

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN ARUS KAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN DIVIDEN PAYOUT SEBAGAI VARIABEL MEDIASI (STUDY PADA PERUSAHAAN LQ45)

Kamalia Muslimah¹⁾

Amir Hasan²⁾

Enni Savitri³⁾

¹⁾ Mahasiswa Program Pasca Sarjana Manajemen Universitas Riau

^{2,3)} Dosen Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Riau

Abstract. *This study aims to determine and analyze empirically the influence of Managerial Ownership Structure and Free Cash Flow to Corporate Value. The Effect of Payout Dividend on Corporate Value. the influence of Dividend Payout is able to mediate the Managerial Ownership Structure of Corporate Values. And the influence of Dividend Payout is able to mediate Free Cash Flow against Corporate Value. Population in this research is population in this research is Population selected in this research is company Company LQ45 at Indonesia Stock Exchange which exist in Bursa Efek Indonesia (BEI) as many as 27 company. Data analysis using path analysis. The results of this study indicate Managerial Ownership Structure and Free cash flow significantly influence the value of the company. Deviden Pay Out Ratio has significant effect to company value. Managerial Ownership Structure effect on firm value through Deviden Pay Out Ratio. Free cash flow has an effect on company value through Deviden Pay Out Ratio as intervening variable.*

Keywords: *Managerial Structure and Cash Flow, Company Value and Payout Dividend*

I. PENDAHULUAN

Nilai perusahaan tercermin dari harga saham perusahaan apabila perusahaan tersebut sudah listing dibursa. Untuk melakukan investasi pada sebuah perusahaan kita perlu memiliki pengetahuan tentang nilai perusahaan. Nilai perusahaan menurut Wahyudi dan Hartini (2005) menyebutkan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli andai perusahaan tersebut dijual. Nilai perusahaan dibentuk melalui indikator nilai pasar saham yang dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat

memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti dengan tingginya kemakmuran pemegang saham (Brigham, 1996 dalam Ade, 2013).

Sebuah perusahaan didirikan untuk meningkatkan kekayaan pemilik perusahaan atau pemegang saham. Sehingga banyak perusahaan yang bertujuan memaksimalkan nilai perusahaannya hingga dapat mengundang investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Nilai perusahaan

merupakan harga yang dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan akan di jual. Nilai perusahaan tercermin dari harga saham yang stabil, yang dalam jangka panjang mengalami kenaikan, semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi pula nilai perusahaan dimana pemilik perusahaan menginginkan nilai perusahaan yang tinggi juga. Sehingga nilai perusahaan yang diindikasikan dengan *price book value* (PBV) penting dalam menggambarkan kinerja suatu perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi para calon investor. Para manajer keuangan dituntut mampu menjalankan tugasnya dalam mengelola keuangan dengan benar dan seefisien mungkin untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui pencapaian kinerja yang lebih baik (Jusriani, 2013).

Naik turunnya harga saham merupakan fenomena yang menarik untuk dibahas. Beberapa saham dalam daftar indeks LQ45 catat kenaikan cukup tinggi sejak awal tahun. Fenomena yang terjadi pada saat ini adalah investor dan trader harus menghadapi cuaca mendung di bursa saham. Rabu (28 Maret 2018) kemarin, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) turun 68,51 point menuju angka indeks 6.140,84 (-1,10%). Tentu saja penurunan tersebut berlangsung seiring dengan gerak LQ45, indeks saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang beranggotakan 45 saham dengan kapitalisasi pasar terbesar dan terlikuid. Turun 15,59 point menuju level 1.000,25; indeks LQ45 ditutup memerah 0,53%. Kelesuan pergerakan harga kemarin membawa sedikit perubahan penghuni daftar 10 saham LQ45 dengan nilai PBV

terkecil. Saham Global Mediacom Tbk (BMTR) yang sebelumnya berada di urutan 10 tergusur oleh saham Bank Negara Indonesia Tbk (BBNI). Dari 10 saham LQ45 dengan PBV terkecil per 27 Maret 2018, hanya satu saham yang Senin kemarin mengalami kenaikan harga. Dia adalah saham Bumi Serpong Damai Tbk (BSDE). Transaksi saham ini ditutup pada harga Rp 1.740 per saham, naik setapak dari harga sebelumnya (27 Maret 2018) Rp 1.730 per saham (Kontan.Co.Id – Jakarta).

