

## Peran Moderasi Kebijakan Dividen dalam Menjelaskan Keterkaitan Likuiditas, Struktur Modal dan Arus Kas Operasional terhadap Nilai Perusahaan

Fiqrah Maulani<sup>1</sup>, Herry Achmad Buchory<sup>2</sup>

<sup>1,2</sup>Universitas Widyatama, Bandung, Indonesia

Email: <sup>1</sup>fiqrah.maulani@widyatama.ac.id, <sup>2</sup>herry.achmad@widyatama.ac.id

### Abstract

*This study aims to comprehensively analyze the effect of liquidity, capital structure, and operating cash flow on firm value, with dividend policy acting as a moderating variable, in non-financial sector companies listed in the LQ45 index during the 2020–2024 period. Liquidity is measured using the Current Ratio (CR), capital structure is measured using the Debt to Equity Ratio (DER), operating cash flow is measured using Operating Cash Flow (OCF), and dividend policy is measured using the Dividend Payout Ratio (DPR). The research adopts a quantitative approach using panel data regression on a sample of 21 companies that consistently appeared in the LQ45 index during the observation period. The model testing process identified the Fixed Effect Model (FEM) as the best-fit model to estimate the relationship between variables. The results of the study reveal that both CR and DER have a significant positive effect on firm value, indicating that higher liquidity and optimal capital structure can enhance firm performance and market valuation. In contrast, OCF does not show a significant effect on firm value, suggesting that cash flow from operations alone may not be sufficient to influence market perceptions. Furthermore, dividend policy as a moderating variable does not strengthen or weaken the relationship between CR, DER, and OCF with firm value, implying that dividend distribution decisions are not perceived by investors as a determinant in this relationship.*

**Keywords:** Capital Structure, Dividend Policy, Firm Value, Liquidity, Operating Cash Flow.

### Abstrak

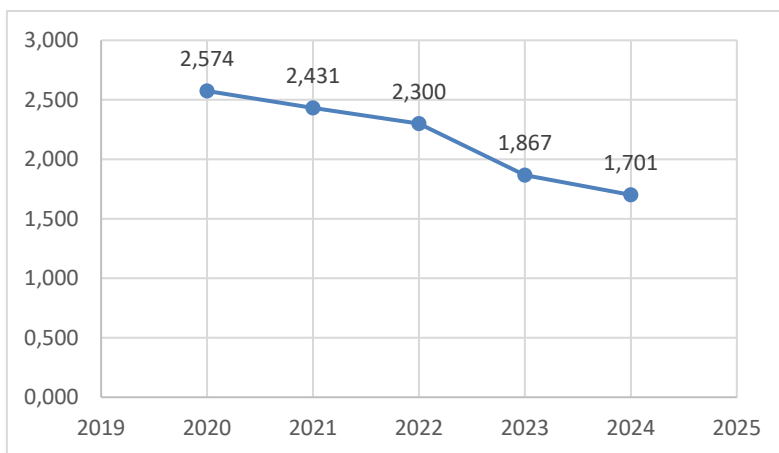
Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis secara komprehensif pengaruh likuiditas, struktur modal, dan arus kas operasi terhadap nilai perusahaan, dengan kebijakan dividen bertindak sebagai variabel moderasi, pada perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar dalam indeks LQ45 selama periode 2020–2024. Likuiditas diukur menggunakan Rasio Lancar (CR), struktur modal diukur menggunakan Rasio Utang terhadap Ekuitas (DER), arus kas operasi diukur menggunakan Arus Kas Operasional (OCF), dan kebijakan dividen diukur menggunakan Rasio Pembayaran Dividen (DPR). Penelitian ini mengadopsi pendekatan kuantitatif dengan menggunakan regresi data panel pada sampel 21 perusahaan yang secara konsisten muncul dalam indeks LQ45 selama periode pengamatan. Proses pengujian model mengidentifikasi Model Efek Tetap (FEM) sebagai model yang paling sesuai untuk memperkirakan hubungan antar variabel. Hasil penelitian mengungkapkan bahwa CR dan DER memiliki efek positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan, yang menunjukkan bahwa likuiditas yang lebih tinggi dan struktur modal yang optimal dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan valuasi pasar. Sebaliknya, OCF tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan, yang menunjukkan bahwa arus kas dari operasi saja mungkin tidak cukup untuk memengaruhi persepsi pasar. Lebih lanjut, kebijakan dividen sebagai variabel moderasi tidak memperkuat atau melemahkan hubungan antara CR, DER, dan OCF dengan nilai perusahaan, yang menyiratkan bahwa keputusan distribusi dividen tidak dianggap oleh investor sebagai penentu dalam hubungan ini.

**Kata Kunci:** Arus Kas Operasional, Kebijakan Dividen, Likuiditas, Nilai Perusahaan, Struktur Modal.

## 1. PENDAHULUAN

Perkembangan bisnis di era 4.0 memicu persaingan yang ketat antar perusahaan sehingga mendorong lahirnya inovasi dan strategi baru untuk tetap kompetitif. Investasi merupakan salah satu bentuk kegiatan penanaman modal oleh investor dengan tujuan memperoleh keuntungan lebih besar daripada modal yang ditanamkan, sedangkan bagi perusahaan, investasi menjadi sumber pendanaan untuk mengelola sumber daya demi peningkatan profitabilitas. Salah satu strategi pendanaan dilakukan dengan menjual produk investasi berupa saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) [1]. Harga saham menjadi indikator penting yang mencerminkan nilai perusahaan, karena investor memperoleh keuntungan dengan memaksimalkan kenaikan harga saham [2]. Oleh sebab itu, nilai perusahaan dianggap sebagai salah satu aspek fundamental yang menentukan keputusan investasi dan menjadi tolok ukur keberhasilan perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya yang dimilikinya [3].

Dalam topik pasar modal Indonesia, indeks LQ-45 digunakan sebagai barometer penting karena mencerminkan kinerja 45 saham terlikuid dengan kapitalisasi besar dan fundamental yang solid di BEI. Indeks ini sering dijadikan acuan utama dalam memprediksi tren pasar secara keseluruhan. Nilai perusahaan pada BEI umumnya diukur menggunakan rasio Price Book to Value (PBV). PBV menunjukkan kemampuan perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham dibandingkan dengan modal yang diinvestasikan, sehingga semakin tinggi PBV maka semakin besar pula potensi perusahaan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham [4]. Fenomena terkait nilai perusahaan untuk sektor perusahaan non keuangan yang terindeks LQ-45 selama periode 2020-2024 terlihat dalam grafik berikut.



Gambar 1. Rata-rata PBV Perusahaan Non Keuangan Periode 2020-2024 (x kali)  
Sumber: Data BEI (data diolah)

Berdasarkan grafik diatas, terlihat bahwa rata-rata PBV perusahaan non-keuangan yang terindeks LQ-45 pada periode 2020–2024 mengalami tren penurunan (Gambar 1). Penurunan paling signifikan terjadi pada tahun 2023 sebesar 0,433 sehingga rata-rata PBV menjadi 1,867. Kondisi ini merupakan sinyal negatif bagi investor karena menunjukkan turunnya kepercayaan pasar terhadap kinerja perusahaan. Jika tren tersebut berlanjut, perusahaan akan kesulitan dalam menarik modal eksternal. Oleh karena itu, menjadi penting untuk menelaah lebih jauh faktor-faktor yang dapat memengaruhi nilai perusahaan agar perusahaan dapat merumuskan strategi keuangan yang tepat untuk mengembalikan kepercayaan investor.

