

Kebijakan Dividen Memoderasi Pengaruh Arus Kas operasi, Pertumbuhan Penjualan dan Kepemilikan Institusional Terhadap Harga Saham

Wiwid Sukma Putri ¹, Hesty Erviani Zulaecha ²

^{1,2} Program Studi Akuntansi, Faakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Tangerang
Wiwidsp9@gmail.com*.hestyerviani2005@gmail.com*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengeksplorasi dampak dari arus kas operasi dari kegiatan operasional, pertumbuhan penjualan, serta kepemilikan institusional terhadap harga saham dengan kebijakan dividen berfungsi sebagai variabel moderasi. Metodologi yang diterapkan dalam kajian ini bersifat kuantitatif, dengan fokus pada perusahaan yang tergolong dalam sektor consumer non-cyclicals yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2024. Sumber data penelitian ini diperoleh dari laporan tahunan (annual report) dan laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan secara resmi. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi data panel ditambah dengan analisis Moderasi untuk mengevaluasi kontribusi kebijakan dividen dalam memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel – variabel independent dan nilai saham. Temuan penelitian menunjukkan bahwa arus kas operasionalnya berpengaruh signifikan terhadap harga saham, yang mengindikasikan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas dari aktivitas melalui operasionalnya menjadi aspek krusial bagi para investor. Adapun mengenai, pertumbuhan penjualan dan kepemilikan institusional tidak terlihat adanya pengaruh signifikan terhadap harga saham. Selain itu, dari analisis moderasi menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh arus kas operasi, pertumbuhan penjualan, maupun kepemilikan institusional terhadap harga saham. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi nyata terhadap pengembangan literatur di bidang keuangan serta menjadi bahan pertimbangan bagi investor dan manajemen perusahaan dalam pengambilan keputusan investasi dan kebijakan keuangan, khususnya pada sektor consumer non-cyclicals di Indonesia.

Kata kunci: Arus Kas Operasi, Pertumbuhan Penjualan, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Harga Saham, Sektor Consumer Non-Cyclicals..

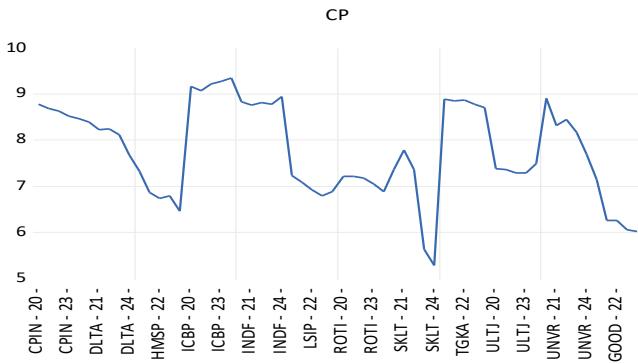
1. Latar Belakang

Secara global, pergerakan harga saham mencerminkan reaksi investor terhadap berbagai informasi ekonomi, kebijakan perusahaan, dan kondisi pasar internasional. Ketidakpastian ekonomi global, perubahan kebijakan moneter, serta dinamika geopolitik sering kali memicu volatilitas pasar saham di berbagai negara, yang pada akhirnya memengaruhi keputusan investasi investor. Dalam kondisi pasar yang bergejolak, investor cenderung lebih selektif dan responsif terhadap sinyal-sinyal yang dianggap mampu mencerminkan stabilitas dan prospek perusahaan, seperti kinerja keuangan dan kebijakan dividen.

Kondisi tersebut juga tercermin di pasar modal Indonesia, di mana pelemahan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang mencapai 7,71 persen menunjukkan tingginya tekanan dan ketidakpastian pasar. Dalam situasi ini, investor merespons informasi yang dianggap memberikan kepastian imbal hasil, salah satunya melalui kebijakan dividen perusahaan. Rekomendasi untuk membeli saham perusahaan yang akan membagikan dividen besar dan memiliki kinerja keuangan yang baik menunjukkan bahwa kebijakan dividen dipandang sebagai sinyal penting oleh investor, termasuk investor institusional, dalam menilai pergerakan harga saham di tengah volatilitas pasar (Pratama, 2025).

Harga saham mencerminkan penilaian investor terhadap kinerja dan prospek perusahaan yang terbentuk melalui mekanisme pasar. Perusahaan dengan pengelolaan operasional yang baik cenderung memiliki kinerja yang lebih stabil sehingga berdampak positif terhadap harga saham, sebagaimana dikemukakan oleh (Sianturi dan Wibowo (2022) bahwa harga saham dapat mencerminkan keberhasilan perusahaan atas pengelolaan operasionalnya. Dalam penelitian, nilai harga saham umumnya diukur menggunakan harga penutupan (closing

price) pada akhir tahun, karena mencerminkan harga terakhir yang disepakati di pasar modal, sebagaimana dikemukakan oleh (Siregar,2021 dalam Ardiyansyah et all., 2023)



