

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAGERIAL DAN ARUS KAS BEBAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Hendrik Perwira¹, Sukrisno Agoes², MF Djeni Indrajati³

¹Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Tarumanagara Jakarta
Email: hendrik.127211003@stu.untar.ac.id

²Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Tarumanagara Jakarta
Email: sukrisnoa@fe.untar.ac.id

³Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Tarumanagara Jakarta
Email: djenii@fe.untar.ac.id

Abstrak

Adanya delegasi wewenang dari pemegang saham selaku *principal* kepada manajemen selaku agent menyebabkan munculnya *agency conflict* antara pemegang saham dengan manajer. *Agency conflict* perlu untuk diminimalisir dengan berbagai cara yang ada sehingga tujuan perusahaan dalam memaksimalkan nilai perusahaan dapat tercapai. Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris mengenai pengaruh kepemilikan manajerial dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Penelitian ini menggunakan regresi data panel terhadap 55 perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dan IDX80 pada periode 2019-2021. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Variabel independen dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial dan arus kas bebas. Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Lebih lanjut, Arus Kas Bebas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen tidak memperkuat pengaruh dari kepemilikan manajerial dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: Nilai Perusahaan, Kepemilikan Manajerial, Arus Kas Bebas, dan Kebijakan Dividen.

Abstract

The delegation of authority from shareholders as principal to management as agent causes agency conflict to arise between shareholders and managers. Agency conflict needs to be minimized in various ways so that the company's objection in maximize the value of the company can be achieved. This study aims to empirically examine the effect of managerial ownership and free cash flow on firm value with dividend policy as a moderating variable. This study uses panel data regression on 55 companies listed on the Indonesia Stock Exchange and IDX80 in the 2019-2021 period. The dependent variable in this study is firm value. The independent variables in this study are managerial ownership and free cash flow. The moderating variable in this study is dividend policy. The results of this study indicate that Managerial Ownership has a positive effect on firm value. Furthermore, Free Cash Flow has no effect on firm value. Dividend policy does not strengthen the effect of managerial ownership and free cash flow on firm value.

Keywords: Firm Value, Managerial Ownership, Free Cash Flow, and Dividend Policy.

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Perusahaan didirikan dengan tujuan untuk memberikan kemakmuran bagi para pemangku kepentingan perusahaan. Pemegang saham sebagai pemangku kepentingan dalam perusahaan akan mendapatkan kemakmuran apabila nilai perusahaan yang dimiliki mengalami peningkatan. Semakin tinggi nilai perusahaan, maka semakin tinggi kemakmuran yang akan diperoleh pemegang saham. Namun ketika nilai perusahaan mengalami penurunan, maka akan menyebabkan pemegang saham mengalami kerugian.

Fenomena berbagai perusahaan yang nilai perusahaan mengalami peningkatan, penurunan, hingga bahkan ada yang mengalami kebangkrutan menyebabkan perlunya untuk melakukan penelitian terkait faktor-faktor yang dapat menyebabkan kenaikan atau penurunan nilai

perusahaan agar pemegang saham dapat memilih perusahaan yang berpotensi mengalami pertumbuhan di masa depan dalam jangka panjang, sehingga investor dapat terhindar dari kerugian dan memperoleh keuntungan yang terutama diwujudkan dalam kenaikan nilai perusahaan. Salah satu cara untuk menilai besarnya potensi kenaikan nilai perusahaan adalah dengan mengidentifikasi tinggi rendahnya konflik keagenan dalam suatu perusahaan dan kemudian berupaya untuk meminimalisir dampak dari konflik keagenan tersebut. Dalam teori keagenan, hal yang dapat dilakukan untuk meminimalisir konflik tersebut dapat dilakukan dengan memberikan kepemilikan manajerial dan mengupayakan adanya pelaporan arus kas bebas yang baik dalam perusahaan perusahaan.

Dalam memaksimalkan nilai perusahaan, penting untuk menyelaraskan kepentingan antara pemegang saham dengan pihak manajemen. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan sebagai prinsipal, pemegang saham memberikan wewenang serta tanggung jawab kepada pihak manajemen yang berperan sebagai agen untuk menjalankan perusahaan. Sebagai pemilik perusahaan, pemegang saham tidak dapat sepenuhnya mengawasi bagaimana perusahaan berjalan sehingga tidak sepenuhnya memahami hal yang terjadi dalam perusahaan secara menyeluruh. Sebaliknya, karena manajemen berada di dalam perusahaan, manajemen memiliki pemahaman yang lebih baik tentang keadaan sebenarnya atas perusahaan. Hal ini menyebabkan konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Salah satu cara untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen adalah dengan memberikan manajemen kepemilikan saham, yang disebut dengan kepemilikan manajerial.

Kepemilikan manajerial mencerminkan kepemilikan manajemen dalam suatu perusahaan sehingga diharapkan dapat menyelaraskan kepentingan antara pemegang saham dengan pihak manajerial dalam memaksimalkan nilai perusahaan. Dengan meningkatnya persentase kepemilikan manajemen dalam suatu perusahaan, diharapkan nilai dan kinerja perusahaan akan meningkat. Hal ini karena sebagai pemilik perusahaan, manajemen juga ikut merasakan manfaat dari keputusan yang dibuat dan juga ikut menanggung risiko jika keputusan yang salah menyebabkan kerugian. (Jensen dan Meckling, 1976).

Fatma dan Choujabi (2021) menemukan pengaruh yang signifikan dan positif dari kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan, kemudian Ul-Hud et al (2020) memperoleh hasil yang tidak signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan, penelitian Dewi et al (2018) menunjukkan hasil yang tidak signifikan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan, sementara itu penelitian yang dilakukan oleh Marimuthu (2017) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Konflik keagenan juga disebabkan karena adanya arus kas bebas dalam perusahaan. Adanya arus kas bebas menyebabkan adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham mengharapkan agar sisa dana yang berlebih dapat dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya sementara pihak manajemen berkeinginan agar dana yang ada tetap berada di perusahaan agar dapat digunakan untuk memperbesar perusahaan atau untuk mengantisipasi adanya perubahan yang membutuhkan dana kas sehingga pihak manajemen cenderung melakukan investasi meskipun investasi tersebut mungkin memberikan hasil yang kurang optimal bagi pemegang saham. Sementara itu, arus kas bebas yang berlebih jika tidak dimanfaatkan, atau hanya diinvestasikan dalam instrumen yang memberikan imbal hasil yang rendah akan menyebabkan kinerja perusahaan menjadi lebih rendah dari yang seharusnya.

Jensen (1986) mendefinisikan arus kas bebas sebagai sisa kas yang ada setelah dikurangi dengan biaya untuk mendanai proyek dengan nilai masa kini yang positif. Arus kas bebas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk melakukan investasi dimasa depan, melakukan pembayaran hutang, melakukan pembelian kembali saham, atau menambah jumlah aset lancar perusahaan yang dapat menunjang perusahaan, sehingga arus kas bebas yang tinggi menunjukkan kinerja yang baik. Jika suatu perusahaan memiliki kinerja yang baik, nilainya akan meningkat sebagai

hasil dari dividen, kenaikan harga saham, atau meningkatnya laba ditahan untuk diinvestasikan di masa depan. Oleh karena itu, jika arus kas bebas tinggi, maka nilai perusahaan juga cenderung meningkat.