Sementara itu, dilansir dari liputan6.com Saham-saham bank masuk indeks saham LQ45 atau indeks saham paling likuid di Bursa Efek Indonesia (BEI) mampu mencatatkan kinerja positif sepanjang 2017. Hasil kinerja saham bank masuk indeks LQ45 itu sendiri bahkan mampu mengalahkan indeks LQ45. Indeks saham LQ45 atau indeks saham paling likuid di Bursa Efek Indonesia (BEI) mencatatkan pertumbuhan 11,45 persen secara *year to date* (ytd) ke level 985,68 pada perdagangan saham. Kenaikan indeks saham LQ45 itu terdorong salah satunya di sektor keuangan yaitu saham-saham bank. Saham-saham bank mampu cetak keuntungan besar sepanjang 2017, antara lain saham PT Bank Tabungan Negara Tbk (BBTN) naik 71,84 persen ke posisi Rp 2.990 per saham hingga 9 Oktober 2017. Saham PT Bank Negara Indonesia Tbk (BBNI) menguat 31,69 persen menjadi Rp 7.375 per saham. Kemudian saham PT Bank Rakyat Indonesia Tbk (BBRI) melonjak 31,69 persen ke posisi Rp 15.375 per dan saham PT Bank Central Asia Tbk (BBCA) mendaki 31,29 persen

menjadi Rp 20.350 per saham. Kondisi tersebut mempengaruhi nilai perusahaan, karena nilai perusahaan tercermin dari harga saham.

Peningkatan Nilai Perusahaan yang tinggi merupakan tujuan jangka panjang yang seharusnya dicapai perusahaan yang akan tercermin dari harga pasar sahamnya karena penilaian investor terhadap perusahaan dapat diamati melalui pergerakan harga saham. Menurut Jansen, (2001) dalam Rawi dan Munawir, (2010) menyatakan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan dalam jangka panjang (tidak hanya nilai ekuitas, tetapi juga semua klaim keuangan seperti utang, warrant, maupun saham preferen) manajer dituntut untuk membuat keputusan yang memperhitungkan kepentingan semua Stakeholder, sehingga manajer akan dinilai kinerja berdasarkan kemampuan mencapai tujuan atau mampu mengimplementasikan strategi untuk mencapai tujuan. Nilai perusahaan yang kini dapat meningkatkan kemakmuran bagi para pemegang saham, sehingga para pemegang saham akan menginvestasikan modalnya kepada perusahaan tersebut. (Haruman, 2008 dalam Susanti dan Mildawati, 2014)

Nilai perusahaan merupakan harga yang dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan akan di jual. Nilai perusahaan tercermin dari harga saham yang stabil, yang dalam jangka panjang mengalami kenaikan, semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi pula nilai perusahaan dimana pemilik perusahaan menginginkan nilai perusahaan yang tinggi juga. Sehingga nilai perusahaan yang diindikasikan dengan *price book value* (PBV)

penting dalam menggambarkan kinerja suatu perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi para calon investor. Para manajer keuangan dituntut mampu menjalankan tugasnya dalam mengelola keuangan dengan benar dan seefisien mungkin untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui pencapaian kinerja yang lebih baik.

Berdasarkan rata-rata nilai perusahaan indeks LQ45 periode 2013-2016 bergerak fluktuatif. Bila suatu perusahaan mempunyai nilai *Price Book Value* > 1 maka harga saham perusahaan tersebut dinilai lebih tinggi daripada nilai bukunya, yang menggambarkan kinerja perusahaan tersebut semakin baik di mata investor. Semakin tinggi nilai *Price Book Value* dapat diartikan semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi para pemegang saham. Pada tahun 2015 dan 2016 rata-rata nilai perusahaan mengalami penurunan sebesar 4,38 dan 4,05. Penurunan ini dapat disebabkan karena kemungkinan rendahnya minat investor untuk berinvestasi akibat menurunnya kepercayaan terhadap perusahaan yang disebabkan penurunan harga saham dan berdampak pada penurunan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan ditentukan oleh persepsi investor tentang kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dalam jangka panjang. Pendekatan arus kas disukai oleh investor dalam menilai perusahaan, sehingga fokus manajer terhadap FCF dapat menaikkan harga saham perusahaan (Martin dan Petty, 2000). Penggunaan FCF untuk menaikkan payout kepada pemegang saham akan meningkatkan harga saham, sementara jika FCF