Dari sisi teoretis, *agency theory* dan *signaling theory* menjelaskan bahwa likuiditas yang memadai mampu mengurangi biaya keagenan serta memberikan sinyal positif bagi pasar, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Selaras dengan itu, *trade-off theory of capital structure* menekankan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilai dengan menyeimbangkan manfaat dan risiko penggunaan utang. Namun, hasil penelitian terdahulu menunjukkan temuan yang beragam. Beberapa penelitian menemukan bahwa struktur modal dan solvabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan [4,5,6]. Penelitian oleh [7] justru menunjukkan struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sejalan dengan ini penelitian oleh [8] menemukan bahwa hanya struktur modal dan profitabilitas yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan likuiditas tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian oleh Yanti [9] justru mengemukakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Luayyi [10] menemukan bahwa arus kas dan rasio utang berpengaruh terhadap nilai perusahaan sebelum masa pandemi covid-19, namun ketika pandemic hanya rasio utang saja yang mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian oleh Mukti [11] dan Muzaki [12] juga mengungkapkan bahwa arus kas operasional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan LQ-45. Sedangkan penelitian oleh Octavianus & Mala [13] dan Sugiyarti et al., [14] mengungkapkan bahwa arus kas operasional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Disisi lain kebijakan dividen juga menjadi faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan baik secara langsung maupun sebagai mediasi. Penelitian oleh Riki [7] menemukan bahwa kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, namun tidak mampu memoderasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan. Sejalan dengan ini penelitian oleh Zainullah et al., [15] menemukan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan tetapi tidak mampu memoderasi pengaruh struktur modal dan likuiditas terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Ramadlonna & Shofiyah [8] kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh struktur modal dan likuiditas terhadap nilai perusahaan. Penelitian oleh Yanti et al., [9] justru mengemukakan bahwa kebijakan dividen juga tidak mampu memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Perbedaan hasil ini menjadi *research gap* yang penting untuk diselidiki ulang. Pertama, penelitian sebelumnya sebagian besar dilakukan pada periode sebelum dan saat pandemi, sementara konteks 2020–2024 mencakup masa pandemi sekaligus fase pasca-pandemi, di mana banyak perusahaan menghadapi perubahan signifikan dalam kinerja keuangan, strategi bisnis, dan kepatuhan terhadap regulasi baru pemerintah. Kedua, belum ada penelitian yang secara konsisten menekankan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara rasio keuangan (likuiditas dan struktur modal) serta arus kas operasional terhadap nilai perusahaan. Padahal, kebijakan dividen berpotensi memberikan sinyal kuat kepada investor mengenai stabilitas dan prospek masa depan perusahaan.

Berdasarkan latar belakang dan kesenjangan penelitian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis peran kebijakan dividen dalam memoderasi hubungan antara variabel rasio keuangan (likuiditas dan struktur modal) serta arus kas operasional terhadap nilai perusahaan sektor non-keuangan yang terindeks LQ-45 periode 2020–2024. Secara lebih rinci, rumusan masalah penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah likuiditas, struktur modal, dan arus kas operasional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah kebijakan dividen mampu memoderasi hubungan antara likuiditas, struktur modal, dan arus kas operasional terhadap nilai perusahaan?

## 2. METODE PENELITIAN

### 2.1 Objek Penelitian

Objek penelitian adalah hal yang menjadi perhatian penelitian untuk memperoleh jawaban atau solusi terhadap permasalahan yang dikaji (Sugiyono, 2013). Pada penelitian ini objek yang dikaji adalah rasio-rasio keuangan dan arus kas yang diduga berpengaruh terhadap nilai perusahaan, yaitu: Current Ratio (CR), Debt to Equity Ratio (DER), Arus Kas Operasional (AKO), serta Dividend Payout Ratio (DPR) sebagai variabel moderator. Sampel penelitian mencakup seluruh perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar dalam indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode 2020–2024.

### 2.2 Pendekatan dan Jenis Penelitian

Penelitian ini bersifat kuantitatif dengan pendekatan asosiatif; tujuan utamanya adalah menguji hubungan dan pengaruh antar variabel (Sugiyono, 2013). Data yang digunakan adalah data sekunder panel (cross-section x time series) yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan dan publikasi resmi BEI periode 2020–2024.

### 2.3 Operasional Variabel

Semua variabel diukur dengan rasio seperti dijelaskan berikut:

#### a. Variabel Dependen (Y):

- 1) Nilai perusahaan (PBV) =  $\text{Harga Saham per Lembar} / \text{Nilai Buku per Lembar Saham}$ .  
Nilai Buku =  $\text{Total Ekuitas} / \text{Jumlah Saham Beredar}$ . (Brigham & Houston, 2019; Astuti et al., 2021)

b. Variabel Independen (X):

- 1) Current Ratio (CR, X1) = *Aset Lancar / Kewajiban Lancar Jangka Pendek* (Astuti et al., 2021).
- 2) Debt to Equity Ratio (DER, X2) = *Total Liabilitas / Total Ekuitas* (Rodoni & Ali, 2014).
- 3) Arus Kas Operasional (AKO, X3) = *Arus Kas dari Aktivitas Operasi / Kewajiban Lancar* (Zees & Kawatu, 2022).

c. Variabel Moderator (Z):

Kebijakan Dividen (DPR, Z) =  $(\text{Total Dividen} / \text{Laba Bersih}) \times 100\%$  (Mardani, 2023). DPR merupakan variabel time-varying sehingga dapat digunakan sebagai moderator dalam model efek tetap.

## 2.4 Sumber Data dan Teknik Sampling

Sumber data: laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan dan tersedia untuk publik (BEI, website perusahaan). Teknik sampling: purposive sampling dengan kriteria: (1) termasuk indeks LQ-45 pada periode 2020–2024; (2) laporan keuangan tahunan lengkap tersedia; (3) memenuhi kriteria lain seperti tidak delisting selama periode. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 21 perusahaan (n perusahaan = 21; observasi panel =  $21 \times 5 = 105$ ).

## 2.5 Teknik Pengumpulan Data

Data diperoleh melalui studi pustaka dan pengunduhan laporan keuangan publik (annual reports, financial statements) untuk periode 2020–2024. Data dikompilasi ke dalam panel dataset perusahaan x tahun, divalidasi dan dibersihkan sebelum analisis.