Gambar 1. Arsitektur Pencerminan Database

Gambar 1 grafik ini menunjukkan bahwa harga saham perusahaan sampel mengalami fluktuasi yang cukup tajam selama periode pengamatan. Pada beberapa periode, harga saham mengalami kenaikan yang signifikan, namun diikuti oleh penurunan yang relatif dalam pada periode berikutnya. Pola fluktuatif ini mengindikasikan adanya ketidakstabilan persepsi investor terhadap kinerja dan prospek perusahaan. Penurunan harga saham dapat mencerminkan melemahnya kepercayaan pasar akibat kondisi operasional perusahaan, seperti arus kas operasi yang tidak stabil, pertumbuhan penjualan yang melambat, maupun sinyal kebijakan manajemen yang kurang direspon positif oleh investor. Sebaliknya, kenaikan harga saham pada periode tertentu menunjukkan adanya respon pasar terhadap informasi atau sinyal positif yang diterima investor. Fenomena ini menunjukkan bahwa harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh faktor pasar secara umum, tetapi juga oleh kondisi fundamental dan kebijakan perusahaan.

Arus kas operasi adalah arus masuk dan arus keluar kas yang berasal dari aktivitas utama perusahaan dalam menghasilkan pendapatan, yang berkaitan dengan transaksi operasional sehari-hari seperti penerimaan dari pelanggan dan pembayaran kepada pemasok serta karyawan. Arus kas operasi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari aktivitas operasional utamanya. Aktivitas operasi merupakan transaksi kegiatan operasional yang dilaporkan dalam laporan laba rugi dan umumnya bersifat jangka pendek, sehingga berkaitan erat dengan akun aset lancar nonkas dan liabilitas lancar dalam arus kas aktivitas operasi (Indriyani dan Napitulu, 2020). Arus kas operasi yang stabil dan positif dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap keberlangsungan usaha perusahaan dan berpotensi memengaruhi pergerakan harga saham. Namun, hasil penelitian sebelumnya menunjukkan perbedaan temuan, di mana arus kas operasi berpengaruh terhadap harga saham (Asiyah dan Mulyani, 2020), sedangkan penelitian lain menyatakan arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap harga saham (Setiyawati, 2018).

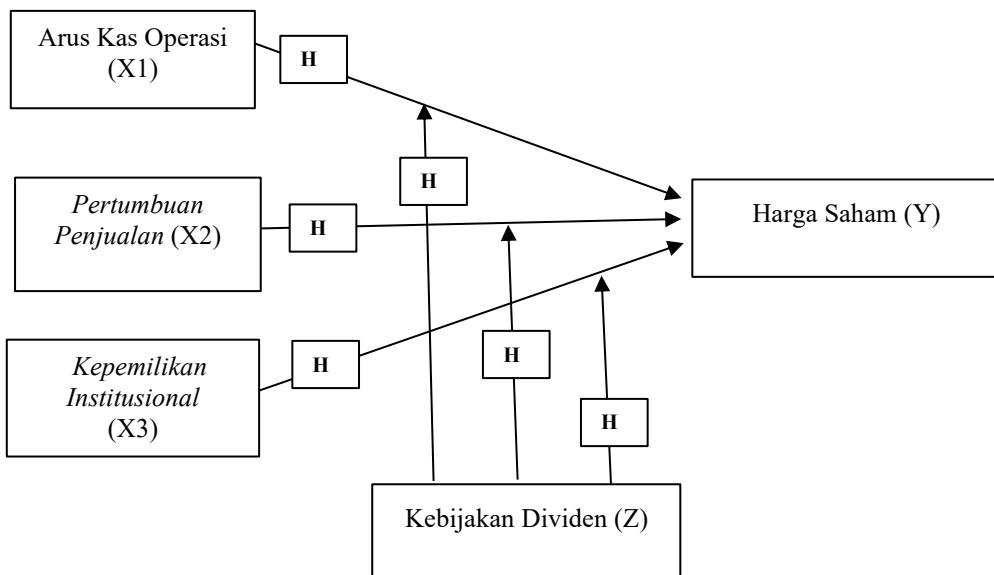
Pertumbuhan penjualan merupakan salah satu faktor yang penting dalam penetapan struktur modal perusahaan karena dengan meningkatnya tingkat penjualan perusahaan maka laba dan pendapatan yang akan didapat oleh perusahaan juga akan meningkat. Jika penjualan ditingkatkan, maka aset pun harus ditambah. Dengan mengetahui penjualan dari tahun sebelumnya, perusahaan dapat mengoptimalkan sumber daya yang ada. Suatu perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah tidak membutuhkan biaya eksternal, tetapi perusahaan yang tumbuh dengan pesat memerlukan modal dari sumber eksternal. Pertumbuhan penjualan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan penjualannya dari satu periode ke periode berikutnya dibandingkan dengan total penjualan secara keseluruhan. Menurut Kasmir dalam Yuliani (2021), pertumbuhan penjualan menunjukkan sejauh mana perusahaan mampu meningkatkan penjualannya dibandingkan dengan total penjualan secara keseluruhan. Pertumbuhan penjualan yang meningkat mencerminkan kinerja operasional dan prospek perusahaan yang baik, sehingga berpotensi memengaruhi harga saham. Namun, hasil penelitian terdahulu menunjukkan temuan yang berbeda, di mana pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap harga saham (Permatasari dan Fitria, 2020), sedangkan penelitian lain menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap harga saham (Deitana, 2011).