digunakan untuk investasi yang tidak menguntungkan akan menurunkan nilai perusahaan (Vogt dan Vu, 2000).

Pada perusahaan dengan peluang investasi rendah, kenaikan investasi berasosiasi negatif dengan respon harga saham dalam jangka pendek. Nohel dan Tarhan (1998) menemukan bahwa kinerja operasi perusahaan setelah tender offer share repurchase semakin baik hanya untuk perusahaan dengan low-growth dan perbaikan ini lebih dikarenakan penggunaan aktiva daripada perbaikan dalam peluang investasi. Nilai perusahaan adalah penjumlahan dari nilai tunai FCF dengan nilai aktiva non operasi, sementara shareholder value adalah nilai perusahaan dikurang klaim pada masa yang akan datang (future claims). Dengan demikian, terdapat keterkaitan antara nilai perusahaan dengan FCF dan ini bermakna bahwa informasi cash flow memiliki kontribusi dalam membentuk nilai perusahaan yang selama ini lebih ditekankan pada informasi yang bersumber dari earnings.

Rasio *Free cash flow* menunjukkan terjadinya penurunan nilai dari tahun 2013 sampai dengan tahun 2015 walaupun rasio *Free cash flow* tersebut masih dalam keadaan positif. FCF yang tinggi dapat menyebabkan konflik antara manajer selaku agent dengan pemegang saham sebagai principal. Dimana pihak agen menginginkan FCF untuk pengembangan usaha sedangkan pihak principal menginginkan FCF dibagikan menjadi dividen. Faktor lain seperti kecenderungan investor untuk tidak memperhitungkan FCF dikarenakan tidak ketersediaan rasio

FCF dalam bagian laporan keuangan perusahaan, sehingga untuk mengetahui besarnya FCF memerlukan waktu yang lama karena harus menghitung sendiri. Jadi, free cash flow tidak menjadi prioritas investor untuk menentukan keputusan investasinya ke perusahaan.

Kebijakan dividen (DPR) mempengaruhi nilai perusahaan karena pada dasarnya para pemegang saham ingin meningkatkan kesejahteraannya melalui pengembalian berupa dividen. Pendistribusian laba berupa dividen atau penahanan laba untuk pendanaan proyek di masa depan disebut kebijakan dividen. Gordon (1963) menyebutkan nilai perusahaan dapat meningkat ketika dividen yang didistribusikan semakin tinggi, karena berdasarkan teori *Bird In the Hand* kepastian yang dimiliki dividen dari capital gain lebih besar sehingga investor lebih tertarik pada dividen.

Dividend Payout Ratio bergerak fluktuatif nilai dari tahun 2013 sampai dengan 2015, dimana jumlah dividen pada tahun 2015 sebesar 55.86%, artinya persentase dividen yang dibagikan pada tahun tersebut lebih besar dari tahun sebelumnya. Walaupun terjadi penurunan di tahun 2016 menjadi 38.34%. Penurunan ini dapat disebabkan karena kemungkinan rendahnya minat investor untuk berinvestasi akibat menurunnya kepercayaan terhadap perusahaan yang disebabkan penurunan harga saham dan berdampak pada penurunan nilai perusahaan dan berdampak pada menurunnya deviden.