Dalam penelitian Candra et al (2021) menunjukkan hasil arus kas bebas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan yang serupa juga ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Yusna dan Sulistiono (2020) juga menemukan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun penelitian yang dilakukan oleh Dewi et al (2018) menyatakan bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berbagai hasil penelitian yang berbeda terkait pengaruh kepemilikan manajerial dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan menyebabkan perlunya untuk meneliti potensi adanya faktor lainnya yang berpotensi mempengaruhi pengaruh dari kepemilikan manajerial dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen diharapkan dapat menjembatani kepentingan dari manajemen sebagai *agent* dan pihak pemegang saham sebagai *principal*. Abdullah (2014) menyatakan bahwa kebijakan dividen adalah salah satu masalah keuangan yang paling kontroversial yang menarik untuk dipelajari. Dividen adalah uang yang diberikan oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya. Kebijakan dividen biasanya dibuat setelah perusahaan menghasilkan keuntungan, kebijakan ini tidak akan membebani perusahaan karena hal ini lebih mencerminkan pembagian aset perusahaan kepada pemegang saham. Kebijakan dividen yang diambil akan berdampak kepada manajemen jika ia memiliki kepemilikan saham, sehingga manajemen berupaya untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen juga dapat menjadi tolok ukur pengelolaan perusahaan yang baik, karena perusahaan mau membagikan uang kas yang ada dalam perusahaan kepada seluruh pemegang saham yang ada, termasuk pemegang saham minoritas.

Penelitian yang dilakukan oleh Sari dan Patricia (2019) menghasilkan temuan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan Dewi et al. (2019) juga menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Adanya pengaruh dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan mendorong peneliti untuk meneliti pengaruh kebijakan dividen dalam memperkuat atau memperlemah pengaruh kepemilikan manajerial dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini, subjek penelitian yang diteliti adalah perusahaan yang terdaftar dalam Indeks IDX80. Alasan dipilihnya saham yang masuk dalam kategori IDX80 karena perusahaan yang terdaftar dalam indeks IDX80 memiliki likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar yang besar serta didukung oleh fundamental perusahaan yang baik. Perusahaan dalam indeks IDX80 yang memiliki kualitas fundamental yang baik diharapkan lebih mampu menjelaskan moderasi dividen dalam pengaruh kepemilikan manajerial dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan.

Periode penelitian ini dimulai pada tahun Indeks IDX80 diluncurkan, yaitu tahun 2019 hingga tahun 2021. Periode ini digunakan karena meliputi masa sulit sejak *pandemic* hingga masa pemulihan sehingga dapat mencerminkan pengaruh-pengaruh yang ada dalam beberapa siklus ekonomi.

Keterbaruan dari penelitian ini adalah dalam penelitian ini, peneliti menggunakan kebijakan dividen untuk memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial dan arus kas bebas sehingga dapat memberikan gambaran yang lebih akurat terkait pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Arus Kas Bebas terhadap Nilai Perusahaan. Dengan adanya kebijakan dividen sebagai variabel moderasi, penelitian ini diharapkan dapat mempertegas hasil yang belum jelas dari penelitian penelitian yang sudah dilakukan sebelumnya mengenai pengaruh dari kepemilikan manajerial dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian diharapkan akan dapat membantu pihak manajemen dan *stakeholders* lainnya yang ada dalam melakukan pengambilan keputusan dalam dunia bisnis yang sangat dinamis.

Berdasarkan penjelasan tentang fenomena dan ketidakkonsistenan yang disebutkan di atas, peneliti ingin melakukan penelitian ulang untuk menemukan bukti nyata tentang bagaimana arus kas bebas dan kepemilikan manajemen mempengaruhi nilai perusahaan, dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi.

Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan ?
2. Apakah arus kas bebas berpengaruh terhadap nilai perusahaan ?
3. Apakah kebijakan dividen dapat memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan ?
4. Apakah kebijakan dividen dapat memoderasi pengaruh arus kas bebas terhadap nilai perusahaan ?

KAJIAN PUSTAKA dan PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Agency Theory

Teori keagenan menjelaskan bagaimana hubungan antara pemilik perusahaan (*principal*) dan pihak manajemen (*agent*), juga dikenal sebagai *agency Theory*. Ketika seorang atau lebih pemegang saham (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk menyediakan jasa dan kemudian memberikan wewenang pengambilan keputusan kepada orang lain, hal itu disebut hubungan agensi (Jensen dan Meckling, 1976).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), masalah agensi muncul saat kepemilikan saham manajer di perusahaan tidak mencapai seratus persen. Hal ini menyebabkan pihak manajemen melakukan tindakan berdasarkan kepentingan pribadi mereka dan tidak lagi mempertimbangkan maksimalisasi nilai dari perusahaan saat membuat keputusan pendanaan. Kondisi di atas terjadi karena fungsi pengelola dipisahkan dari fungsi kepemilikan. Karena pemegang saham sepenuhnya menanggung risiko, manajemen tidak menanggung risiko kesalahan dalam pengambilan keputusan.

Masalah keagenan yang terjadi antara pemegang saham dengan pihak manajemen diharapkan dapat diminimalisir dengan memberikan kepemilikan kepada pihak manajemen, mengoptimalkan arus kas bebas, dan menetapkan kebijakan dividen yang efektif dalam meningkatkan nilai perusahaan. Dengan memanfaatkan ketiga pendekatan tersebut, perusahaan diharapkan dapat memberikan nilai yang lebih optimal bagi pemegang saham dan berbagai pihak yang berkepentingan.

Teori Kebijakan Dividen

Teori kebijakan dividen menjelaskan bagaimana pihak manajemen menentukan besarnya rasio dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham setiap tahunnya. Terdapat berbagai macam teori yang terkait dengan bagaimana kebijakan dividen seharusnya ditentukan, antara lain:

1. Dividend Irrelevance Theory

Miller dan Modigliani (1961) berpendapat jika kebijakan dividen yang ditentukan oleh pihak manajemen baik besar ataupun kecil, atau bahkan tidak membagikan dividen, tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan (nilai perusahaan diwakili dalam harga dari saham perusahaan) atau biaya modal (*cost of capital*). Teori ini berpendapat bahwa *earning power* dari aset perusahaan dan kemampuan manajemennya adalah satu-satunya cara nilai perusahaan ditentukan.

Nilai perusahaan tidak terpengaruh oleh keputusan apakah keuntungan akan dibagikan dalam bentuk dividen atau ditahan. Dalam merumuskan teori ini, Modigliani dan Miller

(1961) menganggap adanya kepastian sempurna atau pasar yang sempurna, dan investor yang rasional. Menurut asumsi dari teori tersebut, pasar terdiri dari asumsi-asumsi :

- a. Manajemen dan pemegang saham atau calon pemegang saham tidak mampu mempengaruhi harga;
- b. Manajemen dan pemegang saham mempunyai akses terhadap informasi yang sama;
- c. Tidak terdapat biaya transaksi, komisi atau transfer;
- d. Tidak terdapat perbedaan pajak antara dividen yang diterima pemegang saham dengan selisih kenaikan harga atau laba yang didistribusikan kepada pemegang saham ataupun dengan laba yang tidak didistribusikan kepada pemegang saham.
- e. Investor menginginkan lebih banyak kekayaan dibandingkan lebih sedikit kekayaan.
- f. Investor tidak peduli dengan bentuk imbal hasil, baik dalam bentuk dividen tunai ataupun imbal hasil karena kenaikan harga saham.
- g. Semua investor memiliki keyakinan bahwa mereka akan mendapatkan keuntungan dari investasi mereka di masa depan dan akan mendapatkan keuntungan dari perusahaan.

