

Efek Moderasi Risiko Pasar pada Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Pasar Perusahaan Goto

T Fawazlul Rizqi¹, Aldi Akbar²

Universitas Telkom, Indonesia

fawazlul@student.telkomuniversity.ac.id, aldiakb@tekcomuniversity.ac.id

ABSTRACT

This study aims to examine the impact of managerial ownership on firm market value, with market risk as a moderating variable producing conditional effects. The research covers the period from Q2 2022 to Q3 2023 in GOTO companies. The methodology employed is Conditional Process Analysis (CPA) by Andrew F. Hayes. Data were sourced from audited annual reports of the companies. The findings reveal that managerial ownership significantly negatively affects firm market value. However, when moderated by market risk, this relationship turns significantly positive across all levels of market risk (low, moderate, high), indicating that market risk effectively moderates the relationship between managerial ownership and firm market value.

Keywords: *Managerial ownership, market value, market risk, conditional effect*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai pasar perusahaan, dengan risiko pasar sebagai variabel moderasi dan efek kondisional yang dihasilkan. Penelitian dilakukan pada periode Q2 2022 - Q3 2023 pada perusahaan GOTO. Metode yang digunakan adalah pendekatan *Conditional Process Analysis* (CPA) oleh Andrew F. Hayes. Data diperoleh dari *annual report* perusahaan yang telah diaudit oleh akuntan publik. Hasil analisis menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Namun, ketika risiko pasar memoderasi, hubungan ini berubah menjadi positif signifikan di semua tingkat risiko pasar (rendah, moderat, tinggi), menunjukkan bahwa risiko pasar secara efektif memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai pasar perusahaan.

Kata Kunci: Kepemilikan manajerial, nilai pasar perusahaan, risiko pasar, efek kondisional

PENDAHULUAN

Perusahaan merupakan suatu lembaga yang diorganisasi dan dijalankan sekelompok orang untuk menyediakan barang dan jasa kepada masyarakat dengan tujuan untuk menghasilkan suatu tujuan (Ranupandojo & Husnan, 2007). Di zaman modern seperti saat ini, berbagai macam perusahaan teknologi bermunculan dengan berbagai inovasi yang dibawa guna menyelesaikan permasalahan masyarakat modern. Maka dari itu, saham-saham perusahaan teknologi merupakan saham yang sangat menarik untuk dijadikan tempat berinvestasi karena prospeknya diyakini baik hingga masa mendatang.

Sektor teknologi pada pasar saham merupakan sektor baru yang menarik banyak minat para investor karena sektor ini dipercaya sebagai sektor yang memiliki prospek baik di masa depan dan juga banyaknya sentimen positif bagi sektor teknologi (Hidayat & Jubaedah, 2022). Hal ini disebabkan karena adanya pertumbuhan ekonomi digital yang merupakan salah satu pilar pertumbuhan ekonomi dunia. Di Indonesia, pertumbuhan sektor teknologi disebabkan karena adanya pertumbuhan penggunaan internet yang pesat dan adanya dukungan pemerintah dengan mengeluarkan berbagai kebijakan untuk mendukung pengembangan ekonomi digital. Lahirnya berbagai perusahaan *Start-up* teknologi hasil karya anak bangsa seperti Bukalapak dan GOTO juga menjadi faktor pendukung dalam pertumbuhan sektor ini. Kendati demikian, kenyataan di lapangan menunjukkan bahwa perusahaan pada sektor teknologi tidak selalu mengalami peningkatan dalam aspek nilai pasar perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan turunnya index saham teknologi IDX atau IDXTechno dari kuartal pertama tahun 2022 hingga kuartal ketiga 2023 yang disajikan pada gambar berikut:



Gambar 1. Fluktuasi Index Saham IDX Techno Q1 2022-Q3 2023

Sumber: Yahoo Finance

Index saham IDXTechno adalah index saham yang merepresentasikan kinerja saham-saham teknologi di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan gambar 1 di atas, terjadi penurunan nilai index saham sektor teknologi IDXTechno dari awal tahun 2022 hingga kuartal 3 2023. Penurunan IDXTechno dapat diartikan bahwa saham-saham teknologi yang tergabung dalam index saham ini juga mengalami penurunan nilai pasar jika nilai pasar perusahaan ditinjau dari *Market Capital* atau kapitalisasi pasar.

Market capital atau kapitalisasi pasar adalah nilai perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan (Sartono, 2023). Turunnya index IDXTechno dapat diartikan bahwa harga saham dan nilai kapitalisasi pasar saham yang termasuk didalamnya juga ikut terjun bebas. Turunnya harga saham dan nilai kapitalisasi pasar yang terjadi terus menerus dapat menimbulkan sentimen negatif di kalangan investor mengenai kesehatan dan masa depan perusahaan. Hal ini dapat berimbas pada penarikan modal oleh para investor

perusahaan dan memperparah kondisi nilai saham dan nilai kapitalisasi pasar perusahaan tersebut.