## 2.6 Teknik Analisis dan Uji Hipotesis

### a. Rencana Analisis

- 1) Statistik deskriptif dan matriks korelasi antarvariabel.
- 2) Uji multikolinearitas (VIF), heteroskedastisitas (Breusch-Pagan / White), uji autokorelasi dalam panel (Wooldridge) dan uji cross-section dependence (Pesaran CD) jika diperlukan.
- 3) Pemilihan model regresi panel (Common / Pooled OLS, Fixed Effect Model (FEM), Random Effect Model (REM)) menggunakan urutan uji: Chow test → Hausman test → Lagrange Multiplier (LM) test (Breusch-Pagan).
- 4) Estimasi model yang terpilih (jika FEM terpilih, gunakan efek tetap; jika REM terpilih, gunakan REM) dilengkapi dengan cluster-robust standard errors (cluster pada tingkat perusahaan) untuk menangani heteroskedastisitas dan korelasi serial antar observasi dalam panel. Pertimbangkan juga Driscoll-Kraay SE jika ada cross-section dependence.
- 5) Analisis Moderated Regression Analysis (MRA) memasukkan istilah interaksi untuk menguji kemampuan DPR memoderasi hubungan  $X \rightarrow PBV$ .
- 6) Interpretasi koefisien, uji signifikansi ( $\alpha = 5\%$ ), analisis simple slopes (efek marginal pada DPR rendah/mean/tinggi), dan visualisasi interaksi (plot marginal effect).

### b. Alasan pemilihan Fixed Effect Model (FEM) penjelasan dan implikasi

- 1) Alasan teknis: FEM dipilih apabila hasil Hausman test menolak  $H_0$  (yaitu perbedaan antara estimasi REM dan FEM bersifat sistematis; p-value < 0,05). Hausman test menilai apakah efek individual (firm-specific) berkorelasi dengan regresor. Jika ada korelasi, REM menghasilkan estimasi yang tidak konsisten; FEM memberikan estimasi yang konsisten.
- 2) Makna substantif: FEM mengontrol unobserved time-invariant heterogeneity antar perusahaan (mis. karakter manajemen jangka panjang, strategi perusahaan yang tidak berubah tahun ke tahun), sehingga perbedaan intercept antar perusahaan diakomodasi. Dengan kata lain, FEM menilai pengaruh perubahan variabel-variabel keuangan *dalam* perusahaan dari tahun ke tahun terhadap perubahan PBV perusahaan tersebut.
- 3) Implikasi terhadap hasil:
  - a) Koefisien yang diperoleh dari FEM mencerminkan efek *within-company* (variabilitas antartahun dalam satu perusahaan).
  - b) Variabel yang tidak berubah sepanjang waktu (time-invariant) tidak dapat diestimasi secara langsung sebagai koefisien tetap pada model FEM. Namun DPR, CR, DER, dan AKO bersifat time-varying sehingga tetap dapat dianalisis.
  - c) Untuk validitas inferensi, gunakan standard errors yang *robust/clustered* untuk mengatasi heteroskedastisitas dan korelasi serial.

c. Hipotesis dan Uji Hipotesis

Adapun hipotesis pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) H<sub>1</sub>: *Current Ratio* (CR) berpengaruh dan signifikan terhadap *Price to Book Values* (PBV) pada perusahaan non keuangan terindeks LQ-45 yang terdaftar di BEI periode 2020-2024.
- 2) H<sub>2</sub>: *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh dan signifikan terhadap *Price to Book Values* (PBV) pada perusahaan non keuangan terindeks LQ-45 yang terdaftar BEI periode 2020-2024.
- 3) H<sub>3</sub>: Arus kas operasional berpengaruh dan signifikan terhadap *Price to Book Values* (PBV) pada perusahaan non keuangan terindeks LQ-45 yang terdaftar BEI periode 2020-2024.
- 4) H<sub>4</sub>: *Current Ratio* (CR), *Debt to Equity Ratio* (DER), dan Arus kas operasional berpengaruh dan signifikan secara simultan terhadap *Price to Book Values* (PBV) pada perusahaan non keuangan terindeks LQ-45 yang terdaftar BEI periode 2020-2024.
- 5) H<sub>5</sub>: Kebijakan dividen memoderasi pengaruh *current ratio* (CR) terhadap *Price to Book Values* (PBV) pada perusahaan non keuangan terindeks LQ-45 yang terdaftar BEI periode 2020-2024.
- 6) H<sub>6</sub>: Kebijakan dividen memoderasi pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *Price to Book Values* (PBV) pada perusahaan non keuangan terindeks LQ-45 yang terdaftar BEI periode 2020-2024.
- 7) H<sub>7</sub>: Kebijakan dividen memoderasi pengaruh arus kas operasional terhadap *Price to Book Values* (PBV) pada perusahaan non keuangan terindeks LQ-45 yang terdaftar BEI periode 2020-2024.

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan melalui spesifikasi model regresi yang terdiri dari tiga bentuk, yaitu model dasar tanpa moderator, model dengan variabel kontrol Dividend Payout Ratio (DPR), dan model moderasi menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA) yang memasukkan interaksi antara DPR dengan variabel independen (CR, DER, dan AKO). Analisis moderasi dilakukan dengan langkah teknis seperti *mean-centering* variabel, estimasi model dengan *fixed effect model* (jika dipilih melalui uji Hausman), pengujian signifikansi interaksi, analisis *simple slopes* atau *marginal effects*, serta uji *robustness* untuk memastikan konsistensi hasil. Uji asumsi meliputi Chow test, Hausman test, dan Lagrange Multiplier test, serta pemeriksaan multikolinearitas, heteroskedastisitas, autokorelasi, dan *cross-section dependence* untuk menjamin validitas model. Hipotesis moderasi diuji melalui signifikansi koefisien interaksi, di mana koefisien yang signifikan menunjukkan DPR berperan sebagai moderator dengan arah pengaruh ditentukan oleh tanda koefisien, sementara ketidaksinifikanan berarti DPR tidak memoderasi hubungan variabel independen terhadap PBV. Metode ini memiliki kekuatan karena memanfaatkan data panel dengan FEM yang mampu mengontrol heterogenitas antar perusahaan serta memungkinkan pengujian langsung peran moderasi DPR, meskipun tetap memiliki keterbatasan seperti potensi endogenitas yang disarankan diatasi dengan penggunaan lag, GMM panel, atau instrumen variabel (IV).

### 3. HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 3.1 Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

| Date: 09/01/25 Time: 12:55<br>Sample: 2020 2024 |          |          |          |          |          |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|
|   | CR       | DER      | AKO      | PBV      | DPR      |
| Mean  | 2.273676 | 0.935200 | 0.444733 | 2.174467 | 0.473371 |
| Median  | 1.870000 | 0.798000 | 0.229000 | 1.434000 | 0.430000 |
| Maximum   | 8.007000 | 4.458000 | 4.983000 | 9.593000 | 2.075000 |
| Minimum   | 0.182000 | 0.077000 | 0.017000 | 0.359000 | 0.022000 |
| Std. Dev.                                       | 1.584306 | 0.757100 | 0.629124 | 1.842543 | 0.371861 |
| Skewness  | 1.483338 | 1.938796 | 4.398431 | 1.787647 | 2.041435 |
| Kurtosis  | 5.339488 | 7.838719 | 28.39642 | 5.953354 | 8.621234 |
| Jarque-Bera                                     | 62.45039 | 168.2140 | 3160.339 | 94.08447 | 211.1729 |
| Probability                                     | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| Sum   | 238.7360 | 98.19600 | 46.69700 | 228.3190 | 49.70400 |
| Sum Sq. Dev.                                    | 261.0425 | 59.61289 | 41.16287 | 353.0762 | 14.38121 |
| Observations                                    | 105      | 105      | 105      | 105      | 105      |