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh lembaga atau institusi, seperti bank, perusahaan asuransi, dana pensiun, perusahaan investasi, dan institusi keuangan lainnya. Kepemilikan ini berperan sebagai mekanisme pengawasan terhadap manajemen karena institusi umumnya memiliki sumber daya dan kemampuan untuk melakukan monitoring atas kinerja perusahaan. Kepemilikan institusional mencerminkan

proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh lembaga atau institusi sebagai bentuk partisipasi investor institusi dalam struktur kepemilikan perusahaan. Kepemilikan institusional diukur dengan rasio antara jumlah lembar saham yang dimiliki oleh institusi terhadap jumlah lembar saham perusahaan yang beredar secara keseluruhan (Nugrahanti dalam Alsyifa, 2021). Dalam perspektif teori signaling, tingginya kepemilikan institusional dapat menjadi sinyal positif bagi pasar karena menunjukkan tingkat kepercayaan investor institusi terhadap kinerja perusahaan. Namun, hasil penelitian terdahulu menunjukkan perbedaan temuan, di mana kepemilikan institusional berpengaruh terhadap harga saham (Aprilia dan Riharjo, 2021), sedangkan penelitian lain menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap harga saham (Nafia dan Wibowo, 2020).

Kebijakan dividen merupakan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai serta bagian laba yang ditahan untuk menjaga stabilitas laba ditahan yang digunakan sebagai investasi perusahaan (Viriany dan Kristian, 2021). Dalam perspektif teori signaling, kebijakan dividen dipandang sebagai sinyal yang diberikan manajemen kepada investor mengenai kondisi keuangan dan prospek perusahaan, sehingga berpotensi memengaruhi harga saham. Namun, hasil penelitian terdahulu menunjukkan temuan yang beragam, di mana secara parsial arus kas operasi dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh dan tidak signifikan terhadap harga saham, sedangkan kebijakan dividen berpengaruh dan signifikan terhadap harga saham. Selain itu, kebijakan dividen tidak mampu memoderasi hubungan arus kas operasi dan pertumbuhan penjualan terhadap harga saham, meskipun secara simultan arus kas operasi, pertumbuhan penjualan, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap harga saham (Abidin et al., 2025). Berbeda dengan arus kas operasi dan pertumbuhan penjualan, hingga saat ini penelitian yang mengkaji peran kebijakan dividen sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara kepemilikan institusional dan harga saham masih terbatas. Padahal, dalam perspektif teori signaling, kepemilikan institusional dapat memberikan sinyal positif kepada pasar mengenai kualitas pengawasan dan kepercayaan investor institusi terhadap perusahaan, yang berpotensi memengaruhi harga saham. Oleh karena itu, kebijakan dividen diduga dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh kepemilikan institusional terhadap harga saham, sehingga perlu dilakukan pengujian lebih lanjut untuk mengisi kesenjangan penelitian tersebut.

Kerangka Konseptual



Hipotesis

- H1** : Arus Kas Operasi berpengaruh terhadap Harga Saham
H2 : Pertumbuhan Penjualan berpengaruh terhadap Harga Saham
H3 : Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap Harga Saham
H4 : Kebijakan Dividen memoderasi hubungan antara Arus Kas Operasi dengan Harga Saham

H5 : Kebijakan Dividen memoderasi hubungan antara Pertumbuhan Penjualan dengan Harga Saham

H6 : Kebijakan Dividen memoderasi hubungan antara Kepemilikan Institusional dengan Harga Saham

2. Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang bertujuan untuk menganalisis hubungan antar variabel penelitian berdasarkan data numerik. Pendekatan ini digunakan untuk menguji pengaruh dan keterkaitan antar variabel secara empiris. Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi, yaitu dengan menghimpun data sekunder yang diperoleh dari sumber resmi berupa laporan keuangan tahunan perusahaan yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) perusahaan sub sektor Consumer Non-Cyclicals tahun 2020 – 2024., sebagaimana dikemukakan oleh (Sugiyantoro dalam Chany et.all 2025). Data dianalisis menggunakan regresi data panel dengan pendekatan *Random Effect Model* dan bantuan Eviews versi 13. Uji yang digunakan dalam penelitian ini meliputi uji asumsi klasik, uji koefisien determinasi, uji t untuk pengujian secara parsial dan uji f untuk pengujian secara simultan.

Teknik Pengumpulan Data Peneliti mengunduh data laporan tahunan (annual report) perusahaan Basic Materials yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2020-2024.