Jika ditinjau dari Index Harga Saham Gabungan atau IHSG, index gabungan ini bergerak lebih fluktuatif dibanding IDXTechno. Hal ini disebabkan karena IHSG mencakup seluruh saham yang terdaftar di BEI, dibandingkan dengan IDXTechno yang hanya mencakup saham perusahaan teknologi. Karena IHSG merupakan index gabungan seluruh saham BEI, maka sentimen pasar dapat menjadi dampak dari fluktuasi karena berbagai sentimen baik positif maupun negatif dari berbagai sektor dan emiten tergabung menjadi satu sehingga dapat mempengaruhi IHSG secara keseluruhan. Dilansir dari CNBC Indonesia (2023a), pada tanggal 10 Februari 2023, saham emiten teknologi beramai-ramai terkapar di zona merah pada perdagangan hari tersebut. Turunnya saham *Big Cap* di sektor tersebut membuat kinerja IDXTechno menjadi buruk pada hari tersebut. Imbasnya, IHSG pun ikut turun pada hari tersebut hingga 0,25% setelah sebelumnya sempat terjun lebih dari 1% hingga jeda sesi 1 pada hari tersebut.



Gambar 2. Pergerakan IHSG Q2 2022 - Q3 2023

Sumber: Yahoo Finance

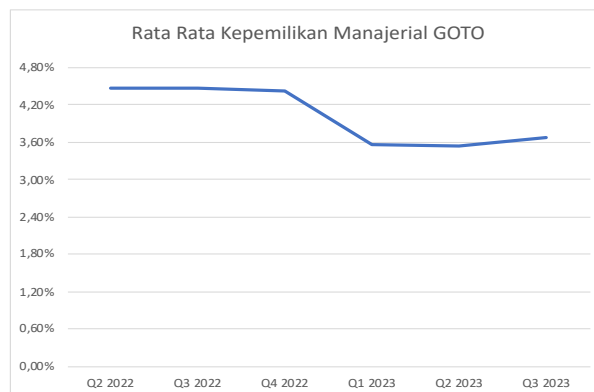
Salah satu emiten *Big Cap* yang sedang mengalami penurunan adalah perusahaan GOTO. GOTO yang merupakan perusahaan yang baru melakukan aksi merger juga ikut terdampak dalam fenomena turunnya indeks saham teknologi di Indonesia. Semenjak IPO pada 11 April 2022, harga saham GOTO terus turun dari harga penawaran awal pada saat IPO sebesar Rp 338 per lembar saham hingga Rp 85 per lembar saham di akhir kuartal 3 2023 dan sempat menyentuh harga terendah sepanjang masa atau *all time low* sebesar Rp 66 per lembar saham. Jika dihitung dari masa IPO hingga akhir kuartal 3 2023, harga saham GOTO telah turun drastis sebesar 78%. Turunnya harga saham GOTO di bursa saham juga mengakibatkan anjloknya nilai kapitalisasi pasar GOTO dimana pada saat melakukan aksi IPO, nilai kapitalisasi pasar GOTO sebesar Rp 463 Triliun dan terus menurun hingga mencapai angka Rp100,6 Triliun di akhir kuartal 3 2023.



Gambar 3. Pergerakan Harga Saham GOTO Q2 2022 - Q3 2023

Sumber: Yahoo Finance

GOTO, yang merupakan hasil merger Decacorn tanah air dengan Unicorn *ride-hailing* Gojek, membuat masyarakat kebingungan karena performa sahamnya yang terus anjlok di bursa saham. Menurut beberapa portal berita nasional, anjloknya harga saham GOTO disinyalir karena adanya aksi jual yang sangat masif. William Tanuwijaya selaku komisaris GOTO dan *founder* Tokopedia diketahui telah menjual saham GOTO miliknya sebanyak 332,2 Juta lembar saham seri A atau setara dengan 0,03% dari modal ditempatkan dan disetor penuh GOTO dan menyisakan sebesar 20,64 miliar saham seri A dan B atau sebanding dengan 1,72% kepemilikan. (CNBC Indonesia, 2023b). Aksi yang dilakukan William Tanuwijaya selaku manajerial GOTO mengakibatkan para investor terutama investor ritel menjadi takut dalam mempertahankan modal mereka di saham GOTO dan tidak jarang investor yang juga ikut-ikutan menjual saham GOTO mereka sehingga menjadi efek domino terhadap performa saham yang menjadi semakin terjun bebas. Disisi lain, kepemilikan manajerial pada saham GOTO mengalami penurunan secara keseluruhan yang diakibatkan oleh masuknya Pemerintah Singapura melalui Citibank sebagai investor dengan membeli dengan total sebanyak 68,8 Miliar saham atau setara dengan 6.55% kepemilikan per 31 Desember 2022. Dengan masuknya Pemerintah Singapura sebagai investor, kepemilikan manajerial pada saham GOTO mengalami penurunan jika dilihat pada rasio kepemilikan keseluruhan dari yang awalnya total kepemilikan manajerial sebesar 4,42% pada kuartal 4 2022 menjadi 3,56% pada kuartal 1 2023.