Sumber: Data diolah dengan Eviews

Berdasarkan tabel 1, dapat dijelaskan bahwa variabel Likuiditas (CR) memiliki rata-rata sebesar 2,274 kali dengan standar deviasi 1,584, menunjukkan kondisi likuiditas perusahaan sektor non keuangan LQ-45 berada pada kategori baik karena bernilai di atas 2 (200%) (Hery, 2015). Struktur Modal (DER) menunjukkan nilai rata-rata 0,935 dengan standar deviasi 0,757, sehingga tingkat utang relatif ideal karena berada di bawah 1 (100%). Selanjutnya, Arus Kas Operasional (AKO) memiliki rata-rata 0,445 dengan standar deviasi 0,629, yang mengindikasikan kemampuan arus kas operasional perusahaan belum cukup baik karena masih berada di bawah 50% (CFI, 2015). Nilai Perusahaan (PBV) memiliki rata-rata sebesar 2,174 dengan standar deviasi 1,843, yang berarti harga pasar saham perusahaan rata-rata 2,17 kali lebih tinggi daripada nilai bukunya. Sementara itu, Kebijakan Dividen (DPR) menunjukkan rata-rata 0,473 atau 47,3% dengan standar deviasi 0,371, yang mengindikasikan tingkat rasio pembayaran dividen perusahaan cukup baik (Hidayat, 2023). Berdasarkan Tabel 6, nilai standar deviasi masing-masing variabel lebih kecil dibandingkan dengan nilai rata-ratanya, sehingga variasi data relatif stabil, tidak terlalu besar, serta mendukung konsistensi dalam proses prediksi.

### 3.2 Model Regresi Data Panel

Ketika pemilihan model regresi data panel, perlu dilakukan tiga uji terlebih dahulu untuk menentukan model terbaik yang akan digunakan, dimana uji tersebut yaitu sebagai berikut [17]:

#### a. Uji Chow

Tabel 2. Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests  
 Equation: Untitled  
 Test cross-section fixed effects

| Effects Test             | Statistic  | d.f.    | Prob.  |
|--------------------------|------------|---------|--------|
| Cross-section F          | 21.134270  | (20,80) | 0.0000 |
| Cross-section Chi-square | 192.983479 | 20      | 0.0000 |

Sumber: Data diolah dengan eviews

Berdasarkan hasil uji Chow yang ditampilkan pada Tabel 2, diperoleh nilai probabilitas *cross-section F* dan *cross chi-square* sebesar 0.0000, yang lebih kecil dari taraf signifikansi 0.05. Hal ini berarti hipotesis nol ( $H_0$ ) ditolak, sehingga model yang tepat digunakan dalam penelitian ini adalah *fixed effect model* (FEM). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antar unit *cross-section*, sehingga model FEM lebih mampu menggambarkan variasi data dibandingkan *common effect model* (CEM). Temuan ini memberikan dasar kuat untuk melanjutkan pengujian model selanjutnya menggunakan pendekatan FEM, karena model tersebut dianggap lebih representatif terhadap kondisi data penelitian.

#### b. Uji Hausman

Tabel 3. Hasil Uji Hausman

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 | 15.697794         | 4            | 0.0035 |

Sumber: Data diolah dengan eviews

Berdasarkan Tabel 3, terlihat bahwa nilai probabilitas *cross-section random* sebesar 0.0035 yang lebih kecil dari 0.05. Kondisi ini mengindikasikan bahwa hipotesis nol ( $H_0$ ), yang menyatakan model *random effect* lebih tepat digunakan, ditolak. Dengan demikian, hasil uji menunjukkan bahwa model yang paling sesuai untuk penelitian ini adalah *fixed effect model* (FEM). Temuan ini selaras dengan hasil uji Chow yang sebelumnya juga mengarahkan pada penggunaan FEM, sehingga dapat disimpulkan bahwa model terbaik untuk analisis data penelitian ini adalah *Fixed Effect Model*.

### 3.3 Uji Asumsi Klasik

#### a. Uji Multikolinearitas

Tabel 4. Uji Multikolinearitas

|    | Y             | X1            | X2            | X3            | Z             |
|----|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Y  | 1             |               |               |               |               |
| X1 | 0.13881168... | 1             | 0.05845365... | 0.22969499... | 0.11493448... |
| X2 | 0.05845365... | -0.5313777... | 1             | -0.3517311... | -0.2558834... |
| X3 | 0.22969499... | 0.39123884... | -0.3517311... | 1             | 0.28240933... |
| Z  | 0.11493448... | 0.20440242... | -0.2558834... | 0.28240933... | 1             |

Sumber: Data diolah dengan eviews

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas yang ditampilkan pada Tabel 4, seluruh variabel independen memiliki nilai koefisien korelasi antarvariabel di bawah 0,80. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang sangat kuat antarvariabel yang dapat memengaruhi kestabilan model regresi. Dengan demikian, model penelitian ini terbebas dari permasalahan multikolinearitas, sehingga setiap variabel dapat berdiri secara independen dan memberikan kontribusi tersendiri dalam menjelaskan variabel dependen. Temuan ini juga menegaskan bahwa hasil estimasi model layak untuk dianalisis lebih lanjut tanpa adanya bias akibat korelasi tinggi antarvariabel.

#### b. Uji Heteroskedastisitas

Tabel 5. Uji Heteroskedastisitas

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C        | 0.792729    | 0.227562   | 3.483571    | 0.0008 |
| X1       | -0.120724   | 0.078643   | -1.535096   | 0.1287 |
| X2       | -0.169372   | 0.117548   | -1.440880   | 0.1535 |
| X3       | -0.005426   | 0.088162   | -0.061548   | 0.9511 |
| Z        | 0.195180    | 0.138585   | 1.408379    | 0.1629 |

Sumber: Data diolah dengan eviews

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas pada Tabel 5, seluruh variabel independen menunjukkan nilai probabilitas lebih besar dari 0,05, yang berarti model regresi tidak mengalami gejala heteroskedastisitas. Hasil ini memperkuat temuan uji sebelumnya, yaitu uji multikolinearitas, yang juga menunjukkan tidak adanya masalah korelasi tinggi antarvariabel independen. Dengan demikian, model *Fixed Effect Model* (FEM) dipilih sebagai model terbaik karena memenuhi asumsi klasik yang diperlukan. Sehingga model regresi data panel pada penelitian ini yaitu:

$$PBV(Y) = 2.694 - 0.355CR(X1) + 0.497DER(X2) - 0.187AKO(X3) - 0.197DPR(Z) + \varepsilon$$

Untuk melihat berapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen, maka dapat dilihat dari nilai Adjusted R<sup>2</sup>.