Harga Saham

Harga saham merupakan nilai saham yang terbentuk di pasar modal sebagai hasil interaksi antara permintaan dan penawaran investor. Harga saham mencerminkan persepsi investor terhadap kinerja, prospek, dan risiko perusahaan di masa mendatang. Dalam penelitian ini, harga saham yang digunakan adalah harga saham biasa perusahaan sektor properti, real estate, dan building construction yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), yang diukur menggunakan harga penutupan (closing price) pada akhir tahun periode pengamatan dan digunakan sebagai dasar dalam pengujian statistik. Dengan rumus sebagai berikut:

$$CP = \ln(Closing\ Price)$$

Arus Kas Operasi (AKO)

Arus kas operasi adalah arus kas yang berasal dari aktivitas utama perusahaan dalam menghasilkan pendapatan (principal revenue producing activities), selain aktivitas investasi dan pendanaan. Arus kas dari aktivitas operasi mencerminkan seluruh penerimaan dan pengeluaran kas yang timbul dari transaksi atau peristiwa yang memengaruhi laba bersih perusahaan. Secara sederhana, arus kas operasi merupakan selisih antara kas yang diterima dan kas yang dibayarkan dalam kegiatan operasional perusahaan (Prastowo, 2011 dalam Asiah dan Mulyani, 2020). Dengan rumus sebagai berikut:

$$AKO = \ln(Arus\ Kas\ Operasi)$$

Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan merupakan tingkat perubahan atau peningkatan jumlah penjualan perusahaan dari satu periode ke periode berikutnya yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan pendapatan. Tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi menunjukkan adanya peningkatan aktivitas operasional dan peluang ekspansi usaha, sehingga perusahaan cenderung membutuhkan tambahan modal eksternal untuk mendukung pertumbuhan tersebut (Kusumajaya, 2011).

$$PP = \frac{Sales\ t - Sales\ t^{-1}}{Sales\ t^{-1}}$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh lembaga atau institusi, seperti perusahaan asuransi, dana pensiun, bank, perusahaan investasi, dan institusi keuangan lainnya. Kepemilikan institusional mencerminkan tingkat pengawasan dan kontrol institusi terhadap kebijakan serta kinerja manajemen perusahaan, sehingga berpotensi memengaruhi pengambilan keputusan strategis perusahaan. Dalam penelitian ini, kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan rasio antara jumlah saham yang dimiliki oleh institusi terhadap jumlah saham perusahaan yang beredar secara keseluruhan. Dengan rumus sebagai berikut:

$$KI = \frac{Jumlah\ Saham\ Kepemilikan\ Institusional}{Jumlah\ Saham\ Beredar}$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang ditetapkan oleh manajemen perusahaan dalam menentukan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau ditahan sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan kembali guna memperoleh capital gains (Ambarwati dalam Permatasari, 2020). Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diukur menggunakan Dividend Payout Ratio (DPR), yaitu persentase laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai. Dengan rumus sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per share}}{\text{Earning Per share}}$$

Deskripsi Objek Penelitian

Penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode purposive sampling, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang sesuai dengan tujuan penelitian. Adapun kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan sektor **consumer non-cyclicals** yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020–2024.
2. Perusahaan sektor consumer non-cyclicals yang tidak mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara konsisten selama periode 2020–2024 dikeluarkan dari sampel penelitian.
3. Perusahaan sektor consumer non-cyclicals yang tidak membagikan dividen tunai selama periode 2020–2024 juga dikeluarkan dari sampel penelitian.
4. Perusahaan sektor consumer non-cyclicals yang tidak memiliki data kepemilikan institusional secara lengkap selama periode 2020–2024 dikeluarkan dari sampel penelitian.

3. Hasil dan Diskusi

3.1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Setelah seluruh data dan informasi berhasil dikumpulkan, maka tahapan pengolahan data dapat segera dilaksanakan. Proses pengolahan data dilakukan dengan bantuan Eviews 13. Berdasarkan tahapan pengolahan data yang telah dilakukan diperoleh ringkasan statistic deskriptif dari masing-masing variabel penelitian yang digunakan seperti tabel sebagai berikut:

Tabel 1. Analisis Statistik Deskriptif

| | Closing Price | AKO | PP | KI | AKO_DPR | PP_DPR | KI_DPR |
|---------------------|----------------------|------------|-----------|-----------|----------------|---------------|---------------|
| Mean | 7.770075 | 27.97280 | 0.231908 | 0.699541 | 22.69030 | 0.097974 | 0.635489 |
| Median | 7.686985 | 27.92275 | 0.068925 | 0.805329 | 16.38063 | 0.021068 | 0.321840 |
| Maximum | 9.339173 | 30.54666 | 10.60458 | 0.933965 | 152.9163 | 5.124575 | 4.367890 |
| Minimum | 5.293305 | 23.52142 | -0.339347 | 0.237763 | 2.821402 | -0.858243 | 0.026736 |
| Std. Dev. | 1,020059 | 1.742315 | 1.366707 | 0.211408 | 23.64406 | 0.677344 | 0.731520 |
| Observations | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 |

Berdasarkan tabel 1 diatas, menunjukkan hasil statistic deskriptif, yaitu sebagai berikut:

Variabel Harga Saham (CP) memiliki nilai rata rata sebesar 7.77 dengan nilai minimum 5.29 dan maksimum 9.34, yang mengartikan bahwa adanya variasi harga saham antar perusahaan selama periode 2020 – 2024. Nilai standar deviasi sebesar 1.02 yang menunjukkan Tingkat penyebaran data yang relative moderat.

Variabel arus kas operasi (AKO) memiliki nilai rata-rata sebesar 27.97 dengan nilai minimum 23.52 dan maksimum 30.55, serta standar deviasi sebesar 1.74, yang menunjukkan bahwa arus kas operasi relative stabil selama periode 2020 – 2024.