Gambar 2. grafik Rata-rata Kepemilikan Manajerial GOTO

Sumber: Yahoo Finance

Salah satu tujuan yang ingin dicapai oleh suatu perusahaan adalah nilai pasar perusahaan. Nilai pasar perusahaan merupakan salah satu indikator kinerja sebuah perusahaan yang penting bagi para investor (Muthmainnah & Hamdi, 2022). Nilai pasar perusahaan yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik dan berpotensi memberikan keuntungan yang baik bagi para investor. Sebelum menentukan keputusan investasi, para investor harus melakukan analisis aspek fundamental pada perusahaan yang menjadi sasaran investasi. Aspek yang dapat dijadikan sebagai indikator keberhasilan suatu perusahaan adalah efektivitas kinerja perusahaan yang positif dan nilai pasar perusahaan yang baik. Nilai pasar perusahaan yang tinggi dapat diraih oleh suatu perusahaan jika para pemangku kepentingan menerapkan tata kelola perusahaan yang baik atau biasa dikenal dengan *Good Corporate Governance*.

Menurut David T. Coe, Christian H. Leuz, t.t., tata kelola perusahaan yang baik atau *Good Corporate Governance* (GCG) adalah seperangkat prinsip dan praktik yang memastikan bahwa perusahaan dikelola secara transparan, akuntabel, bertanggung jawab, independen, dan adil. Perusahaan yang menerapkan GCG memiliki nilai perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menerapkan GCG. Berdasarkan penelitian yang dilakukan David T. Coe, Christian H. Leuz, t.t., GCG dapat meningkatkan nilai perusahaan sebesar 10% hingga 15%. Nilai pasar perusahaan dapat dipengaruhi oleh kendali pihak manajemen dan faktor eksternal lainnya (Asante-Darko dkk., 2018). Manajemen suatu perusahaan bertanggung jawab atas pengelolaan perusahaan guna menambah nilai pasar perusahaan. Dalam proses memaksimalkan nilai pasar perusahaan, kerap terjadi adanya konflik antar pihak *management (agent)* dengan pemilik perusahaan atau pemegang saham (*principal*) karena setiap pihak memiliki kepentingannya masing-masing. Maka dari itu, muncul sebuah biaya yang dinamakan biaya keagenan atau *agency cost* dimana biaya ini merupakan biaya yang dikeluarkan untuk sebuah mekanisme pengawasan yang dapat meratakan semua kepentingan antara para manajemen dan pemegang saham. Namun, penggunaan *agency cost* terkadang menimbulkan beberapa permasalahan. Permasalahan yang paling besar dalam menggunakan biaya ini adalah peningkatan beban biaya dan adanya ketidaksempurnaan dalam melakukan pengukuran. Maka dari itu, salah satu alternatif untuk mengurangi timbulnya *agency cost* adalah dengan adanya kepemilikan manajerial dimana para manajemen perusahaan memiliki sebagian saham perusahaannya. Dengan adanya kepemilikan manajerial, para manajemen yang merupakan bagian dari para pemegang saham akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan yang kemudian berimbas pada peningkatan nilai perusahaan sesuai dengan yang diharapkan oleh para pemegang saham lainnya.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Wulandari (2019) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2014-2016, kepemilikan manajerial memiliki pengaruh signifikan dan memberikan hubungan positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian tersebut juga diperkuat oleh hasil penelitian yang dilakukan Akyunina & Kurnia (2021) pada perusahaan sub sektor barang konsumsi

di BEI pada periode 2016-2019 bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Disisi lain, penelitian yang dilakukan oleh Cristofer (2019) pada perusahaan manufaktur di BEI pada tahun 2015-2017 mendapati hasil bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai pasar perusahaan dapat dimoderisasi oleh risiko pasar. Hal ini dapat terjadi karena ketika risiko pasar meningkat, seperti dalam periode volatilitas ekonomi negara yang tidak stabil, pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dapat ikut berubah karena ada beberapa kemungkinan skenario terjadi. Contoh dari skenario yang dapat terjadi seperti, dalam kondisi pasar yang tidak stabil dan risiko pasar meningkat, investor dan pemegang saham mungkin lebih memperhatikan risiko sistem pasti daripada faktor spesifik perusahaan. Dalam hal ini, kepemilikan manajerial mungkin dianggap sebagai faktor yang kurang penting dalam menentukan nilai pasar perusahaan. Maka dari itu, variabel risiko pasar ditambahkan sebagai variabel moderisasi untuk mengukur seberapa besar pengaruh dari risiko pasar dalam memoderisasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Di sisi lain, manajerial yang memiliki kepemilikan saham dalam perusahaan mungkin lebih responsif terhadap risiko pasar dan lebih cenderung mengambil langkah untuk mengurangi exposure perusahaan terhadap risiko sistematis ini yang kemudian dapat berdampak positif pada nilai pasar perusahaan dalam kondisi pasar yang bergejolak.

Berdasarkan penjelasan latar belakang dan beberapa fenomena di atas mengindikasikan bahwa nilai perusahaan merupakan elemen yang krusial dalam sebuah perusahaan. Selain itu, adanya inkonsistensi hasil penelitian terdahulu akibat dari perbedaan objek dan periode penelitian menyebabkan adanya celah penelitian (*Research Gap*) yang kemudian menjadi katalisator untuk melakukan penelitian yang diberi judul "Efek Moderisasi Risiko Pasar Pada Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Pasar Perusahaan Pada Perusahaan GOTO."