Tabel 6. Uji F dan Adjusted R-squared

| Cross-section fixed (dummy variables) |           |                       |          |
|---------------------------------------|-----------|-----------------------|----------|
| R-squared                             | 0.856627  | Mean dependent var    | 2.174467 |
| Adjusted R-squared                    | 0.813615  | S.D. dependent var    | 1.842543 |
| S.E. of regression                    | 0.795468  | Akaike info criterion | 2.584486 |
| Sum squared resid                     | 50.62161  | Schwarz criterion     | 3.216381 |
| Log likelihood                        | -110.6855 | Hannan-Quinn criter.  | 2.840542 |
| F-statistic                           | 19.91604  | Durbin-Watson stat    | 1.413789 |
| Prob(F-statistic)                     | 0.000000  |                       |          |

Sumber: Data diolah dengan eviews

Berdasarkan hasil pada Tabel 6, nilai *adjusted R-squared* sebesar 0,814 atau 81,4%, yang berarti variabel likuiditas (CR), struktur modal (DER), arus kas operasional (AKO), dan kebijakan dividen mampu menjelaskan variasi nilai perusahaan sebesar 81,4%, sedangkan sisanya sebesar 18,6% dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian. Selain itu, nilai *Prob (F-statistic)* < 0,05 menunjukkan bahwa secara simultan variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga model penelitian dinilai layak digunakan untuk analisis lebih lanjut.

3.4 Uji Hipotesis

Tabel 7. Uji T

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C        | 2.693673    | 0.464551   | 5.798438    | 0.0000 |
| X1       | -0.355143   | 0.160544   | -2.212131   | 0.0298 |
| X2       | 0.496895    | 0.239965   | 2.070700    | 0.0416 |
| X3       | -0.186909   | 0.179977   | -1.038517   | 0.3022 |
| Z        | -0.197090   | 0.282911   | -0.696648   | 0.4880 |

Sumber: Data diolah dengan eviews

Berdasarkan tabel 7, hasil uji parsial menunjukkan bahwa variabel likuiditas (CR) memiliki nilai probabilitas 0.0298 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%, sehingga H1 diterima dan dapat disimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Demikian pula, struktur modal (DER) memiliki nilai probabilitas 0.0416 yang juga lebih kecil dari 0.05, sehingga H2 diterima dan menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, arus kas operasional (AKO) menunjukkan nilai probabilitas 0.3022 yang lebih besar dari 0.05, sehingga H3 ditolak dan menandakan bahwa arus kas operasional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor lebih mempertimbangkan likuiditas dan struktur modal dalam menilai perusahaan, sedangkan arus kas operasional tidak menjadi faktor yang signifikan.

Tabel 8. Uji F (Simultan)

| Cross-section fixed (dummy variables) |           |                       |          |
|---------------------------------------|-----------|-----------------------|----------|
| R-squared                             | 0.856627  | Mean dependent var    | 2.174467 |
| Adjusted R-squared                    | 0.813615  | S.D. dependent var    | 1.842543 |
| S.E. of regression                    | 0.795468  | Akaike info criterion | 2.584486 |
| Sum squared resid                     | 50.62161  | Schwarz criterion     | 3.216381 |
| Log likelihood                        | -110.6855 | Hannan-Quinn criter.  | 2.840542 |
| F-statistic                           | 19.91604  | Durbin-Watson stat    | 1.413789 |
| Prob(F-statistic)                     | 0.000000  |                       |          |

Sumber: Data Diolah dengan eViews

Berdasarkan hasil pada Tabel 8, uji F (simultan) menunjukkan bahwa nilai probabilitas F-statistic sebesar 0.0000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% (0.05). Hal ini berarti model regresi yang digunakan layak dan dapat menjelaskan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Dengan demikian, hipotesis H4 diterima, yang menunjukkan bahwa likuiditas (CR), struktur modal (DER), arus kas operasional (AKO), dan kebijakan dividen (DPR) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menegaskan bahwa keempat variabel independen tersebut memiliki kontribusi yang berarti dalam membentuk variasi nilai perusahaan, sehingga perusahaan perlu memperhatikan kombinasi faktor internal tersebut secara simultan untuk meningkatkan kinerjanya.

Tabel 9. Koefisien Determinasi

| Cross-section fixed (dummy variables) |           |                       |          |
|---------------------------------------|-----------|-----------------------|----------|
| R-squared                             | 0.856627  | Mean dependent var    | 2.174467 |
| Adjusted R-squared                    | 0.813615  | S.D. dependent var    | 1.842543 |
| S.E. of regression                    | 0.795468  | Akaike info criterion | 2.584486 |
| Sum squared resid                     | 50.62161  | Schwarz criterion     | 3.216381 |
| Log likelihood                        | -110.6855 | Hannan-Quinn criter.  | 2.840542 |
| F-statistic                           | 19.91604  | Durbin-Watson stat    | 1.413789 |
| Prob(F-statistic)                     | 0.000000  |                       |          |

Sumber: Data Diolah dengan eViews

Pada Tabel 9 menunjukkan bahwa nilai *adjusted R-squared* sebesar 0,814 atau setara dengan 81%, yang berarti variabel likuiditas, struktur modal, arus kas operasional, dan kebijakan dividen mampu menjelaskan variasi perubahan nilai perusahaan sebesar 81%, sedangkan 19% sisanya

dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian ini. Nilai ini termasuk tinggi dan menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan memiliki tingkat kesesuaian yang baik. Selain itu, uji signifikansi model juga memperlihatkan bahwa nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Temuan ini mengindikasikan bahwa pengelolaan keuangan perusahaan melalui aspek likuiditas, struktur modal, arus kas operasional, dan kebijakan dividen berperan penting dalam menentukan kinerja nilai perusahaan.

Tabel 10. Hasil Model Regreso Data Panel (FEM)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C        | 2.693673    | 0.464551   | 5.798438    | 0.0000 |
| X1       | -0.355143   | 0.160544   | -2.212131   | 0.0298 |
| X2       | 0.496895    | 0.239965   | 2.070700    | 0.0416 |
| X3       | -0.186909   | 0.179977   | -1.038517   | 0.3022 |
| Z        | -0.197090   | 0.282911   | -0.696648   | 0.4880 |

Sumber: Data Diolah dengan eViews

Berdasarkan Tabel 10, hasil estimasi regresi data panel menunjukkan bahwa model terbaik yang digunakan adalah Fixed Effect Model (FEM) dengan persamaan  $PBV = 2.694 - 0.355CR + 0.497DER - 0.187AKO - 0.197DPR + \epsilon$ . Nilai konstanta sebesar 2.694 menunjukkan bahwa apabila seluruh variabel independen bernilai nol, maka nilai perusahaan (PBV) sebesar 2.694. Koefisien regresi CR sebesar  $-0.355$  mengindikasikan adanya pengaruh negatif, artinya setiap peningkatan CR sebesar 1% akan menurunkan PBV sebesar 0.355, ceteris paribus. Selanjutnya, DER memiliki koefisien positif sebesar 0.497, sehingga setiap kenaikan 1% DER berpotensi meningkatkan PBV sebesar 0.497. Variabel AKO memiliki koefisien  $-0.187$  yang menunjukkan pengaruh negatif, yakni setiap kenaikan 1% AKO akan menurunkan PBV sebesar 0.187. Adapun DPR memiliki koefisien  $-0.197$ , yang berarti setiap kenaikan 1% DPR akan menurunkan PBV sebesar 0.197. Dengan demikian, hasil ini memperlihatkan bahwa struktur modal (DER) menjadi satu-satunya faktor yang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan likuiditas (CR), arus kas operasional (AKO), dan kebijakan dividen (DPR) justru berpengaruh negatif.