Variabel pertumbuhan penjualan (PP) memiliki rata-rata sebesar 0.23 dengan nilai minimum -0.34 dan maksimum 10.60 yang mengartikan adanya fluktuasi pertumbuhan penjualan, termasuk kondisi penurunan penjualan pada beberapa tahun selama periode 2020 – 2024.

Variabel kepemilikan institusional (KI) memiliki rata-rata sebesar 0.70 dengan nilai minimum 0.24 dan maksimum 0.93 yang menunjukkan bahwa sebagian besar saham perusahaan dalam sampel dimiliki oleh institusi. Standar deviasi sebesar 0.21 menunjukkan variasi kepemilikan institusional yang relative rendah,

Variabel inetraksi arus kas operasi x kebijakan dividen (AKO_DPR) memiliki nilai rata-rata sebesar 22.69 dengan nilai minimum 2.82 dan maksimum 152.92. Standar deviasi yang cukup tinggi sebesar 23.64 menunjukkan adanya variasi yang besar pada interaksi arus kas operasi dan kebijakan dividen. Nilai skewness dan kurtosis yang tinggi serta probabilitas Jarque-Bera sebesar 0,00 menunjukkan bahwa data tidak berdistribusi normal.

Variabel interaksi pertumbuhan penjualan x kebijakan dividen (PP_DPR) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,10, dengan nilai minimum -0,86 dan maksimum 5,12. Standar deviasi sebesar 0,68 menunjukkan adanya variasi moderasi kebijakan dividen terhadap pertumbuhan penjualan. Nilai skewness dan kurtosis yang tinggi serta probabilitas Jarque-Bera sebesar 0,00 mengindikasikan bahwa data tidak berdistribusi normal.

Variabel interaksi kepemilikan institusional x kebijakan dividen (KI_DPR) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,64, dengan nilai minimum 0,03 dan maksimum 4,37. Standar deviasi sebesar 0,73 menunjukkan variasi moderasi kebijakan dividen terhadap kepemilikan institusional. Nilai skewness dan kurtosis yang tinggi serta probabilitas Jarque-Bera sebesar 0,00 menunjukkan bahwa data tidak berdistribusi normal.

Pemilihan Regresi Data Panel

Tabel 2. Hasil Regresi Data Panel

| No | Metode | Kriteria Keputusan | Nilai | Hasil |
|----|-------------------------|--------------------|---------------|-------|
| 1 | Uji Chow | < 0.05 FEM | 0.0000 < 0.05 | FEM |
| 2 | Uji Hausman | > 0.05 REM | 0.6360 > 0.05 | REM |
| 3 | Uji Lagrange Multiplier | < 0.05 REM | 0.0000 < 0.05 | REM |

Sumber: Hasil olah data penulis, Eviews13, 2025

Berdasarkan hasil uji Chow, uji Hausman, dan uji Legrange Multiplier diperoleh nilai probabilitas yang lebih kecil dari 0,05, sehingga model yang paling tepat digunakan dalam penelitian ini adalah *Random Effect Model (REM)*. Pemilihan model ini menunjukkan bahwa perbedaan karakteristik antarperusahaan yang bersifat individual dan tidak dapat diobservasi secara langsung lebih tepat diperlakukan sebagai komponen acak. *Random Effect Model* mampu mengakomodasi variasi antar unit cross-section tanpa harus mengestimasi parameter untuk setiap perusahaan, sehingga menghasilkan estimasi yang lebih efisien. Oleh karena itu, analisis regresi data panel dalam penelitian ini selanjutnya dilakukan menggunakan *Random Effect Model (REM)*.

Uji F (kelayakan model)

Tabel 3. Hasil Uji F

| | |
|--------------------|----------|
| F-statistic | 2.297955 |
| Prob (F-statistic) | 0.048002 |

Sumber: Hasil olah data penulis, Eviews13, 2025

Berdasarkan hasil uji F, diperoleh nilai F-Statistic sebesar 2.297955 dengan probabilitas sebesar 0.048002, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05. hal ini menunjukkan bahwa variabel independen dan variabel moderasi dalam model penelitian secara simultan berpengaruh terhadap harga saham, sehingga model regresi yang digunakan dinyatakan layak untuk dianalisis lebih lanjut.

Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 4. Hasil Uji Koefisien Determinasi

| | |
|--------------------|----------|
| R-squared | 0.206441 |
| Adjusted R-squared | 0.116604 |

Sumber: Hasil olah data penulis, Eviews13, 2025

Nilai R-Squared sebesar 0.206441 menunjukkan bahwa sebesar 20.64% variasi harga saham dapat dijelaskan oleh variabel independen dan variabel moderasi yang digunakan dalam penelitian ini. Sementara itu, nilai Adjusted R-

Squared sebesar 0.116604 membuktikan bahwa setelah disesuaikan dengan jumlah variabel dalam model, kemampuan variabel penelitian dalam model, kemampuan variabel penelitian dalam menjelaskan variasi harga saham adalah sebesar 11.66%. Sisanya dipengaruhi oleh faktor lain diluar penelitian ini.