TINJAUAN LITERATUR

1. Teori Perusahaan

Perusahaan adalah sebuah *Black Box* atau kotak hitam yang dijalankan dengan berbagai cara untuk memenuhi suatu kondisi marginal yang berhubungan dengan *input* dan *output* sehingga dapat memaksimalkan keuntungan, lebih tepatnya memaksimalkan nilai sekarang atau *present value* (Jensen & Meckling, 2012). Dalam perspektif ekonomi, perusahaan adalah suatu entitas yang muncul untuk mengurangi biaya transaksi yang timbul ketika individu melakukan pertukaran atau transaksi di pasar (Coase, 2012). Perusahaan muncul karena dalam situasi tertentu, lebih efisien untuk mengorganisir kegiatan produksi dan distribusi dalam struktur perusahaan dibanding melalui mekanisme pasar.

2. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Menurut Jensen & Meckling (2012), teori keagenan atau *agency theory* adalah kerangka konseptual yang digunakan untuk memahami dan menganalisis hubungan antara dua pihak yang memiliki kepentingan yang berbeda dalam sebuah organisasi atau perusahaan. Dalam konteks perusahaan, teori keagenan mengkaji hubungan antara pemilik modal atau pemegang saham yang merupakan prinsipal dan manajer bertindak sebagai agen yang mengelola perusahaan atas nama pemilik modal. Dalam teori ini, disebutkan bahwa setiap pihak dalam hubungan agensi, baik itu pemilik modal sebagai prinsipal maupun manajer sebagai agen, memiliki dorongan tersendiri dalam memaksimalkan kepentingan sendiri atau disebut dengan *utility maximize*. Agar tidak menimbulkan konflik kepentingan antara agen dan prinsipal dalam memaksimalkan kepentingan setiap pihak, maka dibutuhkan serangkaian pengawasan serta mitigasi potensi konflik dan hal ini menimbulkan biaya yang disebut biaya keagenan (*Agency Cost*). Permasalahan yang paling besar dalam menggunakan biaya ini adalah peningkatan beban biaya dan adanya ketidaksempurnaan dalam melakukan pengukuran. Maka dari itu, digunakanlah sebuah cara agar dapat menekankan biaya keagenan agar tidak terlalu besar dengan cara memberikan sebagian saham kepada para manajerial atau disebut dengan kepemilikan manajerial. Dengan menerapkan kepemilikan manajerial, para agen tidak hanya bertindak sebagai “nahkoda” perusahaan, namun juga sebagai pemilik perusahaan atau prinsipal. Penekanan biaya keagenan menghasilkan *agency cost* yang lebih rendah, hal ini diasosiasikan dengan nilai perusahaan yang semakin tinggi. Dengan pengelolaan yang lebih baik maka akan membantu meningkatkan nilai perusahaan.

3. Nilai Pasar Perusahaan

Nilai pasar perusahaan atau *market value* merupakan penilaian pasar terhadap kondisi perusahaan yang tercermin dari harga saham dan jumlah lembar saham yang dikeluarkan perusahaan (Napoh, 2016). Nilai pasar menunjukkan nilai wajar perusahaan yang mendeskripsikan bagaimana penilaian dan persepsi para investor terhadap suatu perusahaan dengan asumsi jika perusahaan tersebut hendak dijual, maka nilai pasar menunjukkan nilai yang bersedia dibayar oleh pembeli perusahaan. Nilai pasar perusahaan biasanya digunakan untuk menggambarkan seberapa besar nilai suatu perusahaan pada pasar keuangan dan nilai ini ditentukan oleh para pelaku pasar melalui transaksi jual beli saham perusahaan tersebut pada bursa saham (Corporate Finance Institution, 2021).

4. Risiko Pasar

Menurut Zettrira & Ekawati (2016) risiko pasar merupakan salah satu jenis risiko dalam berinvestasi yang tercipta karena faktor eksternal yang terjadi di luar kegiatan perusahaan yang berimpas pada seluruh perusahaan atau industri dalam pasar saham seperti munculnya kebijakan ekonomi, politik, devaluasi, inflasi, resesi, dan lain sebagainya. Istilah risiko pasar juga kerap dikenal sebagai risiko yang sistematis dimana sifat risiko ini disebabkan oleh faktor yang secara bersamaan

mempengaruhi harga saham pada bursa saham. Volatilitas harga sering kali muncul disebabkan oleh fluktuasi faktor-faktor lain yang tak terduga yang umumnya berimbas pada seluruh komponen pasar keuangan. Risiko yang sistematis tidak secara khusus dikaitkan dengan perusahaan yang diinvestasikan, namun bergantung pada kinerja pasar secara keseluruhan. Suatu indeks saham dapat menjadi risiko pasar karena mencerminkan kinerja keseluruhan pasar saham dan fluktuasi dalam nilai indeks dapat mempengaruhi portofolio investasi secara keseluruhan. Risiko pasar dapat dihitung dengan melihat Indeks Harga Saham Gabungan (Habibullah, 2021). Menurut Otoritas Jasa Keuangan RI (2022), Index Harga Saham Gabungan atau IHSG adalah indeks yang mengukur kinerja harga semua saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). IHSG dapat menjadi representatif dari risiko pasar saham Indonesia karena IHSG mencerminkan kinerja gabungan dari total saham yang terdaftar pada BEI secara *real time*. Apabila tren IHSG sedang naik, maka bisa dipastikan harga saham dalam pasar modal juga turut meningkat dan berlaku sebaliknya.

