), Financial Leverage (Dfl), Dan Combination Leverage (Dcl) Terhadap Earning Per Share (Eps) Pada Perusahaan LQ45 di

- Bursa Efek Indonesia. *The Asia Pasific Journal of Management Studies*, 7(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.55171/jsab.v7i3.346>
- Nurfajri, A., Fitri, D. M., & Parlina, N. D. (2024). *The Role of Dividend Policy in Mediating Fundamental Factors Toward Stock Prices*. 04(02). <https://doi.org/https://doi.org/10.63922/ajmesc.v4i02.807>
- Paramayoga, & Fariantin. (2023). *Analisis ROA, NPM, EPS, ROW, dan DER terhadap Harga Saham pada Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2021*. 1(4), 191–205. <https://doi.org/https://doi.org/10.57141/kompeten.v1i4.26>
- Putu, A. S. W. (2026). *Pengaruh Analisis Rasio Keuangan , Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan terhadap Harga Saham Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar di BEI*. 10(January), 930–943. <https://doi.org/https://doi.org/10.33395/owner.v10i1.2386>
- Rahma, J., Imani, N., Nisa, K., & Aziz, D. (2025). *Sciencestatistics Estimasi Model Fixed Effect Pada Analisis Regresi Data Panel Dengan Metode Least Square Dummy Variable (LSDV) Sciencestatistics*. 3(1), 1–14. <https://doi.org/https://doi.org/10.24127/sciencestatistics.v3i1.7525>
- Ramadhan, & Zulkarnain. (2025). *Pengaruh Inflasi, Profitabilitas, dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Harga Saham Perusahaan LQ45 Periode 2019 - 2023*. *Jurnal Islam Dan Humaniora*, 5(2). <https://doi.org/https://doi.org/10.37680/almikraj.v5i2.6787>
- Saputra, F. (2022). *Analysis Effect Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE) and Price Earning Ratio (PER) on Stock Prices of Coal Companies in the Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2018-2021*. 3(1), 82–94. <https://doi.org/https://doi.org/10.38035/dijefa.v3i1>
- Sari, R. ., Setiawan, & Setyowati, D. . (2022). *Perusahaan Konstruksi dan Bangunan di BEI The influence of DER , ROE and EPS on stock prices of construction and building companies on IDX*. 2, 309–319. <https://doi.org/https://doi.org/https://doi.org/10.35313/ijem.v2i2.3125>
- Sarpingah, S. (2023). *The Effect Of Leverage And Dividend Policy On Stock Price Moderated By Company Size*. *July*, 69–75. <https://doi.org/10.36713/epra1013>
- Sjahruddin, H., Kadir, M. A., Selfi, A., & Permana, M. A. (2023). *Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham*. 12(4), 971–979. <https://doi.org/https://doi.org/10.31959/jm.v12i4.2030>
- Spence, M. (1973). *Job Market Signals*. *Economy*, 87, 1–21.
- Stefani, F. (2024). *Model Regresi data Panel pada pengaruh faktor curah hujan terhadap produksi kopi di Provinsi Sumatera Selatan Tahun 2014-2021*. *Jurnal Penelitian Sains*, 26(1), 30–39. <https://doi.org/https://doi.org/10.56064/jps.v26i1.916>
- Supriatini, K. A., & Sulindawati, N. L. G. E. (2021). *Non Performing Loan, Loan to Deposit Ratio, Good Corporate Governance, Net Interest Margin, Return on Assets, Capital Adequacy Ratio dan Economic Value Added Terhadap Harga Saham*. *Ekuitas: Jurnal Pendidikan Ekonomi*, 9(1), 50. <https://doi.org/10.23887/ekuitas.v9i1.26756>
- Suryana, A., Rifa'i, Prakoso, & Zaky. (2025). *Stock returns and economic value added: The mediating role of earnings per share–Predicting firms' financial performance in financial markets*. *International Journal of Bussines, Law, and Education*, 6, 405. <https://doi.org/https://doi.org/10.59890/ijaamr.v3i7.57>
- Wilsa, O., Rida, P., & Indah, M. (2021). *Pengaruh Economic Value Added, Market Value Added, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Harga Saham*. 2(1), 89–108. <https://doi.org/https://doi.org/10.21009/japa.0201.06>
- Zaher, A. F. (2020). *Financial Performance as Mediator on the Impact of Investment and Financial Decisions on Stock Price and Future Profit : The Case of the Jordanian Financial Sector*. 10(2), 242–247. <https://doi.org/https://doi.org/10.32479/ijefi.9520>
- Zakaria. (2021). *Analisis Pengaruh Debt to Equity Ratio (DER), Return On Asset (ROA) dan Earning Per Share (EPS) terhadap Harga Saham melalui Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening (Studi pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di*. *Business Management Analysis Journal (BMAJ)*, 04, 1–22. <https://doi.org/https://doi.org/10.24176/bmaj.v4i1.5828>