Estimasi Regresi Data Panel (*Random Effect Model*)

Berdasarkan hasil estimasi model dengan pendekatan *Random Effect Model*, diperoleh persamaan regresi data panel sebagai berikut:

Tabel 5. Hasil Coefficient

| Variable | Coefficient |
|----------|-------------|
| C | 0.935058 |
| AKO | 0.197016 |
| PP | 0.329071 |
| KI | 1.839145 |
| DPR_AKO | 0.043320 |
| DPR_PP | -0.906592 |
| DPR_KI | -1.491272 |

Sumber: Hasil olah data penulis, Eviews13, 2025

$$CP = C(1) + C(2)*AKO + C(3)*PP + C(4)*KI + C(5)*AKO_DPR + C(6)*PP_DPR + C(7)*KI_DPR + [CX=R,ESTSMPL="2020 2024"]$$

$$CP = 0.9351 + 0.1970*AKO + 0.3921*PP + 1.8391*KI + 0.0433*AKO_DPR - 0.9065*PP_DPR - 1.4913*KI_DPR + [CX=R,ESTSMPL="2020 2024"]$$

1. Konstanta (0.9351)
Menunjukkan bahwa Ketika seluruh variabel independen dan variabel interaksi bernilai nol, maka harga saham (CP) berada pada tingkat 0.9351.
2. Arus Kas Operasi (AKO) – Koefisien 0.1790
Koefisien positif menunjukkan bahwa peningkatan arus kas operasi cenderung diikuti oleh peningkatan harga saham, dengan asumsi variabel lain konstan.
3. Pertumbuhan Penjualan (PP) – Koefisien 0.3921
Koefisien positif menunjukkan semakin tinggi pertumbuhan penjualan, maka harga saham enderung meningkat.
4. Kepemilikan Institusional (KI) – Koefisien 1.8391
Koefisien positif dan paing besar menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh kuat terhadap peningkatan harga saham, yang mencerminkan kepercayaan pasar terhadap peran investor institusional.
5. Interaksi AKO x DPR (AKO_DPR) – Koefisien 0.0433
Koefisien positif menunjukkan bahwa kebijakan dividen memperkuat hubungan antara arus kas operasi dan harga saham, meskipun penguatnya relative kecil.
6. Interaksi PP x DPR (PP_DPR) – Koefisien -0.9065
Koefisien negative menunjukkan bahwa kebijakan dividen memperlemah pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap harga saham.
7. Interaksi KI x DPR (KI_DPR) – Koefisien -1.4913
Koefisien negative menunjukkan bahwa kebijakan dividen memperlemah pengaruh kepemilikan institusional terhadap harga saham.

Uji Parsial (t)

Tabel 6. Hasil Uji t

| Variable | Coefficient | Std. Error | t- Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|--------------|--------|
| C | 0.935058 | 2.631634 | 0.355315 | 0.7238 |
| AKO | 0.197016 | 0.094095 | 2.093789 | 0.0411 |
| PP | 0.392071 | 0.251892 | 1.556505 | 0.1255 |
| KI | 1.839145 | 1.149907 | 1.599385 | 0.1157 |

Sumber: Hasil olah data penulis, Eviews13, 2025

Berdasarkan pengujian variabel arus kas operasi (X_1) menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.0411 lebih kecil dari 0.05 ($0.0411 < 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa H_1 diterima, yang artinya bahwa arus kas operasi berpengaruh terhadap harga saham. Berdasarkan pengujian variabel pertumbuhan penjualan (X_2) menunjukkan nilai probabilitas 0.1255 lebih besar dari 0.05 ($0.1255 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa H_2 ditolak, yang artinya bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap harga saham. Berdasarkan pengujian variabel kepemilikan institusional (X_3) menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.1157 lebih besar dari 0.05 ($0.1255 > 0.05$). Hasil ini menunjukkan bahwa H_3 ditolak, yang artinya bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap harga saham.

Uji Parsial (t) Interaksi

Tabel 6. Hasil Uji t

| Variable | Coefficient | Std. Error | t- Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|--------------|--------|
| AKO_DPR | 0.043320 | 0.025062 | 1.728533 | 0.0897 |
| PP_DPR | -0.906529 | 0.507396 | -1.786629 | 0.0797 |
| KI_DPR | -1.491272 | 0.871316 | -1.711517 | 0.0928 |

Sumber: Hasil olah data penulis, Eviews13, 2025

Berdasarkan pengujian variabel interaksi, peran kebijakan dividen sebagai moderasi menunjukkan hasil yang beragam, dimana interaksi antara arus kas operasi dan kebijakan dividen (AKO_DPR) memiliki koefisien sebesar 0.0433 dengan nilai probabilitas 0.0897, yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen belum mampu memperkuat pengaruh arus kas operasi terhadap harga saham. Selanjutnya interaksi antara pertumbuhan penjualan dan kebijakan dividen (PP_DPR) memiliki koefisien sebesar -0.9065 dengan nilai probabilitas 0.0797, yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen cenderung memperlemah hubungan antara pertumbuhan penjualan dan harga saham. Selain itu, interaksi antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen (KI_DPR) memiliki koefisien sebesar -1.4913 dengan nilai probabilitas 0.0928, yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen belum mampu memoderasi hubungan kepemilikan institusional terhadap harga saham. Hasil ini menyatakan bahwa kebijakan dividen belum menjadi faktor utama yang memperkuat respon investor terhadap informasi keuangan perusahaan selama periode penelitian.