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan metode kuantitatif. Metode kuantitatif dipilih karena data penelitian berupa angka-angka dan analisis menggunakan prosedur statistik dengan tujuan untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan.

Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan konsolidasian per kuartal perusahaan GOTO yang sudah di audit oleh akuntan publik pada periode kuartal 2 2022 hingga kuartal 3 2023 karena periode tersebut sesuai dengan waktu penelitian. Data ini diperoleh dari laman resmi perusahaan GOTO.

Data yang terkumpul dianalisis menggunakan analisis statistik deskriptif dan menggunakan *Conditional Process Analysis* dari Andre F. Hayes untuk menguji efek moderasi serta efeknya dalam suatu kondisi (*Conditional Effect*) pada hubungan variabel X terhadap Y. Pada penelitian ini, yang menjadi variabel moderasi adalah risiko pasar yang diproksikan oleh IHSG dengan efek kondisional yang terbagi menjadi 3 kondisi yaitu rendah, moderat, dan tinggi. Serta variabel X pada penelitian ini adalah kepemilikan manajerial dan variabel Y adalah Nilai Pasar Perusahaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Tabel 1. Uji Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kepemilikan Manajerial (%)	355	3,55	4,48	4,0306	0,43402
Nilai Perusahaan	355	14,00	14,68	14,2831	0,22165
Risiko Pasar (IHSG)	355	3,82	3,86	3,8396	0,01127

Tabel 1 di atas menunjukkan bahwa total sampel data yang diuji pada penelitian ini adalah sebanyak 355 sampel. Sampel sebanyak 355 ini merupakan data kumpulan data dari periode kuartal 2 tahun 2022 sampai dengan kuartal 3 tahun 2023. Kepemilikan Manajerial yang merupakan variabel independen dalam penelitian ini menunjukkan nilai minimum sebesar 3,55%, nilai maksimum sebesar 4,48%, dengan nilai rata – rata (Mean) sebesar 4,0306% dan standard deviasi sebesar 0,43402%. Selanjutnya dilakukan uji pada nilai pasar perusahaan. Data nilai perusahaan yang diuji adalah data angka yang sudah dikonversikan ke dalam bentuk logaritma agar satuan dan besaran nilainya setara dengan nilai dari variabel lainnya. Hasil uji statistik deskriptif pada tabel menunjukkan bahwa variabel nilai pasar perusahaan menunjukkan nilai minimum sebesar 14.00 dan nilai maksimum sebesar 14.68, menghasilkan rata-rata sebesar 14,2831 dengan standard deviasi sebesar 0,22165. Uji statistik deskriptif selanjutnya dilakukan pada variabel moderasi yaitu risiko pasar yang diprosikan dengan nilai index IHSG selama 355 hari. Sebelum dilakukannya uji statistik deskriptif, nilai dari data IHSG dikonversikan menjadi bentuk logaritma agar satuan dan besaran nilainya setara dengan nilai dari variabel lain. Dari uji statistik deskriptif yang dihasilkan, ditemukan bahwa nilai minimum dari variabel risiko pasar sebesar 3.82 dan nilai maksimum sebesar 3.86. Nilai rata-rata yang diperoleh sebesar 3.8396 dengan nilai standard deviasi sebesar 0.01127.

Tabel 2. Uji Hipotesis PROCESS Hayes

	Coeff	se	t	p
Constant	168,3974	26,5828	6,3348	0,0000
Kepemilikan Manajerial (X)	-38,9144	6,2722	-6,2722	0,0000
Risiko Pasar (W)	-40,5767	6,9308	-5,8545	0,0000
int_1	10,242	1,6349	6,2647	0,0000

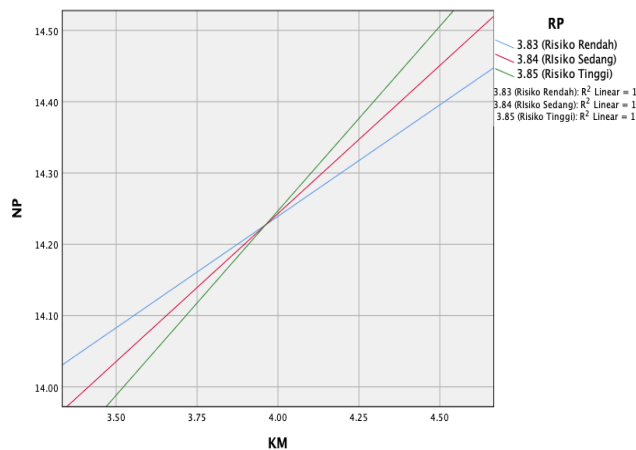
Berdasarkan data dari tabel 2, nilai signifikansi statistik atau nilai p menunjukkan angka sebesar 0.0000, nilai tersebut lebih kecil dari 0,05 artinya

variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel X berpengaruh signifikan terhadap nilai pasar perusahaan yang merupakan variabel Y. namun, nilai koefisien kepemilikan manajerial menunjukkan angka sebesar -38,9144 yang berarti variabel kepemilikan manajerial menurunkan nilai pasar perusahaan atau disebut juga berbanding terbalik karena nilai koefisien berbilangan negatif. Pada tabel 4.2, terdapat sebuah koefisien bernama *int_1* dimana koefisien ini adalah koefisien interaksi (kepemilikan manajerial x risiko pasar). Nilai dari koefisien ini menunjukkan efek dari moderasi risiko pasar pada hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai pasar perusahaan. Pada tabel di atas ditemukan bahwa nilai *p int_1* sebesar 0,0000 dimana nilai tersebut lebih kecil dari 0,05 maka, risiko pasar sebagai variabel moderasi dapat memoderasi signifikan hubungan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai pasar perusahaan. Nilai koefisien dari interaksi ini sebesar 10,242 artinya dengan adanya risiko pasar sebagai variabel moderasi dapat mengubah hubungan antara variabel X dan Y yang sebelumnya berhubungan negatif menjadi berhubungan positif karena nilai koefisien yang positif.

Tabel 3. Hasil Efek Kondisional Risiko Pasar

RP	Effect	se	t	p
3,8300	0,3126	0,0205	15,2415	0,0000
3,8400	0,4151	0,0185	22,4136	0,0000
3,8500	0,5175	0,0283	18,2995	0,0000

Berdasarkan hasil pada tabel 3, risiko pasar dikategorikan menjadi tiga tingkat berdasarkan persentil. Persentil yang digunakan adalah persentil ke 16, 50 dan 84. Persentil ke-16 dengan nilai risiko pasar sebesar 3,8300 yang merefleksikan kondisi risiko pasar rendah, persentil ke-50 dengan nilai risiko pasar sebesar 3,8400 yang merefleksikan kondisi pasar yang moderat, dan persentil ke-84 dengan nilai risiko pasar sebesar 3,8500 yang merefleksikan kondisi risiko pasar tinggi. Visualisasi dari efek atas suatu kondisi risiko pasar yang memoderasi hubungan kepemilikan manajerial pada nilai pasar perusahaan dapat dilihat pada grafik di bawah ini:



Gambar 3. Grafik Efek Kondisional Risiko Pasar

Sumber: Data Hasil Olahan Penulis

Risiko pasar yang tinggi memberikan efek yang paling kuat dengan nilai efek sebesar 0,5175. Risiko pasar dengan tingkat kondisi moderat memberikan efek yang juga moderat dengan nilai efek sebesar 0,4151. Kondisi terendah dari risiko pasar memberikan efek yang juga rendah dengan nilai efek sebesar 0,3126. Ketiga tingkat kondisi risiko pasar ini tetap memberikan pengaruh signifikan karena ketika kondisi memiliki nilai $P = 0,0000$.

Pembahasan

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang telah dilakukan, diketahui bahwa semakin tinggi Kepemilikan Manajerial pada perusahaan GOTO maka semakin rendah nilai pasar perusahaan. Begitu juga sebaliknya, rendahnya Kepemilikan Manajerial membuat Nilai Pasar Perusahaan menjadi lebih tinggi. Pada hakikatnya, setiap karyawan perusahaan yang menduduki jabatan manajerial adalah agen untuk menjalankan perusahaan sebaik mungkin yang dipercayai oleh para investor atau prinsipal perusahaan guna mencapai kinerja terbaik demi kesejahteraan prinsipal. Pada kenyataannya, tidak jarang agen bertindak tidak sesuai dengan keinginan para prinsipal karena agen mempunyai kepentingannya sendiri sebagai pengelola perusahaan. Hal ini menyebabkan terjadinya konflik kepentingan antara prinsipal dan agen yang disebut juga dengan konflik keagenan. Jika dilihat dari sisi para agen, mereka menginginkan pendapatan atau insentif yang tinggi saat itu juga dibandingkan dengan pertumbuhan nilai investasi seperti yang diharapkan oleh para prinsipal. Dampak yang diakibatkan adalah turunnya nilai pasar perusahaan karena meningkatkan nilai perusahaan bukanlah fokus utama para agen, hal ini menyebabkan minat para investor untuk menanam modal mereka pada perusahaan menurun karena para investor lebih mengincar keuntungan jangka panjang dari pada keuntungan sesaat yang berjangka pendek. Selain itu, dijelaskan juga dalam teori keagenan bahwa efek yang dapat timbul pada tingkat kepemilikan yang tinggi yaitu para agen dapat menjadi lebih konservatif dan kurang bersedia dalam pengambilan risiko yang diperlukan untuk mendorong pertumbuhan dan meningkatkan nilai pasar

karena para agen takut keuntungan mereka dari kepemilikan saham tempat mereka bekerja menurun bahkan merugi.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Muthmainnah & Hamdi (2022) pada perusahaan sektor teknologi yang terdaftar di BEI periode 2018 hingga 2022, dan Suastini et al. (2016) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010 hingga 2013 dimana ditemukan bahwa Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Namun, penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Akyunina & Kurnia (2021) pada perusahaan sub sektor barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2016 hingga 2019 dimana hasil penelitian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. penelitian ini juga tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Ayu & Sumadi (2019) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak memberikan pengaruh terhadap nilai pasar perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2013 hingga 2015.