2. *Bird in The Hand Theory*

Teori ini pertama kali disampaikan Gordon pada tahun 1962. Dalam teori tersebut, ia menyatakan bahwa bahkan dalam pasar sempurna, nilai perusahaan akan tetap dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Hal ini karena pada umumnya, investor berpendapat bahwa seekor burung di tangan adalah jauh lebih berharga dibandingkan dengan seribu ekor burung yang ada di udara. Hal ini berarti investor memiliki kecenderungan untuk lebih menginginkan mengambil dividen di masa kini daripada keuntungan kapital di masa depan karena masa depan mempunyai sifat yang sangat dinamis dan cenderung cepat berubah kondisinya dalam pasar yang ideal.

Menurut teori ini, terdapat beberapa asumsi yang digunakan, yaitu:

- a. Setiap pemegang saham atau calon pemegang saham memiliki pengetahuan yang lengkap tentang besarnya tingkat laba yang mampu dihasilkan oleh perusahaan;
- b. Pembayaran dividen tunai memiliki tingkat pajak yang lebih besar dibandingkan pajak karena penjualan saham karena adanya kenaikan harga saham perusahaan; dan
- c. Pembayaran dividen merupakan tanda dari imbal hasil pasti yang diharapkan oleh semua pemegang saham.

Pengembangan Hipotesis

Kepemilikan Managerial Berpengaruh Positif Terhadap Nilai Perusahaan

Manajer dan pemegang saham memiliki kepentingan yang berbeda, yang dikenal dengan konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Konflik keagenan akan mempengaruhi kedua belah pihak dalam mencapai kesejahteraan yang paling optimal bagi masing-masing pihak. Pemegang saham khawatir tentang bagaimana manajer mengelola sumber daya perusahaan, yang berarti mereka mungkin membuat keputusan yang merugikan pemegang saham atau melakukan hal-hal yang memanfaatkan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi mereka sendiri.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), kepemilikan manajerial yang besar dapat mengurangi biaya agensi dan meningkatkan nilai perusahaan dengan menyelaraskan manfaat manajer dengan pemegang saham. Adanya kepemilikan manajerial berhubungan positif dengan nilai perusahaan karena mendukung dalam menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham dengan membuat keputusan yang sesuai dengan maksimalisasi kekayaan pemegang saham, karena manajemen yang juga merupakan pemegang saham akan terdampak oleh keputusan yang diambilnya. Jika manajemen mengambil keputusan yang baik, maka nilai perusahaan akan baik,

dan manajemen turut mendapat manfaat dari kenaikan nilai perusahaan, dan juga sebaliknya jika nilai perusahaan mengalami penurunan, manajemen juga akan turut menanggung kerugian atas keputusan yang dibuatnya. Oleh karena itu, dengan adanya kepemilikan manajerial akan dapat mendorong manajemen dalam memaksimalkan nilai perusahaan.

Fatma dan Choujabin (2021) menunjukkan efek positif kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pada institusi keuangan Eropa. Adanya kepemilikan manajerial akan menyebabkan manajer yang juga sekaligus sebagai pemegang saham memiliki insentif untuk memantau perusahaan dengan hati-hati untuk memastikan pengembalian yang lebih tinggi atas kepemilikan mereka. Oleh karena itu, mereka akan membuat keputusan yang sesuai dengan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham lainnya, dan memberikan nilai yang tinggi bagi perusahaan.

Oleh karena itu, hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H1: Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

Arus Kas Bebas Berpengaruh Positif Terhadap Nilai Perusahaan

Manajer dan pemegang saham memiliki kepentingan yang berbeda, yang dikenal dengan konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Konflik keagenan akan mempengaruhi kedua belah pihak dalam mencapai kesejahteraan yang paling optimal bagi masing-masing pihak. Pemegang saham khawatir tentang bagaimana manajer mengelola sumber daya perusahaan, yang berarti mereka mungkin membuat keputusan yang merugikan pemegang saham atau melakukan hal-hal yang memanfaatkan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi mereka sendiri.

Menurut teori sinyal, untuk mengurangi asimetri informasi antara manajer dan investor, manajer harus memberikan informasi tentang arus kas bebas atau *free cash flow*. Informasi ini akan dikomunikasikan secara jelas kepada investor dalam laporan keuangan. Para investor akan menggunakan data arus kas bebas untuk membuat keputusan. Arus kas bebas yang tinggi dapat menunjukkan kepada pemegang saham bahwa bisnis bekerja dengan baik, sehingga hal ini mendorong pemegang saham memberikan nilai perusahaan yang lebih tinggi.

Candra *et al* (2021) menunjukkan efek positif arus kas bebas terhadap nilai perusahaan. Perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi cenderung lebih mampu untuk bertahan dalam kondisi ekonomi yang memburuk karena mampu untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya secara internal. Hal ini juga menunjukkan sinyal yang kuat bagi perusahaan. Semakin tinggi arus kas bebas, maka perusahaan akan mampu untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan memanfaatkan arus kas bebasnya.

Oleh karena itu, hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H2: Arus Kas Bebas berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

Kebijakan Dividen Memperkuat Pengaruh Positif Kepemilikan Managerial terhadap Nilai Perusahaan

Cost of agency adalah biaya yang disebabkan oleh perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen (Ross *et al.*, 2008). Ini menunjukkan bahwa manajer bertindak sesuai dengan kepentingan mereka sendiri daripada kepentingan pemegang saham. Ini bertentangan dengan gagasan Miller dan Modigliani (1961) yang berasumsi bahwa manajer adalah agen yang ideal bagi pemegang saham dan tidak ada konflik kepentingan di antara mereka.

Menurut teori agensi, dividen dapat digunakan untuk mengurangi biaya agensi. Meningkatkan pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi biaya agen. Hal ini karena arus kas yang terkait dengan kebijakan manajemen akan menurun dan perusahaan akan perlu mencari pendanaan eksternal. Dengan demikian, pembayaran dividen dapat digunakan sebagai cara untuk memaksimalkan kinerja manajemen.

Kebijakan dividen yang semakin tinggi, akan meningkatkan imbal hasil yang dimiliki oleh pemegang saham. Ketika manajemen memiliki saham perusahaan, dan kemudian manajemen mengusulkan pembagian dividen, maka pihak manajemen yang juga menjadi pemegang saham akan mendapatkan imbal hasil atas keputusannya tersebut. Semakin tinggi rasio pembayaran

dividen, akan semakin mendorong pihak manajemen untuk meningkatkan nilai perusahaan ketika kepemilikan sahamnya semakin tinggi.

Berkaitan dengan kebijakan dividen, Sari dan Patrisia (2019) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang membagikan dividen dengan nilai lebih tinggi cenderung dihargai lebih tinggi oleh investor sehingga akan mendorong nilai perusahaan menjadi lebih tinggi. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi juga akan mendorong manajer yang ada untuk dapat mencapai kinerja yang lebih tinggi, agar jumlah dividen yang diterima juga dapat meningkat, sehingga akan berdampak pada nilai perusahaan yang lebih tinggi.

Oleh karena itu, hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H3: Kebijakan Dividen Memperkuat Pengaruh Positif Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan.

Kebijakan Dividen Memperkuat Pengaruh Positif Arus Kas Bebas terhadap Nilai Perusahaan

Cost of agency adalah biaya yang disebabkan oleh perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen (Ross et al., 2008). Ini menunjukkan bahwa manajer bertindak sesuai dengan kepentingan mereka sendiri daripada kepentingan pemegang saham. Ini bertentangan dengan gagasan Miller dan Modigliani (1961) yang berasumsi bahwa manajer adalah agen yang ideal bagi pemegang saham dan tidak ada konflik kepentingan di antara mereka.