### 3.5 Moderated Regression Analysis (MRA)

Tabel 11. Hasil MRA X1, Z, X1Z Terhadap Y

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C        | 3.776469    | 0.562081   | 6.718722    | 0.0000 |
| X1       | -0.666553   | 0.236878   | -2.813912   | 0.0061 |
| Z        | -0.874253   | 0.693093   | -1.261379   | 0.2108 |
| X1Z      | 0.273811    | 0.243238   | 1.125692    | 0.2636 |

Sumber: Data diolah dengan eviews

Berdasarkan Tabel 11 hasil Moderated Regression Analysis (MRA) yang menguji pengaruh likuiditas (CR), kebijakan dividen (DPR), dan interaksi keduanya (CR\*DPR) terhadap nilai perusahaan (PBV), diperoleh nilai koefisien interaksi sebesar 0,274 dengan probabilitas di atas 0,05, sehingga menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memoderasi hubungan antara likuiditas dan nilai perusahaan. Temuan ini tidak sejalan dengan hipotesis awal yang memprediksi adanya pengaruh positif dan signifikan likuiditas terhadap nilai perusahaan (H1), sebab hasil penelitian justru menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan, yang dapat dijelaskan melalui *Agency Cost Theory* bahwa kas berlebih cenderung meningkatkan biaya keagenan akibat penggunaan yang tidak produktif (*idle cash*). Sementara itu, hipotesis arus kas operasional (H3) yang diperkirakan berpengaruh positif ternyata ditolak karena hasilnya tidak signifikan, selaras dengan pandangan bahwa investor lebih menaruh perhatian pada laba bersih daripada arus kas dalam menilai prospek perusahaan. Adapun hasil uji hipotesis moderasi (H5, H6, H7) secara konsisten memperlihatkan bahwa kebijakan dividen tidak berperan sebagai variabel pemoderasi, yang sejalan dengan *Irrelevance Theory of Dividends* oleh Modigliani & Miller yang menegaskan bahwa kebijakan dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan, sehingga memperkuat argumentasi bahwa faktor fundamental lain lebih menentukan dalam meningkatkan nilai perusahaan dibandingkan kebijakan pembagian dividen.

Tabel 12. Hasil MRA X2, Z, X2Z Terhadap Y

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C        | 1.671978    | 0.337031   | 4.960901    | 0.0000 |
| X2       | 0.645185    | 0.366582   | 1.760003    | 0.0822 |
| Z        | -0.180534   | 0.463665   | -0.389363   | 0.6980 |
| X2Z      | -0.041542   | 0.645167   | -0.064390   | 0.9488 |

*Sumber: Data diolah dengan eviews*

Berdasarkan Tabel 12 hasil Moderated Regression Analysis (MRA) dengan variabel interaksi (DER\*DPR), diperoleh nilai koefisien sebesar -0.042 dengan probabilitas lebih besar dari 0.05, yang berarti kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan adanya inkonsistensi dengan hipotesis awal, di mana pada H1 likuiditas dihipotesiskan berpengaruh positif signifikan, tetapi hasil justru menunjukkan pengaruh negatif signifikan, sehingga hipotesis ditolak; hal ini dapat dijelaskan melalui *Agency Cost Theory* yang menekankan potensi biaya dari “kas mengganggu” (*idle cash*) yang menurunkan nilai perusahaan. Selanjutnya, untuk H3, arus kas operasional yang dihipotesiskan berpengaruh positif signifikan ternyata tidak berpengaruh, kemungkinan karena investor lebih memperhatikan laba aktual daripada arus kas. Sementara itu, hasil pengujian moderasi (H5, H6, H7) secara konsisten menunjukkan kebijakan dividen tidak memiliki peran moderasi, dan hal ini sejalan dengan *Irrelevance Theory of Dividends* yang dikemukakan Modigliani dan Miller bahwa kebijakan dividen tidak memengaruhi nilai perusahaan. Dengan demikian, penyajian ini menegaskan pentingnya analisis teoritis dalam menjelaskan perbedaan hasil empiris dengan hipotesis yang diajukan.

Tabel 13. Hasil MRA X3, Z, X3Z Terhadap Y

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C        | 2.280946    | 0.283936   | 8.033303    | 0.0000 |
| X3       | -0.027242   | 0.432781   | -0.062947   | 0.9500 |
| Z        | 0.039727    | 0.466455   | 0.085169    | 0.9323 |
| X3Z      | -0.409978   | 0.476909   | -0.859657   | 0.3925 |

*Sumber: Data diolah dengan eviews*

Berdasarkan hasil Moderated Regression Analysis (MRA) pada Tabel 13, variabel interaksi (AKO\*DPR) menunjukkan nilai koefisien sebesar -0.477 dengan probabilitas lebih besar dari 0.05, sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh arus kas operasional terhadap nilai perusahaan. Temuan ini konsisten dengan hasil pengujian hipotesis moderasi (H5, H6, H7) yang secara keseluruhan menegaskan bahwa kebijakan dividen tidak berperan sebagai variabel moderasi. Hasil ini sejalan dengan *Irrelevance Theory of Dividends* oleh Modigliani & Miller yang menjelaskan bahwa kebijakan dividen tidak relevan dalam memengaruhi nilai perusahaan. Dengan demikian, meskipun hipotesis awal mengajukan adanya pengaruh moderasi, hasil penelitian menunjukkan sebaliknya, sehingga penting untuk menekankan bahwa investor dalam konteks ini lebih menitikberatkan pada indikator fundamental lain dibandingkan kebijakan dividen sebagai faktor penentu nilai perusahaan.

### 3.6 Pembahasan

#### 1. Pengaruh Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji t, nilai prob.  $0.0298 < 0.05$  dengan nilai koefisien regresi sebesar -0.355 sehingga H<sub>1</sub> diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel likuiditas yang diukur dengan *current ratio* (CR) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Temuan penelitian ini sejalan dengan teori Agensi (*Agency Cost*) (Jensen, 1986), dimana likuiditas yang berlebihan (CR tinggi) dapat memicu inefisiensi manajerial dan alokasi kas yang tidak optimal. Investor mungkin akan beranggapan tingginya CR sebagai indikasi *idle cash* yang tidak produktif, sehingga menurunkan valuasi pasar perusahaan. Dengan demikian, H<sub>1</sub> yang menyatakan adanya pengaruh terhadap PBV terbukti.

Hasil penelitian ini juga sejalan dengan dengan penelitian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya [16,17,18] yang menemukan bahwa CR berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (PBV). Namun penelitian yang dilakukan oleh Sari & Sedana (2020) dan

Ramadonna (2024) mengungkapkan bahwa CR tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan menurut Uli, dkk (2020) CR berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

## 2. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji t, nilai prob.  $0.0416 < 0.05$  dengan nilai koefisien regresi sebesar 0.497 sehingga  $H_2$  diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel struktur modal yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Hal ini sejalan dengan teori *Trade-Off Theory* (Kraus & Litzenberger, 1973) yang menjelaskan bahwa utang moderat memberikan manfaat *tax shield* dan sinyal kepercayaan manajemen terhadap kinerja di masa depan. Investor menilai utang sebagai alat untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui pendanaan yang efisien, sehingga  $H_2$  terbukti secara empiris. *Signaling theory* juga mengungkapkan bahwa struktur modal yang dikelola secara optimal mencerminkan manajemen yang bertanggung jawab terhadap potensi pertumbuhan di masa depan

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh penelitian sebelumnya [19,20,21,22] yang menemukan bahwa struktur modal yang diukur dengan DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Namun menurut JH [23] struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

## 3. Pengaruh Arus Kas Operasional Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji t, nilai prob.  $0.3022 > 0.05$  dengan nilai koefisien regresi sebesar 0.497 sehingga  $H_3$  ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel arus kas operasional berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Decwow [24] yang mengemukakan bahwa arus kas operasional tidak selalu dipandang sebagai sinyal yang kuat oleh investor jika tidak diikuti dengan pertumbuhan laba atau kebijakan dividen.