ketika risiko pasar dihadirkan menjadi variabel moderasi, hubungan kepemilikan manajerial terhadap nilai pasar perusahaan berubah menjadi positif dimana ketika risiko pasar diperhitungkan, kepemilikan manajerial yang tinggi membuat nilai pasar perusahaan juga ikut tinggi. Hal ini dapat terjadi karena ketika dalam sebuah keadaan dimana pasar tidak pasti atau pasar berisiko, manajer lebih terdorong untuk membuat keputusan yang lebih strategis dan berorientasi pada pertumbuhan untuk meningkatkan nilai pasar perusahaan. Selain itu, kondisi pasar yang tidak pasti memungkinkan para manajer menjadi tertekan untuk mengoptimalkan kinerja perusahaan dalam situasi yang tidak stabil ini

Berdasarkan hasil *conditional effects* yang dihasilkan dari penggunaan model PROCESS Hayes dalam pengujian hipotesis ini, ditemukan bahwa kondisi risiko pasar yang semakin tinggi dapat memperlemah pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap nilai pasar perusahaan secara. Temuan ini memberikan beberapa implikasi penting. Secara teoretis, hasil ini mendukung teori keagenan yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dapat mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham karena manajer yang juga berperan sebagai pemilik perusahaan akan lebih termotivasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan terlebih pada saat risiko pasar tinggi. Jika para manajer tidak mengambil keputusan yang tepat pada saat risiko pasar sedang tinggi maka para manajer tersebut juga akan merasakan kerugian yang sama seperti para investor, turunnya nilai pasar perusahaan. maka dari itu, ketika pasar sedang berada di fase yang tidak pasti, kepemilikan manajerial yang tinggi pada suatu perusahaan menjadi indikator yang positif bagi para investor untuk menanam modal karena para investor akan beranggapan bahwa para manajer akan bekerja tidak hanya sebagai agen, namun juga sebagai prinsipal yang mewakili kepentingan investor.

Perubahan arah pengaruh ini menyoroti pentingnya peran risiko pasar dalam memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai pasar perusahaan. Dalam konteks teori agensi, kondisi ini dapat dijelaskan melalui mekanisme di mana manajer yang memiliki kepentingan kepemilikan yang besar cenderung lebih termotivasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan terutama saat risiko pasar tinggi.

Kebaharuan penelitian ini adalah penggunaan variabel risiko pasar sebagai variabel moderasi, yang jarang dibahas dalam literatur sebelumnya. Dalam konteks teori keagenan, hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai pasar perusahaan sering kali dianalisis tanpa mempertimbangkan pengaruh faktor eksternal seperti risiko pasar. Namun, penelitian ini menunjukkan bahwa risiko pasar dapat memiliki peran yang sangat signifikan dalam menentukan arah dan kekuatan hubungan tersebut. Pada umumnya, penelitian sebelumnya cenderung fokus pada pengaruh langsung kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan atau nilai pasar perusahaan. Beberapa studi menemukan hubungan positif, dengan argumen bahwa manajer yang memiliki saham akan mempunyai rasa memiliki (*sense of belonging*) dan lebih termotivasi untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham lainnya (Shan, 2019). Studi lainnya menunjukkan hubungan negatif, dengan alasan bahwa kepemilikan manajerial yang terlalu tinggi dapat menyebabkan manajer merasa terlalu aman dan kurang termotivasi untuk mengambil risiko yang dapat meningkatkan nilai perusahaan (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2011). Namun, penelitian ini melangkah lebih jauh dengan menunjukkan bahwa risiko pasar dapat mengubah sifat hubungan tersebut.

Penelitian ini juga menambah literatur yang ada dengan menyajikan bukti empiris bahwa variabel moderasi seperti risiko pasar harus dipertimbangkan dalam analisis hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai pasar perusahaan. Hal ini mengingatkan kita bahwa dalam dunia nyata, perusahaan tidak beroperasi dalam vakum, faktor eksternal seperti kondisi pasar memiliki dampak yang signifikan terhadap keputusan dan hasil perusahaan.

KESIMPULAN

Pada penelitian ini, didapati hasil bahwa Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai pasar perusahaan. Namun, ketika risiko pasar dihadirkan sebagai variabel moderasi, pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap nilai pasar perusahaan diperlemah oleh variabel risiko pasar. Artinya, ketika ada risiko pasar, semakin besar persentase kepemilikan saham oleh manajer di GOTO membuat nilai pasar perusahaan GOTO Meningkatkan. Efek kondisional moderasi risiko pasar terhadap kepemilikan manajerial pada nilai pasar perusahaan dapat dirasakan di berbagai kondisi. Pada kondisi risiko pasar yang tinggi, efek moderasi risiko pasar pada pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai pasar perusahaan menjadi lebih kuat dibanding kondisi moderat dan rendah secara berurutan pada perusahaan GOTO.