Menurut teori agensi, dividen dapat digunakan untuk mengurangi biaya agensi. Meningkatkan pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi biaya agen. Hal ini karena arus kas yang terkait dengan kebijakan manajemen akan menurun dan perusahaan akan perlu mencari pendanaan eksternal. Dengan demikian, pembayaran dividen dapat digunakan sebagai cara untuk memaksimalkan kinerja manajemen.

Kebijakan dividen yang semakin tinggi, akan meningkatkan imbal hasil yang dimiliki oleh pemegang saham. Ketika perusahaan memiliki arus kas bebas yang tinggi, dan kemudian rasio pembagian dividen juga ditingkatkan, pemegang saham akan mendapatkan imbal hasil atas keputusan tersebut disamping pertumbuhan perusahaan. Semakin tinggi rasio pembayaran dividen, akan mengindikasikan bahwa perusahaan mampu untuk menghasilkan laba di masa depan, sehingga menarik minat investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut. Dengan demikian, semakin besar rasio pembagian dividen ketika terdapat arus kas bebas yang besar, akan mendorong nilai perusahaan menjadi lebih baik karena adanya minat investasi dari pemegang saham yang ada dan calon-calon pemegang saham.

Berkaitan dengan kebijakan dividen, Candra *et al* (2021) berpendapat bahwa perusahaan dengan arus kas bebas yang lebih besar akan dapat memberikan dividen yang lebih tinggi, sehingga akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dalam teori agensi, arus kas bebas yang tinggi juga akan mendorong pemilik untuk meminimalkan *agency cost* dengan cara meningkatkan pembayaran dividen, sehingga kinerja perusahaan juga diawasi oleh pihak bank sebagai pihak eksternal. Adanya pengawasan dari pihak eksternal, akan mendorong perusahaan untuk berusaha meningkatkan kinerjanya sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Oleh karena itu, hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H4: Kebijakan Dividen dapat Memperkuat Pengaruh Positif Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Perusahaan.

METODE PENELITIAN

Variabel Dependen

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah variabel dependen penelitian ini. Nilai yang telah dicapai oleh suatu perusahaan adalah representasi dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan selama

bertahun-tahun, yaitu sejak perusahaan didirikan hingga saat ini. Pada penelitian ini, nilai perusahaan akan diukur melalui harga pasar dengan menggunakan rasio *Price to Book Value* (PBV).

PBV = Harga Saham Per Lembar Saham pada Tanggal Publikasi Laporan Keuangan / Nilai Buku Per Lembar Saham

Variabel Independen

Kepemilikan Manajerial

Dalam penelitian ini, kepemilikan manajemen diukur sebagai persentase jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen puncak yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan.

Kepemilikan manajerial = Jumlah saham yang dimiliki pihak manajerial / Jumlah saham beredar x 100%

Arus Kas Bebas

Arus kas Bebas adalah kelebihan arus kas yang dari aktivitas operasional perusahaan yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk membagikan dividen atau diinvestasikan kembali. Dalam penelitian ini, arus kas bebas diukur dengan mengacu pada penelitian Candra *et al* (2021).

Arus Kas Bebas = (CFO – Pengeluaran Belanja Modal – Perubahan Modal Kerja) / Jumlah Aset

Variabel Moderasi

Kebijakan Dividen

Variabel moderasi adalah variabel yang mempengaruhi (memperkuat dan memperlemah) hubungan antara variabel independen dengan dependen. Variabel disebut juga sebagai variabel independen kedua (Sugiyono, 2018). Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen.

Kebijakan dividen adalah kebijakan perusahaan dalam memutuskan besarnya jumlah laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Kebijakan dividen dapat diprosikan dengan *dividend payout ratio*. Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diukur dengan mengacu pada penelitian Candra *et al* (2021).

Kebijakan Dividen = Dividen perlembar saham / Laba perlembar saham

Variabel Kontrol

Ukuran Perusahaan

Salah satu cara untuk mengukur seberapa besar atau kecilnya suatu perusahaan adalah dengan menggunakan ukuran perusahaan. Perusahaan yang tumbuh lebih cepat dan mendapat lebih banyak perhatian dari investor dan pasar memiliki kemungkinan untuk memperoleh keunggulan kompetitif dalam skala ekonomi, yang akan berdampak signifikan pada nilai perusahaan. Ln Aset akan digunakan untuk mengukur ukuran perusahaan dalam penelitian ini.

Profitabilitas

Tingkat pengembalian atas aset (*Return on Assets*) menentukan profitabilitas penelitian ini. Salah satu rasio profitabilitas yang disebut ROA menunjukkan seberapa efektif suatu bisnis beroperasi untuk menghasilkan laba bersih. Ang (1997) menyebutkan bahwa rasio ROA digunakan untuk mengukur seberapa efektif suatu bisnis memanfaatkan aset yang dimilikinya untuk menghasilkan laba bersih. Rumus untuk menghitung pengembalian atas aset (ROA) adalah sebagai berikut (Ang, 1997) :

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total Asset}}$$

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Nama Variabel	Pengukuran Variabel	Sumber
PBV	Nilai Perusahaan	Ratio	www.idx.co.id
MO	Kepemilikan Manajerial	Ratio	www.idx.co.id

FCF	Arus Kas Bebas	Ratio	www.idx.co.id
DIV	Dividen Payout	Ratio	www.idx.co.id
SIZE	Ukuran Perusahaan	Ratio	www.idx.co.id
ROA	Profitabilitas	Ratio	www.idx.co.id

Data arsip sekunder dari laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan digunakan dalam penelitian ini. Penelitian ini menggunakan strategi arsip, yang berarti data dikumpulkan dari catatan atau basis data yang sudah ada. Metode analisa data dalam penelitian ini menggunakan regresi data panel. Uji Regresi data panel, dilakukan dengan melakukan pengujian jenis model yang paling sesuai, uji asumsi klasik, uji normalitas, dan uji hipotesis penelitian.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Pemilihan Model

Uji Chow (Likelihood)

Uji Chow disebut juga sebagai Uji *Likelihood* adalah suatu metode uji yang digunakan untuk memilih model diantara *Fixed Effect* dan *Common Effect*, jika hasil nilai *p-value cross section chi square* > 0.05 maka model yang dipilih adalah *common effects* sedangkan jika nilai *p-value cross section chi square* < 0.05 maka jenis data panel adalah *fixed effects*.

Tabel 2 Uji Chow – sebelum moderasi

Sumber : Hasil output Regresi Data Panel Eviews

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	22.399890	(54,106)	0.0000
Cross-section Chi-square	415.569741	54	0.0000

Uji Chow – dengan moderasi

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	19.514650	(54,104)	0.0000
Cross-section Chi-square	397.629930	54	0.0000

Berdasarkan tabel 2 pada hasil uji chow, *common effect model* vs *fixed effect model* diatas, diperoleh nilai probabilitas (P-value) cross section chi-square sebesar $0.0000 \leq 0.05$ maka model *Fixed Effect Model* (FEM) merupakan model yang lebih tepat untuk digunakan.

Uji Hausman

Uji Hausman atau yang sering disebut dengan istilah *Hausman Test* adalah uji yang digunakan untuk menentukan metode yang terbaik antara *fixed effect* atau *random effect*. Jika nilai p-value kurang dari 0,05 maka metode terbaik yang harus digunakan adalah *fixed effect*, sedangkan jika nilai p-value lebih dari 0,05 maka model yang terbaik adalah *random effect*.