3.2 Pembahasan hasil pengujian hipotesis

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Harga Saham

Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas operasi berpengaruh terhadap harga saham. Temuan ini membuktikan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari aktivitas operasional menjadi perhatian utama investor dalam menilai kinerja perusahaan. Arus kas operasi mencerminkan keberlanjutan usaha dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban operasionalnya, sehingga memberikan sinyal positif bagi

pasar. Informasi arus kas yang baik akan meningkatkan kepercayaan investor dan mendorong peningkatan minat investasi yang pada akhirnya tercermin pada harga saham.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Harga Saham

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap harga saham. Hal ini membuktikan bahwa peningkatan penjualan belum tentu diikuti oleh peningkatan laba atau efisiensi operasional perusahaan. Investor cenderung lebih memperhatikan kualitas laba dan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas dibandingkan sekedar peningkatan penjualan. Oleh karena itu, pertumbuhan penjualan belum menjadi faktor utama yang memengaruhi keputusan investor dalam pembentukan harga saham.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Harga Saham

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap harga saham. Temuan ini membuktikan bahwa tingginya kepemilikan saham oleh suatu institusi sebagai pemegang saham belum tentu mampu meningkatkan nilai perusahaan apabila tidak disertai dengan peran pengawasan yang efektif terhadap manajemen dan kebijakan perusahaan yang berdampak langsung pada kinerja keuangan.

Peran Kebijakan Dividen dalam Memoderasi Hubungan Arus Kas Operasi terhadap Harga Saham

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen belum mampu memoderasi hubungan antara arus kas operasi dan harga saham. Hal ini membuktikan bahwa keputusan pembagian dividen tidak memperkuat pengaruh arus kas operasi dalam mempengaruhi harga saham. Investor cenderung menilai kinerja operasional perusahaan secara langsung melalui kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas, tanpa perlu mempertimbangkan pembagian dividen sebagai faktor penguat dalam pengambilan keputusan investasi.

Peran Kebijakan Dividen dalam Memoderasi Hubungan Pertumbuhan Penjualan terhadap Harga Saham

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak memoderasi hubungan antara pertumbuhan penjualan dan harga saham. Temuan ini membuktikan bahwa meskipun perusahaan mengalami pertumbuhan penjualan, kebijakan dividen tidak menjadi pertimbangan utama investor dalam menilai saham. Investor lebih berfokus pada keberlanjutan laba dan prospek pertumbuhan jangka panjang dibandingkan tingkat pembagian dividen dalam merespon peningkatan penjualan perusahaan.

Peran Kebijakan Dividen dalam Memoderasi Hubungan Kepemilikan Institusional terhadap Harga Saham

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tak mampu memoderasi hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen merupakan dua informasi yang berdiri sendiri dalam mempengaruhi prespsi terhadap nilai perusahaan.

4. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh arus kas operasi, pertumbuhan penjualan, dan kepemilikan institusional terhadap harga saham dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor consumer non-cyclicals yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2020 – 2024. Dapat disimpulkan bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh terhadap harga saham, yang menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari aktivitas operasional merupakan informasi penting yang diperhatikan oleh investor dalam menilai kinerja dan prospek perusahaan. Sebaliknya, pertumbuhan penjualan dan kepemilikan institusional tidak menunjukkan pengaruh terhadap harga saham, yang membuktikan bahwa peningkatan penjualan maupun tingginya proporsi kepemilikan saham oleh institusi belum tentu direspon secara langsung oleh pasar apabila tidak diikuti dengan peningkatan profitabilitas, efisiensi operasional, serta kebijakan strategis perusahaan yang berdampak nyata terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian variabel moderasi menunjukkan bahwa kebijakan dividen belum mampu memperkuat hubungan antara arus kas operasi dan pertumbuhan penjualan terhadap harga saham, serta tidak berperan dalam memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional dan

harga saham, sehingga membuktikan bahwa keputusan pembagian dividen belum menjadi faktor dominan dalam meningkatkan respons investor terhadap informasi kinerja keuangan perusahaan selama periode penelitian.

Lebih lanjut, hasil pengujian secara simultan menunjukkan bahwa arus kas operasi, pertumbuhan penjualan, kepemilikan institusional serta kebijakan dividen sebagai variabel moderasi secara bersama-sama berpengaruh terhadap harga saham, yang menandakan bahwa kombinasi faktor internal perusahaan tetap memiliki peran dalam pembentukan harga saham di pasar modal. Namun demikian, nilai koefisiensi determinasi menunjukkan bahwa model penelitian ini hanya mampu menjelaskan variasi harga saham sebesar 20.64%, sedangkan sebesar 79.36% variasi harga saham dipengaruhi oleh faktor lain di luar cakupan penelitian, seperti kondisi makroekonomi, tingkat suku bunga, inflasi, kebijakan pemerintah, sentimen investor, serta dinamika pasar global. Oleh karena itu, hasil penelitian ini memberikan implikasi bahwa investor tidak hanya perlu memerhatikan kinerja operasional dan kebijakan internal perusahaan, tetapi juga mempertimbangkan faktor eksternal dalam pengambilan keputusan investasi, serta membuka peluang bagi penelitian selanjutnya untuk menambahkan variabel lain guna meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan pergerakan harga saham.