Sejalan dengan itu penelitian oleh Sloan (1996) juga mengungkapkan bahwa investor dan pasar modal lebih memperhatikan laba aktual daripada arus kas operasional dalam menilai perusahaan. Laba aktual dianggap lebih mampu mencerminkan kinerja jangka panjang dan berkelanjutan bagi perusahaan, sementara arus kas operasional bisa fluktuatif dan dipengaruhi oleh arus kas masuk atau keluar. Hasil temuan ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya [25,26,27] yang menemukan bahwa arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Disisi lain penelitian oleh Luayyi [28,29] menemukan bahwa arus kas operasional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

## 4. Pengaruh Likuiditas, Struktur Modal, Arus Kas Operasional Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji F nilai prob.  $0.000 > 0.05$  sehingga  $H_4$  diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel likuiditas, struktur modal, dan arus kas operasional secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Hal ini menunjukkan bahwa ketiga variabel ini secara kolektif dipertimbangkan oleh investor dalam menilai perusahaan. Hal ini juga dapat dilihat dari nilai adjusted R-squared sebesar 0.814 (81%), dimana ini mengindikasikan bahwa ketiga variabel independen tersebut mampu menjelaskan 81% variabel dependen yaitu nilai perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ketiga faktor ini termasuk dalam faktor yang dipertimbangkan dalam menilai kondisi perusahaan ketika investor ingin melakukan investasi.

## 5. Pengaruh Kebijakan Dividen dalam Memoderasi Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji t, nilai prob.  $0.263 > 0.05$  dengan nilai koefisien regresi sebesar 0.274 sehingga  $H_5$  ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap dalam memoderasi likuiditas terhadap nilai perusahaan (PBV). Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memoderasi pengaruh likuiditas (CR) terhadap nilai perusahaan (PBV). Menurut teori *Irrelevance Theory of Dividends* (Miller & Modigliani, 1961), menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mengubah nilai perusahaan dalam pasar efisien. Dividen dianggap sebagai kebijakan independent yang tidak mempengaruhi cara investor menilai likuiditas perusahaan.

Temuan ini juga sejalan dengan penelitian sebelumnya [30,31], menemukan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan. Sejalan dengan penelitian ini, penelitian juga mengungkapkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh

positif dalam memoderasi likuiditas terhadap nilai perusahaan namun tidak signifikan [32]. Namun menurut penelitian oleh Dewi [33], kebijakan dividen mampu memoderasi dengan memperlemah pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan.

#### 6. Pengaruh Kebijakan Dividen dalam Memoderasi Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji t, nilai prob.  $0.95 > 0.05$  dengan nilai koefisien regresi sebesar  $-0.046$  sehingga  $H_6$  ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap dalam memoderasi struktur modal terhadap nilai perusahaan (PBV). Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memoderasi pengaruh struktur modal (DER) terhadap nilai perusahaan (PBV). Menurut teori *Irrelevance Theory of Dividends* (Miller & Modigliani, 1961), menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mengubah nilai perusahaan dalam pasar efisien. Berdasarkan teori keagenan (agency cost theory) (Jensen, 1986), konflik antara manajer dan pemegang saham dapat mempengaruhi kebijakan dividen dan struktur modal secara terpisah. Namun dividen tidak secara otomatis memoderasi pengaruh utang terhadap nilai perusahaan.

Temuan ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh para penelitian sebelumnya [30,31] yang menemukan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen berpengaruh positif dalam memoderasi likuiditas terhadap nilai perusahaan namun tidak signifikan [32]. Namun menurut penelitian oleh Dewi [33], kebijakan dividen mampu memoderasi dengan memperlemah pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan.

#### 7. Pengaruh Kebijakan Dividen dalam Memoderasi Arus Kas Operasional terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil uji t, nilai prob.  $0.39 > 0.05$  dengan nilai koefisien regresi sebesar  $-0.402$  sehingga  $H_7$  ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap dalam memoderasi arus kas operasional terhadap nilai perusahaan (PBV). Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat memoderasi pengaruh arus kas operasional (AKO) terhadap nilai perusahaan (PBV). Dividen dapat memberi sinyal terkait prospek perusahaan, namun tidak memoderasi pengaruh arus kas operasional terhadap nilai perusahaan [34].

Berdasarkan hasil analisis, maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen termasuk pada moderasi potensial (Homoglogiser Moderator), yaitu variabel yang berpotensi menjadi moderator dalam hubungan antara variabel independen (likuiditas, struktur modal, dan arus kas operasional) dan dependen (nilai perusahaan) pada perusahaan sektor non keuangan LQ-45 periode 2020-2024. Hal ini karena hasil  $\beta_1$  dan  $\beta_2$  keduanya tidak signifikan

### 4. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis, dapat disimpulkan beberapa poin penting. Pertama, likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, yang mengimplikasikan perlunya perusahaan mengelola kas secara optimal agar tidak menimbulkan persepsi negatif dari investor. Kedua, struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, yang menunjukkan bahwa penggunaan utang pada level moderat dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat *tax shield* serta memperkuat sinyal positif kepada pasar. Ketiga, arus kas operasional terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, menegaskan bahwa investor lebih fokus pada kinerja laba dibandingkan arus kas. Keempat, secara simultan likuiditas, struktur modal, dan arus kas operasional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga faktor-faktor ini perlu dikelola secara integratif dalam strategi keuangan. Kelima, kebijakan dividen tidak terbukti mampu memoderasi hubungan antara variabel independen dengan nilai perusahaan, sehingga dalam konteks perusahaan sektor non-keuangan LQ-45 periode 2020–2024, dividen tidak berperan sebagai faktor penguat maupun pelemah.

Adapun implikasi teoritis dari penelitian ini adalah penguatan teori agensi, *trade-off theory*, dan *irrelevance theory of dividends* dalam menjelaskan dinamika penilaian perusahaan. Sementara itu, implikasi manajerialnya adalah penting bagi manajemen perusahaan untuk menjaga keseimbangan struktur modal, menghindari penumpukan likuiditas berlebih, serta fokus pada pengelolaan laba untuk menjaga dan meningkatkan kepercayaan investor.