Tabel 3 Uji Hausman – sebelum moderasi
Sumber: Hasil output Regresi Data Panel Eviews 10

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	43.099172	4	0.0000

Uji Hausman – dengan moderasi

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	44.372204	6	0.0000

Berdasarkan tabel 3 pada hasil uji Hausman, *random effect model vs fixed effect model* diatas, diperoleh nilai probabilitas *chi-square* sebesar $0.0000 \leq 0.05$ maka model *Fixed Effect Model* (FEM) merupakan model yang lebih tepat untuk digunakan.

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinearitas

Tabel 4. Uji Multikolinearitas - Korelasi Variabel

Sumber : Hasil output Regresi Data Panel Eviews

	X1_MO	X2_FCF	C1_SIZE	C2_PROF	MOD_X1M	MOD_X2M
X1_MO	1.000000	0.018523	-0.122207	-0.020934	0.909682	-0.004709
X2_FCF	0.018523	1.000000	-0.096815	0.285929	0.004429	0.819095
C1_SIZE	-0.122207	-0.096815	1.000000	-0.258832	-0.099233	-0.065374
C2_PROF	-0.020934	0.285929	-0.258832	1.000000	-0.014741	0.441731
MOD_X1M	0.909682	0.004429	-0.099233	-0.014741	1.000000	0.019109
MOD_X2M	-0.004709	0.819095	-0.065374	0.441731	0.019109	1.000000

Hasil uji korelasi antar variabel bebas diatas, ada korelasi kuat antar variable bebas yg nilai koefisien korelasinya $> 0,8$ atau $< -0,8$ maka model terdapat masalah multikolinearitas. Namun jika terjadi permasalahan multikolinearitas di dalam penelitian ini dapat diabaikan dikarenakan permasalahan multikolinearitas tersebut muncul akibat dari efek variabel moderasi, permasalahan multikolinearitas di atas tidak dapat ditanggulangi dikarenakan jika ditanggulangi maka akan menghapus variabel moderasi tersebut, sehingga permasalahan multikolinearitas pada variabel moderasi di atas menjadi keterbatasan bagi penelitian ini (Gujarati, 2010).

Uji Heteroskedastisitas

Tabel 5 Uji Glejser – Heteroskedastisitas – sebelum moderasi
Sumber : Hasil output Regresi Data Panel Eviews

Dependent Variable: RESABS
Method: Panel Least Squares
Date: 07/03/23 Time: 19:09
Sample: 2019 2021
Periods included: 3
Cross-sections included: 55
Total panel (balanced) observations: 165

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.483136	2.172599	0.682655	0.4958
X1_MO	-1.030929	2.395066	-0.430439	0.6675
X2_FCF	0.619260	0.440978	1.404287	0.1622
C1_SIZE	-0.042864	0.068304	-0.627548	0.5312
C2_PROF	5.227327	1.068845	4.890631	0.0000
R-squared	0.187545	Mean dependent var		0.550440
Adjusted R-squared	0.167233	S.D. dependent var		1.340585
S.E. of regression	1.223365	Akaike info criterion		3.270921
Sum squared resid	239.4593	Schwarz criterion		3.365041
Log likelihood	-264.8510	Hannan-Quinn criter.		3.309128
F-statistic	9.233487	Durbin-Watson stat		2.200501
Prob(F-statistic)	0.000001			

Uji Glejser – Heteroskedastisitas – dengan moderasi

Dependent Variable: RESABS
Method: Panel Least Squares
Date: 06/22/23 Time: 20:51
Sample: 2019 2021
Periods included: 3
Cross-sections included: 55
Total panel (balanced) observations: 165

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.530758	2.112908	1.197760	0.2328
X1_MO	2.135228	5.580275	0.382639	0.7025
X2_FCF	-1.622865	0.729114	-2.225804	0.0274
C1_SIZE	-0.073892	0.066358	-1.110515	0.2685
C2_PROF	3.555326	1.121289	3.170748	0.0018
MOD_X1M	-6.409367	10.55696	-0.607122	0.5446
MOD_X2M	5.453689	1.441417	3.783560	0.0002
R-squared	0.255064	Mean dependent var		0.550440
Adjusted R-squared	0.226775	S.D. dependent var		1.340585
S.E. of regression	1.178819	Akaike info criterion		3.208402
Sum squared resid	219.5592	Schwarz criterion		3.340169
Log likelihood	-257.6931	Hannan-Quinn criter.		3.261891
F-statistic	9.016438	Durbin-Watson stat		2.135529
Prob(F-statistic)	0.000000			

Beberapa variabel p value t parsial (PROB) > 0,05 atau terima H0, dan p value uji f: 0.00000 < 0,05 atau terima H1 maka model terdapat masalah heteroskedastisitas sehingga model tidak memenuhi syarat atau asumsi non homokedastisitas. Dengan adanya pelanggaran Heteroskedastisitas maka dalam pengujian hipotesisnya perlu menggunakan *Fixed Effect* dengan Perhitungan *General Least Square (Cross Section Weight* dengan Koefisien Estimasi *Cross Section Weight* (PSCE). *Cross Section Weight* (PSCE) membuat model menjadi kebal atau *robust* terhadap pelanggaran asumsi heteroskedastisitas dan autokorelasi. Perhitungan *General Least Square (Cross Section Weight* dengan Koefisien Estimasi *Cross Section Weight* (PSCE). *Cross Section Weight* (PSCE) membuat model menjadi kebal atau *robust* terhadap pelanggaran asumsi heteroskedastisitas dan autokorelasi.

Uji Autokorelasi

Tabel 6 Uji Korelasi *Breusch Godfrey LM Test* – Tanpa Moderasi
Sumber : Hasil output Regresi Data Panel Eviews

Dependent Variable: RESID01
Method: Panel Least Squares
Date: 07/03/23 Time: 19:11
Sample (adjusted): 2021 2021
Periods included: 1
Cross-sections included: 55
Total panel (balanced) observations: 55

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.39E-14	4.75E-15	7.136681	0.0000
RESID01(-2)	-1.000000	1.67E-16	-6.00E+15	0.0000
RESID01(-1)	-1.000000	3.04E-16	-3.29E+15	0.0000
X1_MO	-4.08E-15	5.71E-15	-0.714010	0.4787
X2_FCF	3.11E-16	8.02E-16	0.388021	0.6997
C1_SIZE	-1.06E-15	1.48E-16	-7.156790	0.0000
C2_PROF	-6.35E-15	4.11E-15	-1.545496	0.1288
R-squared	1.000000	Mean dependent var	-0.373789	
Adjusted R-squared	1.000000	S.D. dependent var	1.794555	
S.E. of regression	1.54E-15	Akaike info criterion	-65.26247	
Sum squared resid	1.13E-28	Schwarz criterion	-65.00699	
Log likelihood	1801.718	Hannan-Quinn criter.	-65.16367	
F-statistic	1.23E+31	Durbin-Watson stat	0.000000	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Uji Korelasi *Breusch Godfrey LM Test* – Dengan Moderasi

Dependent Variable: RESID01
Method: Panel Least Squares
Date: 06/22/23 Time: 20:51
Sample (adjusted): 2021 2021
Periods included: 1
Cross-sections included: 55
Total panel (balanced) observations: 55