Referensi

1. (2023, 2021; Aisah & Mulyani, 2020; Alshifa, 2021; Aprilia & Riharjo, 2022; Br prba & Effendi, 2019; Deitiana, 2011; Dividen & Moderasi, 2021; Indriani & Napitupulu, 2020; Nadiatun & Danny, 2020; Novitasari, 2015; Orozco et al., 2013; Permatasari & Fitria, 2020; Rahayu & Yani, 2021; Setiawati, 2018; Sianturi & Anji Angger Bimo Setyo Wibowo, 2022; Yasinta Agatha Cahya, 2020; Yuliani, 2021)2023, K. et al. (2021). *No Title* 漢無 *No Title* *No Title*. 32(3), 167–186.
2. Aisah, N., & Mulyani, Y. (2020). *Jurnal Akuntansi Bisnis Pelita Bangsa* V ol. 5 N o. 1 – Juni 2020 *PENGARUH LABA AKUNTANSI DAN ARUS KAS OPE RASI TE RHADAP HA RGA SAHAM*. 43–62.
3. Alshifa, K. (2021). Pengaruh Faktor-Faktor Fundamental Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Harga Saham Sektor Infrastruktur, Utilitas, Dan Transportasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Accounting Global Journal*, 5(1), 34–51. <https://doi.org/10.24176/agj.v5i1.5722>
4. Aprilia, A., & Riharjo, I. B. (2022). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial... *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 4(2), 267–285. <https://jurnal.ilmudata.co.id/index.php/RIGGS>
5. Br prba, N. marlina, & Effendi, S. (2019). Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei. *Jurnal Akuntansi Barelang*, 3(2), 64–74. <https://doi.org/10.33884/jab.v3i2.1013>
6. Deitiana, T. (2011). Pengaruh Rasio Keuangan, Pertumbuhan Penjualan Dan Dividen Terhadap Harga Saham. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(1), 57–66.
7. Dividen, K., & Moderasi, S. (2021). *Artikel+1_Jaenal+dkk+1-10+ok*. 1–10.
8. Indriani, M., & Napitupulu, H. W. (2020). Pengaruh Arus Kas Operasi, Tingkat Utang, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Persistensi Laba. *Jurnal Akuntansi Dan Perpajakan Jayakarta*, 1(2), 138–150. <https://doi.org/10.53825/japjayakarta.v1i2.30>
9. Nadiatun, N., & Danny, W. (2020). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, der, size, dpr, roe terhadap harga saham. *Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 9(3), 1–30.
10. Novitasari, bunga & W. D. (2015). Deitiana, T. 2013. Pengaruh Rasio Keuangan, Pertumbuhan Penjualan, dan Dividen Terhadap Harga Saham. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 13, No. 1. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 4(1), 1–17. <http://www.mendeley.com/research/geology-volcanic-history-eruptive-style-yakedake-volcano-group-central-japan/> <https://doi.org/10.1016/j.actatropica.2019.02.002> <https://doi.org/10.1016/j.actatropica.2018.07.028> <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijppaw.201>
11. Orozco, A., Tabares, I., Sukmaningrum, P. S., Performance, F., Insurance, I., Pendahuluan, I., Belakang, L., Mohd Hussin, M. Y., Muhammad, F., Sulaiman, J. S., Lumpur, K., Box, P. O., Lumpur, K., Reference, B., Bil, R., Md Razak, M., Idris, R., Md Yusof, M., Jaapar, W. E., ... Tabares, I. (2013). No 主觀的健康感を中心とした在宅高齢者における健康関連指標に関する共分散構造分析Title. *Jurnal Teknologi*, 1(1), 69–73. <https://doi.org/10.11113/jt.v56.60>
12. Permatasari, C. D., & Fitria, A. (2020). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Harga Saham. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 9(7), 1–19.
13. Rahayu, P., & Yani, A. (2021). Pengaruh Perubahan Tarif Pajak Penghasilan, Struktur Modal Dan Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham. *Gorontalo Accounting Journal*, 4(2), 184. <https://doi.org/10.32662/gaj.v4i2.1732>
14. Setiawati, D. (2018). Pengaruh Laba Bersih Dan Arus Kas Operasi Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Food And Beverages Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2015. *Ekonomi Dan Bisnis*, 11(2),

- 321.
15. Sianturi, H., & Anji Angger Bimo Setyo Wibowo. (2022). Pengaruh Arus Kas Operasi, Laba Bersih, Ukuran Perusahaan Dan Price Book Value Terhadap Harga Saham. *Jurnal Liabilitas*, 7(1), 32–43. <https://doi.org/10.54964/liabilitas.v7i1.185>
 16. Yasinta Agatha Cahya, T. E. (2020). *Buletin Ekonomi Buletin Ekonomi*. 2, 203–210.
 17. Yuliani, E. (2021). Pengaruh Struktur Modal, Likuiditas dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 10(2), 111. <https://doi.org/10.32502/jimn.v10i2.3108>
 18. Kusumajaya, Dewa Kadek Oka. 2011. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Tesis. Pascasarjana Universitas Udayana.
 19. Jogiyanto. 2008. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Edisi Kelima. BPFE. Yogyakarta