SARAN

Ada dua saran yang diberikan penulis terhadap hasil penelitian. Saran pertama ditujukan untuk perusahaan dimana sebaiknya melakukan peninjauan terhadap persentase kepemilikan manajerial terlebih ketika kondisi risiko pasar sedang tinggi. Hal ini guna mempertahankan nilai pasar perusahaan pada kondisi pasar yang tidak stabil atau tinggi karena meningginya kepemilikan saham oleh manajer dapat membuat nilai pasar perusahaan ikut naik.

DAFTAR PUSTAKA

- Akyunina, K., & Kurnia. (2021). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Inovasi terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 10(6), 1–25. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/4064/4076>
- Asante-Darko, D., Adu Bonsu, B., Famiyeh, S., Kwarteng, A., & Goka, Y. (2018). Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana Stock Exchange. *Corporate Governance (Bingley)*, 18(4), 671–685. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2017-0148>
- Ayu, P. C., & Sumadi, N. K. (2019). PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN. *Widya Akutansi Dan Keuangan Universitas Hindu Indonesia*.
- Christian H. Leuz, dan A. D. W. D. T. C. (2022). The Impact of Corporate Governance on Firm Value: Evidence from Emerging Markets. *World Bank Working Paper*.
- CNBC Indonesia. (2023a). *Ambruknya Saham Tekno Bikin Sadar! Jalan Masih Terjal Bung*. <https://www.cnbcindonesia.com/research/20230211092254-128-412940/ambruknya-saham-tekno-bikin-sadar-jalan-masih-terjal-bung>
- CNBC Indonesia. (2023b). *Saham Babak Belur, Investor Cabut, Gimana Nasib GOTO?* CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/research/20231014153305-128-480564/saham-babak-belur-investor-cabut-gimana-nasib-goto#>
- Coase, R. H. (2012). *The Firm, the Market, and the Law*. 226. https://books.google.co.id/books?hl=en&lr=&id=W_0tuPbg4XUC&oi=fnd&pg=PR5&dq=what+is+firm&ots=agUBkHk8tb&sig=uab_9gPmlfvx-Ct3BCUnZN0cM94&redir_esc=y#v=onepage&q=what is firm&f=false
- Corporate Finance Institution. (2021). *Market Value - Overview, How To Express, How To Calculate*. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/market-value/>

- Cristofer, N. (2019). Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Kontemporer*, 1, 1–27.
- García-Meca, E., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2011). Firm value and ownership structure in the Spanish capital market. *Corporate Governance*, 11(1), 41–53. <https://doi.org/10.1108/14720701111108835>
- Habibullah, M. S. (2021). Analisis Tingkat Risiko Saham Sektorial Pada Indeks Harga Saham Gabungan Pada Masa Pandemi Covid-19: Metode Value At Risk Dan Markowitz. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*. <https://jimfeb.ub.ac.id/index.php/jimfeb/article/view/7991>
- Hidayat, D. N., & Jubaedah. (2022). Analisis Harga Saham Pada Perusahaan Sektor Teknologi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Young Entrepreneur*, 1(1), 17–27. <https://ejournal.upnvj.ac.id/jye/article/view/5032>
- Jensen, M., & Meckling, W. (2012). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *The Economic Nature of the Firm: A Reader, Third Edition*, 283–303. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511817410.023>
- Muthmainnah, A., & Hamdi, M. (2022). PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN KEPEMILIKAN ASING TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI VARIABEL MODERASI (Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Teknologi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018 – . *Jurnal Ekonomika: Manajemen, Akuntansi, Dan Perbankan Syari'ah*, 10(2), 227–243.
- Napoh, Y. (2016). ANALISIS ASSET IMPAIRMENT DAN DAMPAKNYA TERHADAP PROFITABILITAS, STRUKTUR MODAL, DAN NILAI PASAR PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA. 14–44.
- Otoritas Jasa Keuangan RI. (2022). APA ITU IHSG? YUK KENALI INDEKS SAHAM IHSG. Otoritas Jasa Keuangan. <https://sikapiuangmu.ojk.go.id/FrontEnd/CMS/Article/40770>
- Ranupandojo, H., & Husnan, S. (2007). *Manajemen Personalial*. BPFE.
- Sartono, A. (2023). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE UGMS.
- Shan, Y. G. (2019). Managerial ownership, board independence and firm performance. *Accounting Research Journal*, 32(2), 203–220. <https://doi.org/10.1108/ARJ-09-2017-0149>
- Suastini, N. M., Ida, B. A. P., & Henny, R. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia (Struktur Modal sebagai Variabel Moderasi). *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 5(1), 143–172.

- Wulandari, D. T. (2019). Perusahaan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas, leverage dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Brawijaya*, 5(2), 72-85.
- Zettrira, S., & Ekawati, E. (2016). Kualitas AkruaI dan Risiko Pasar (accrual quality) terhadap Sinkronisasi Harga Saham. *Simposium Nasional Akuntansi XIX, Lampung*, 1-18.