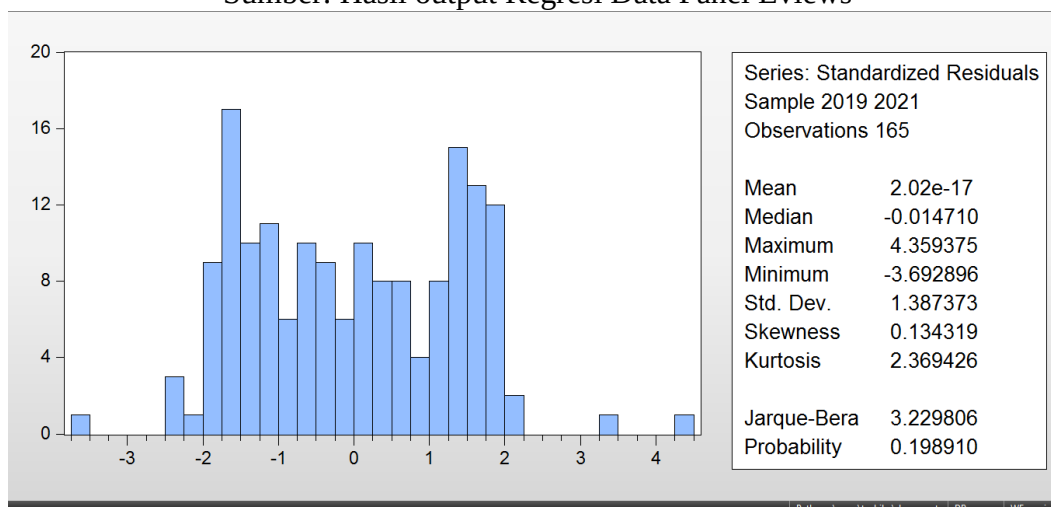
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.67E-14	5.23E-15	7.023295	0.0000
RESID01(-2)	-1.000000	2.09E-16	-4.78E+15	0.0000
RESID01(-1)	-1.000000	3.33E-16	-3.00E+15	0.0000
X1_MO	2.04E-14	1.38E-14	1.475230	0.1470
X2_FCF	2.37E-16	2.44E-15	0.097046	0.9231
C1_SIZE	-1.14E-15	1.63E-16	-7.025614	0.0000
C2_PROF	-7.02E-15	4.55E-15	-1.543115	0.1297
MOD_X1M	-5.13E-14	2.61E-14	-1.966394	0.0553
MOD_X2M	0.000000	6.26E-15	0.000000	1.0000
R-squared	1.000000	Mean dependent var	-0.373789	
Adjusted R-squared	1.000000	S.D. dependent var	1.794555	
S.E. of regression	1.63E-15	Akaike info criterion	-65.11146	
Sum squared resid	1.23E-28	Schwarz criterion	-64.78299	
Log likelihood	1799.565	Hannan-Quinn criter.	-64.98444	
F-statistic	8.16E+30	Durbin-Watson stat	0.000000	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Nilai *p value* t parsial (PROB) sebagian besar $> 0,05$ atau terima H_0 namun *p value* uji f: $0.0000 < 0,05$ atau terima H_1 maka terdapat serial korelasi, sehingga terjadi autokorelasi yang berarti model tidak memenuhi syarat atau asumsi non Autokorelasi. Dengan demikian, terdapat permasalahan autokorelasi.

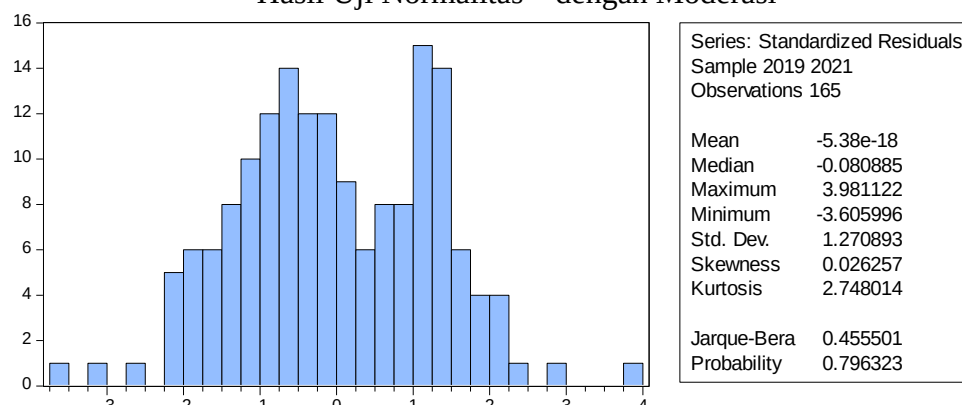
Dengan adanya pelanggaran Heteroskedastisitas dan Autokorelasi, maka dalam pengujian hipotesisnya perlu menggunakan *Fixed Effect* dengan Perhitungan *General Least Square* (*Cross Section Weight* dengan Koefisien Estimasi *Cross Section Weight* (PSCE). *Cross Section Weight* (PSCE) membuat model menjadi kebal atau *robust* terhadap pelanggaran asumsi heteroskedastisitas dan autokorelasi.

Uji Normalitas

Tabel 7 Hasil Uji Normalitas – tanpa Moderasi
Sumber: Hasil output Regresi Data Panel Eviews



Hasil Uji Normalitas – dengan Moderasi



Berdasarkan tabel 7 diatas, hasil uji normalitas sebelum memasukkan variabel moderasi, dengan nilai perusahaan sebagai variabel dependen, memperoleh nilai signifikansi sebesar $0,1989 < 0,05$ yang menunjukkan bahwa nilai residual telah terdistribusi secara normal. Lebih lanjut, hasil uji normalitas setelah memasukkan variabel moderasi, dengan nilai perusahaan sebagai variabel dependen, memperoleh nilai signifikansi sebesar $0,7963 < 0,05$ yang menunjukkan bahwa nilai residual telah terdistribusi secara normal.

Pengujian Hipotesis

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *goodness of fit*nya. Secara statistik, setidaknya ini dapat diukur dari nilai statistik t, nilai statistik F, dan nilai koefisien determinasi (Ghozali, 2018).

Tabel 8 Pengujian Hipotesis dengan *Fixed Effect Model* – Tanpa Moderasi

Sumber : Hasil output Regresi Data Panel Eviews 10

Dependent Variable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
Date: 07/03/23 Time: 18:57
Sample: 2019 2021
Periods included: 3
Cross-sections included: 55
Total panel (balanced) observations: 165
Linear estimation after one-step weighting matrix
Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	39.84862	6.515785	6.115706	0.0000
X1_MO	24.30955	9.678032	2.511828	0.0135
X2_FCF	-0.015962	0.087513	-0.182390	0.8556
C1_SIZE	-1.203695	0.207254	-5.807827	0.0000
C2_PROF	9.372147	1.544387	6.068522	0.0000
<i>Effects Specification</i>				
<i>Cross-section fixed (dummy variables)</i>				
<i>Weighted Statistics</i>				
R-squared	0.982189	Mean dependent var		11.77671
Adjusted R-squared	0.972444	S.D. dependent var		15.13244
S.E. of regression	1.725688	Sum squared resid		315.6678
F-statistic	100.7840	Durbin-Watson stat		3.122733
Prob(F-statistic)	0.000000			
<i>Unweighted Statistics</i>				
R-squared	0.956054	Mean dependent var		3.048509
Sum squared resid	348.1971	Durbin-Watson stat		1.840060
Pengujian Hipotesis dengan <i>Fixed Effect Model</i> – Dengan Moderasi				
Dependent Variable: Y				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 06/22/23 Time: 20:52				
Sample: 2019-2021				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 55				
Total panel (balanced) observations: 165				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	40.11497	7.017561	5.716369	0.0000
X1_MO	31.87477	9.351560	3.408498	0.0009
X2_FCF	0.290262	0.244997	1.184758	0.2388
C1_SIZE	-1.206629	0.223246	-5.404923	0.0000
C2_PROF	6.283434	1.114003	5.640410	0.0000
MOD_X1M	-4.374187	5.023992	-0.870660	0.3859
MOD_X2M	-0.786859	0.583256	-1.349080	0.1802
<i>Effects Specification</i>				
<i>Cross-section fixed (dummy variables)</i>				
<i>Weighted Statistics</i>				
R-squared	0.962561	Mean dependent var		10.85777
Adjusted R-squared	0.940962	S.D. dependent var		11.61042
S.E. of regression	1.595932	Sum squared resid		264.8877
F-statistic	44.56420	Durbin-Watson stat		2.899586
Prob(F-statistic)	0.000000			
<i>Unweighted Statistics</i>				
R-squared	0.954901	Mean dependent var		3.048509
Sum squared resid	357.3363	Durbin-Watson stat		1.871030