## REFERENCES

- [1] Putra, S. M. (2021). Pengaruh Profitabilitas Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Sub Sektor Telekomunikasi. *Jurnal Ilmiah Manajemen Ubhara*, 3(2), 108. <https://doi.org/10.31599/jmu.v3i2.964>
- [2] Digdowiseiso, K., Susilo, B., & Utami, L. S. (2022). Analisis Pengaruh Earning Per Share, Valuasi Harga Saham, dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Transportasi dan Logistik yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2019. *Braz Dent J.*, 33(1), 1–12.
- [3] Hidayat, I., & Khotimah, K. (2022). Pengaruh Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan sub sektor kimia. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 10(1), 1–8. <https://doi.org/10.37641/jiakes.v10i1.1175>
- [4] Aprilawati, N. P. I., & Ali, K. (2022). Pengaruh Profitabilitas Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur (Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI). *Jurnal Manajemen Diversifikasi*, 2(1), 182–189.
- [5] Ranidiah, F., Khatimah, K., & Ahmad, S. (2024). Effect of Capital Structure , Liquidity , and Solvency on Company Value with Dividend Policy as Moderation Islamic Economic Perspective ( Case Study of Manufacturing Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange 2018-2022 ). *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 10(02), 2024, 2292-2306 *Effect*, 10(02), 2292–2306.
- [6] Saputri, E. D., Hariyanto, E., Santoso, S. B., & Kusbandiyah, A. (2024). Pengaruh Struktur Modal, Likuiditas, Profitabilitas, Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ecogen*, 7(2), 253. <https://doi.org/10.24036/jmpe.v7i2.15873>
- [7] Riki, M., Tubastuvi, N., Darmawan, A., & Rahmawati, I. Y. (2022). Struktur Modal, Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Moderasi. *Jurnal Akademik Akuntansi*, 5(1), 62–75. <https://doi.org/10.22219/jaa.v5i1.19409>
- [8] Ramadlonna, A., & Shofiyah, I. (2024). Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Pemoderasi. *Journal of Advances in Accounting, Economics, and Management*, 1(4), 17. <https://doi.org/10.47134/aaem.v1i4.383>
- [9] Yanti, N. R., Komalasari, A., & Andi, K. (2022). Pengaruh profitabilitas , leverage , dan struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan deviden sebagai variabel moderasi ( effect of profitability , leverage , and capital structure on firm value with dividend policy as moderating variable ). *Goodwood Akuntansi Dan Auditing Reviu (GAAR)*, 1(1), 49–65.
- [10] Luayyi, S., Islam Kadiri -Kediri, U., Jurnal, J., Akuntansi, I., & Keuangan, D. (2022). Pengaruh Arus Kas Dan Rasio Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Moderating Eliza Nurvianasari Miladiah Kusumaningarti. *JIAku: Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*. <https://doi.org/10.24034/jiaku.v1i3>
- [11] Mukti, A., Lee, K., & Farooq, S. (2022). Pengaruh Profitabilitas dan Arus Kas Operasional Terhadap Nilai Perusahaan, Studi : Sektor Perkebunan di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2017. *Journal of Economics Science*, 8(2), 56–66.
- [12] Muzaki, M. A. M. (2024). Pengaruh Struktur Modal, Investasi Aset, Dan Arus Kas Operasional Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 13.
- [13] Octavianus, W., & Mala, C. M. F. (2020). Pengaruh Market Value Added, Residual Income, Earning Per Share, dan Arus Kas Operasi Terhadap Nilai Perusahaan. *JCA Ekonomi*, 1(1), 24–36. [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- [14] Sugiyarti, L., Pujiyanto, Sutandijo, Asmiliana, N., & Hanah, S. (2023). Nilai Perusahaan: Arus Kas Operasional, Corporate Social Responsibility And Green Accounting. *Jurnal Ilmiah Aset*, 11(2), 58–67.
- [15] Zainullah, M., Abdurachman Saleh Situbondo Ika Wahyuni, U., Abdurachman Saleh Situbondo Muhammad Iqbal Anshory, U., & Abdurachman Saleh Situbondo, U. (2024). Struktur Modal Dan Likuiditas Dalam Mempengaruhi Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Ritel Yang Terdaftar Di Bei Dengan Moderasi Variabel Kebijakan Dividen. *Jurnal Mahasiswa Entrepreneur (JME) FEB UNARS*, 3(8), 1447–1459.
- [16] Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif Dan R&D*.

- [17] Napitupulu, R. B., Simanjutak, T. P., Hutabarat, L., Damanik, H., Harianja, H., Sirait, R. T. M., & Tobing, C. E. R. L. (2021). *Penelitian Bisnis Teknik dan Analisis Data*. 1–222.
- [18] Nurwulandari, A. (2021). Effect of Liquidity, Profitability, Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable. *Atestasi: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 4(2), 257–271.
- [19] Widi, E., Widyastuti, T., & Bahri, S. (2021). *Pengaruh Struktur Modal, Likuiditas, Arus Kas Bebas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening*.
- [20] Sagita, R. M., Negara, I. K., & Kusmayadi, I. (2023). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Moderasi. *ALEXANDRIA (Journal of Economics, Business, & Entrepreneurship)*, 4(2), 60–66. <https://doi.org/10.29303/alexandria.v4i2.458>
- [21] Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate Payout Policy Revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 1–28.
- [22] Sari, I. A. G. D. M., & Sedana, I. B. P. (2020). Profitability and liquidity on firm value and capital structure as intervening variable. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 7, 116–127. <https://doi.org/10.21744/irjmis.v7n1.828>
- [23] Uli, R., Sultan Ageng Tirtayasa, U., & Sultan Ageng Tirtayasa Emma Suryani, U. (2020). Pengaruh Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal Dan Profitabilitas. *Tirtayasa Ekonomika*, 15(2).
- [24] Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- [25] Maptuha, M., Hanifah, A., & Ismawati, I. (2021). Pengaruh Struktur Modal, Likuiditas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Riset Akuntansi Tirtayasa*, 06.
- [26] Ranidiah, F., Sumarlan, A., Khatimah, K., Studi Akuntansi, P., & Ekonomi dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Bengkulu, F. (2024). Effect of Capital Structure, Liquidity, and Solvency on Company Value with Dividend Policy as Moderation Islamic Economic Perspective (Case Study of Manufacturing Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange 2018-2022). *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*. <https://doi.org/10.29040/jiei.v10i2.12774>
- [27] Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- [28] Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 437–485. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.04.005>
- [29] Rangkuty, N., Yunina, Y., Naz'aina, N., & Usman, A. (2024). Pengaruh Operating Cash Flow, Economic Value Added Dan Dividen Yield Terhadap nilai perusahaan Pada Perusahaan Sektor Infrastruktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2018-2021. *Jurnal Akuntansi Malikussaleh (JAM)*, 2(4), 592. <https://doi.org/10.29103/jam.v2i4.11491>
- [30] Ali, M., Muzaki, M., & Widyawati, D. (2024). Pengaruh Struktur Modal, Investasi Aset, Dan Arus Kas. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*. <https://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/6030>
- [31] Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. In *Source: The American Economic Review* (Vol. 48, Issue 3).
- [32] Dewi, D. C., Nurhayati, E., & Syarifuddin, S. (2021). H Likuiditas Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Barang Konsumsi Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2017 – 2020). *JRKA*, 7, 87–102.
- [33] Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Bankruptcy*, 76(2), 323–329. <https://doi.org/10.1017/cbo9780511609435.005>
- [34] Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “the Bird in the Hand” Fallacy. In *Bell Journal of Economics* (Vol. 10, Issue 1).