Uji t bertujuan untuk mengetahui pengaruh setiap variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan. Kriteria penerimaan dan penolakan pengujian ini adalah sebagai berikut:

Apabila signifikansi $\leq \alpha = 0.05$, maka H_a diterima, menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan arus kas bebas berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Jika nilai $\beta > 0$, maka berada pada arah positif, dan jika nilai $\beta < 0$, maka berada pada arah negatif. Dengan demikian, maka temuan hasil penelitian ini adalah:

a. Kepemilikan manajerial memiliki signifikansi $< \alpha = 0.05$. Dengan demikian kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan diterima.

- b. Arus kas bebas memiliki signifikansi $> \alpha = 0.05$. Dengan demikian arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ditolak.
- c. Interaksi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen memiliki signifikansi $> \alpha = 0.05$. Dengan demikian kebijakan dividen tidak memperkuat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat memperkuat pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan ditolak.
- d. Interaksi antara arus kas bebas dengan kebijakan dividen memiliki signifikansi $> \alpha = 0.05$. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat memperkuat pengaruh positif arus kas bebas terhadap nilai perusahaan ditolak.
- e. Variabel Kontrol Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas memiliki signifikansi $< \alpha = 0.05$. Dengan demikian ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Uji F

Uji F adalah suatu metode pengujian yang biasanya disebut juga uji simultan. Berdasarkan hasil pada tabel 4.8 hasil regresi data panel *fixed effect model* diperoleh prob F-statistik $< 0,05$, maka H_a diterima yang berarti bahwa variabel independen yaitu kepemilikan manajerial dan arus kas bebas, variabel kontrol ukuran perusahaan dan profitabilitas dan moderasi dividen terhadap kepemilikan manajerial dan arus kas bebas secara bersama-sama berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Menurut Ghazali (2018), koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu.

Berdasarkan hasil pada tabel 8 diperoleh nilai koefisien determinasi *Adjusted R-squared* 0.9409 atau 94.09% sedangkan sisanya 5,91% (100% - 94,09%) dijelaskan oleh faktor-faktor lainnya yang tidak diikutsertakan dalam model penelitian ini, yang diduga merupakan variabel besarnya *cash holding*, likuiditas, atau tata kelola perusahaan.

PEMBAHASAN

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Manajer dan pemegang saham memiliki kepentingan yang berbeda, yang dikenal dengan konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Konflik keagenan akan mempengaruhi kedua belah pihak untuk memaksimalkan kesejahteraannya masing-masing. Kekhawatiran pemegang saham berkaitan dengan kendali atas sumber daya perusahaan yang dipegang oleh manajer, sehingga ada kemungkinan manajer akan mengambil keputusan yang merugikan pemegang saham atau melakukan tindakan-tindakan yang memanfaatkan sumber daya perusahaan untuk kesejahteraannya sendiri.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), kepemilikan manajerial yang besar dapat mengurangi biaya agensi dan meningkatkan nilai perusahaan dengan menyelaraskan manfaat manajer dengan pemegang saham. Adanya kepemilikan manajerial berhubungan positif dengan nilai perusahaan karena mendukung dalam menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham dengan membuat keputusan yang sesuai dengan maksimalisasi kekayaan pemegang saham, karena manajemen yang juga merupakan pemegang saham akan terdampak oleh keputusan yang diambilnya. Jika manajemen mengambil keputusan yang baik, maka nilai perusahaan akan baik, dan manajemen turut mendapat manfaat dari kenaikan nilai perusahaan, dan juga sebaliknya jika nilai perusahaan mengalami penurunan, manajemen juga akan turut menanggung kerugian atas

keputusan yang dibuatnya. Oleh karena itu, dengan adanya kepemilikan manajerial akan dapat mendorong manajemen dalam memaksimalkan nilai perusahaan.

Fatma dan Choujabi (2021) menunjukkan efek positif kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pada institusi keuangan Eropa. Adanya kepemilikan manajerial akan menyebabkan manajer yang juga sekaligus sebagai pemegang saham memiliki insentif untuk memantau perusahaan dengan hati-hati untuk memastikan pengembalian yang lebih tinggi atas kepemilikan mereka. Oleh karena itu, mereka akan membuat keputusan yang sesuai dengan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham lainnya, dan memberikan nilai yang tinggi bagi perusahaan.

Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap Nilai Perusahaan

Pengujian model regresi yang dilakukan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian besarnya arus kas bebas yang dimiliki perusahaan tidak direspon oleh pasar sehingga tidak berdampak langsung pada nilai perusahaan.

Hal ini tidak sesuai dengan teori sinyal yang menyatakan bahwa manajer menyampaikan informasi mengenai arus kas bebas untuk memberi sinyal kepada investor mengenai perusahaan dimasa depan. Dengan demikian, arus kas bebas yang tinggi tidak diinterpretasikan pemegang saham sebagai sinyal positif bahwa perusahaan mempunyai kinerja yang baik, sehingga tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Menurut Dewi dan Indrawati (2018), Aliran kas bebas di Indonesia lebih banyak dipakai untuk membiayai pengeluaran modal, padahal seharusnya dana tersebut dibagikan sebagai dividen. Hal ini menyebabkan arus kas bebas yang tinggi dapat menyebabkan konflik antara manajer selaku agen dengan pemegang saham sebagai principal.

Suwaldiman dan Diwasasri (2018) juga menemukan bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat terjadi karena pelaku pasar menggunakan informasi yang sudah tersedia dalam laporan keuangan tanpa menganalisa lebih lanjut mengenai besarnya arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan untuk mengambil keputusan dalam investasinya. Ada kemungkinan angka arus kas bebas menghasilkan angka negatif, sehingga cukup sulit untuk melihat adanya keterkaitan langsung antara arus kas bebas dengan nilai perusahaan.

Arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dapat disebabkan karena pelaku pasar cenderung menggunakan informasi yang lebih mudah didapat untuk menilai harga yang seharusnya untuk perusahaan seperti profitabilitas perusahaan dan faktor-faktor lainnya yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan seperti besarnya cash holding, likuiditas atau tata kelola perusahaan yang baik.

Pengaruh Kebijakan Dividen dalam Memperkuat / Memperlemah Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Pengujian model regresi yang dilakukan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian besarnya penentuan dividen yang dibagikan kepada pemegang saham tidak memberikan dorongan kepada manajer untuk berupaya dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Hal ini tidak sesuai dengan *agency theory* yang menyatakan dividen dapat digunakan untuk meminimalisir *agency cost* sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pembayaran dividen yang lebih besar tidak mendorong pihak manajemen yang memiliki kepemilikan untuk menambah kepemilikan manajerial dan meningkatkan nilai perusahaan secara optimal.

Menurut Dhani et al (2019), pembayaran dividen yang tinggi belum mampu memberikan pengaruh bagi kepemilikan manajerial dalam meningkatkan nilai perusahaan. Hal tersebut dapat disebabkan karena tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajerial pada perusahaan yang masih sangat rendah.

Dengan demikian, meskipun dividen ditetapkan dengan rasio yang tinggi, tidak akan mendorong manajer yang memiliki kepemilikan saham dalam mengambil keputusan yang dapat

meningkatkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen yang rendah juga tidak akan menyebabkan manajer yang memiliki kepemilikan saham dalam mengambil keputusan yang tidak menguntungkan bagi perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen dalam Memperkuat / Memperlemah Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap Nilai Perusahaan

Pengujian model regresi yang dilakukan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak memoderasi pengaruh arus kas bebas terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian besarnya penentuan dividen yang dibagikan kepada pemegang saham tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan ketika arus kas bebas sedang tinggi ataupun rendah.

Hal ini tidak sesuai dengan *agency theory* yang menyatakan dividen dapat digunakan untuk meminimalisir *agency cost* sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pembayaran dividen yang lebih besar tidak menyebabkan perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi menjadi lebih diminati investor, sehingga tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Oktaryani dan Mannan (2018), juga menemukan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memoderasi pengaruh arus kas bebas terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh teori dividen *irrelevance* yang menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak ditentukan oleh dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, melainkan ditentukan oleh laba yang mampu dihasilkan oleh perusahaan.

Dengan demikian, tinggi rendahnya rasio pembagian dividen ketika arus kas bebas tinggi atau rendah, tidak akan menyebabkan investor menilai perusahaan lebih tinggi ataupun rendah.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Lebih lanjut, arus kas bebas tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Selain itu, kebijakan dividen tidak memperkuat atau memperlemah pengaruh kepemilikan manajerial dan arus kas bebas terhadap nilai perusahaan. Saran untuk penelitian berikutnya adalah menambah periode waktu penelitian agar dapat mencerminkan kondisi yang lebih baik. Saran kedua adalah mencari variabel lain yang berpotensi memberikan pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan, seperti besarnya *cash holding*, likuiditas, atau tata kelola perusahaan agar dapat semakin menggambarkan faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

REFERENSI

- Ang, Robbert. (1997). Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia. Mediasoft Indonesia.
- Candra, P. I. A. D., Putra, A. I. B., Dwirandra, A. A. N. B., & Ketut, B. *The Impact of Free Cash Flow And Leverage On Firm Value With Dividend Payout As Mediator Variable*.
- Dewi, D., Tanjung, A., & Indrawati, N. (2018). Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Ukuran Perusahaan Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Moderating (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016). *Jurnal Ekonomi*, 26(2), 101-121. doi:<http://dx.doi.org/10.31258/je.26.2.p.101-121>
- Dhani, T. Rahma., Bambang Sunarko, dan Ekaningtyas Widiastuti (2019). Analisis Pengaruh Struktur Modal Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Pada Perusahaan Non – Keuangan Indeks Lq45). *Sustainable Competitive Advantage-9 (Sca-9) Feb Unsoed*.
- Fatma, Hanen & Chouaibi, Jamel. (2021). *Corporate governance and firm value: a study on European financial institutions. International Journal of Productivity and Performance Management*. ahead-of-print. 10.1108/IJPPM-05-2021-0306.

- G. . S. Oktaryani and S. S. A. Mannan, “*The Moderating Effect of Dividend Policy on Free Cash Flow and Profitability Towards Firm Value*,” *Jmm Unram - Master Manag. J.*, vol. 7, no. 3, p. 1, 2018, doi: 10.29303/jmm.v7i3.311.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25* (Edisi 9). Semarang, Indonesia: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. Dan Dr Dwi Ratmono (2018). *Analisis Multivariate dan Ekonometrika Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 10* (Edisi 2). Semarang, Indonesia: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gordon, M. J. (1962). *The Savings, Investment, and Valuation of a Corporation. Review of Economics and Statistics*, 44, 37-51.
- Gujarati, Damodar N dan Dawn C. Porter. 2015. *Dasar-Dasar Ekonometrika Edisi 5 Buku 2*. Jakarta: Salemba Empat.
- Ismi Fathia Rachmi^{1*} and Mohamad Heykal²: *The Effect of Liquidity, Leverage, Profitability, Dividend Payout Ratio, and Price Earning Ratio on Firm Value-- Palarch's Journal Of Archaeology Of Egypt/Egyptology* 17(7). ISSN 1567-214x
- Jensen, M.C dan W.H. Meckling (1976). *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305 – 360.
- Jensen, M.C. (1986). *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323 – 329.
- Marimuthu, M. (2017). *Ownership structure and firm value: An insider ownership effect. Global Business and Management Research*, 9(1), 658-665.
- Masum, Abdullah, *Dividend Policy and Its Impact on Stock Price – A Study on Commercial Banks Listed in Dhaka Stock Exchange (February 2, 2014). Global Disclosure of Economics and Business*, Volume 3, No 1 (2014)
- Miller, Merton H., and Franco Modigliani. 1961. “*Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*.” *Journal of Business* 34:4, 411–433.
- Moundigbaye, Mantobaye; Rea, William S.; Reed, W. Robert (2017): *Which panel data estimator should I use? A corrigendum and extension, Economics Discussion Papers*, No. 2017-58, Kiel Institute for the World Economy (IfW), Kiel
- Moudud-Ul-Huq, Syed & Biswas, Tanmay & Dola, Shukla. (2020). *Effect of managerial ownership on bank value: insights of an emerging economy. Asian Journal of Accounting Research*. ahead-of-print. 10.1108/AJAR-03-2020-0016.
- N. K. Indrayani, I. D. M. Endiana, and I. G. A. A. Pramesti, “*Effect of Firm Size, Profitability, Dividend Policy, Environmental Accounting, Leverage and Liquidity on Firm Value [Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Akuntansi Lingkungan, Leverage dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan]*,” *J. Kharisma*, vol. 3, no. 1, pp. 52–62, 2021.
- Oktaryani, Sri., Mannan, Siti Sofiyah Abdul (2018). *The moderating effect of dividend policy on free cash flow and profitability Towards firm value. JMM UNRAM*, 7(3), 1-12
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jordan, B. D., Lim, J., & Tan, R. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance* (Asia Global ed.). Singapore: McGraw-Hill Education (Asia).
- Sari, R. M., & Patrisia, D. (2019). *The Effect of Institutional Ownership, Capital Structure, Dividend Policy, and Company's Growth on Firm Value (Study of Property Real Estate and Building Construction Companies). In Third Padang International Conference On Economics Education, Economics, Business and Management, Accounting and Entrepreneurship (PICEEBA 2019)* (pp. 192-200). Atlantis Press.
- Sugiyono. 2018. *Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Suwaldiman & Pramita Diwasasri. (2018). *PENGARUH FREE CASH FLOW, OPERATING*

- CASH FLOW, DAN DIVIDEND PAYOUT RATIO TERHADAP NILAI PERUSAHAAN. *ULTIMA Accounting* | ISSN 2085-4595 52 | Vol. 10, No. 1 | Juni 2018
- Ul-Huq, Syed Moudud and Tanmay Biswas (2020). *Effect of managerial ownership on bank value: insights of an emerging economy*. *Asian Journal of Accounting Research* Vol. 5 No. 2, 2020 pp. 241-256
- Yusna, Y., & Sulistiono, S. (2020). *The Effect of FCF and Firm Size to Firm Value and IOS as Mediation Variable*. In *1st Annual Management, Business and Economic Conference* (AMBEC 2019) (pp. 178-183). Atlantis Press.
- <https://www.oecd.org/economic-outlook/june-2023/>