Menurut Sutrisno, dalam Rosdini (2009) Dividen berupa dividen tunai yang didistribusikan kepada pemegang saham ditentukan dari ketersediaan kas berupa *Free cash*

flow di perusahaan. Ketika *Free cash flow* yang tersedia di perusahaan tinggi, maka manajer akan berada di bawah tekanan pemegang saham untuk mendistribusikannya sebagai dividen. Oleh karena itu, tingginya *Free cash flow* akan mendorong tingginya dividen yang didistribusikan sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan. Teori aliran kas bebas yang dikemukakan Jensen (1986) pada perusahaan dengan aliran kas bebas yang banyak akan cenderung untuk memperbesar perusahaan dengan mengambil proyek dengan nilai perusahaan negatif sehingga hal ini akan mengurangi kekayaan bagi pemegang saham.

Selain membatasi *Free cash flow*, menyejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham dengan mengikutsertakan manajer untuk memiliki saham perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain, peningkatan kepemilikan saham oleh manajer akan memberikan manfaat dan konsekuensi langsung kepada manajer yang sekaligus menjadi pemilik perusahaan atas keputusan yang diambil. Dengan demikian, kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Teori struktur kepemilikan Jensen dan Meckling (1976) mengisyaratkan bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan manajer dengan nilai perusahaan.

Manajer perusahaan memiliki tugas dan kewajiban untuk membuat suatu keputusan dan kebijakan untuk pencapaian tujuan perusahaan. Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran para investor atau pemegang saham.

Semakin tinggi nilai perusahaan semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan atau para penanam modal (Haruman, 2008).

Manajer selaku penerima amanah dari pemilik perusahaan seharusnya menentukan kebijakan yang dapat meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham yaitu memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Konflik muncul ketika terjadi pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan suatu perusahaan atau yang sering disebut dengan konflik keagenan. Jensen dan Meckling (1976) dalam Madiastuty dan Machfoedz (2003) memandang baik *principal* dan *agent* merupakan pemaksimum kesejahteraan, sehingga ada kemungkinan besar bahwa *agent* tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik dari *principal*. Konflik ini juga tidak terlepas dari kecenderungan manajer untuk mencari keuntungan sendiri (*moral hazard*) dengan mengorbankan kepentingan pihak lain, karena walaupun manajer memperoleh kompensasi dari pekerjaannya, namun pada kenyataannya perubahan kemakmuran manajer sangat kecil dibandingkan perubahan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Jensen dan Murphy, 1990 dalam Madiastuty dan Machfoedz, 2003).

Struktur kepemilikan (*Ownership Structure*) dapat dijelaskan dari dua sudut pandang, yaitu pendekatan keagenan dan pendekatan informasi asimetri. Menurut pendekatan keagenan, struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Pendekatan ketidakseimbangan informasi

memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara insiders dan outsiders melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal. Struktur kepemilikan merupakan jenis institusi/perusahaan yang memegang saham terbesar dalam suatu perusahaan (Wahyudi dan Pawetri, 2006).

Berdasarkan pada uraian diatas dapat dilihat terdapat suatu kesenjangan (*gap*) beberapa hasil penelitian memberikan bukti yang tidak konsisten. Hasil penelitian empiris terdahulu yang beragam penelitian terdahulu yang berkaitan dengan Nilai Perusahaan terdapat beberapa faktor yang mempengaruhinya, yang mana hasil dari penelitian tersebut ditemukan adanya inkonsistensi (*research gap*) antara peneliti sebelumnya. Selain itu, berdasarkan gambar mengenai rata-rata *Free cash flow* (FCF), *Price Book Value* (PBV), dan *Dividen Payout Ratio* (DPR) maka dapat diambil kesimpulan adanya fenomena gap pada periode 2013-2016 pada perusahaan LQ45 dan issue terbaru dimana fenomena yang terjadi pada saat ini adalah PT Bursa Efek Indonesia (BEI) merilis daftar baru saham-saham yang masuk kategori paling likuid periode Februari sampai Juli 2018. Dengan demikian, berdasarkan kesenjangan yang telah dikemukakan tersebut, maka dalam penelitian ini peneliti ini meneliti **“Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Arus Kas terhadap Nilai Perusahaan dengan Dividen Payout sebagai variabel mediasi” (Study Pada Perusahaan LQ45).**
Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan tersebut, maka perumusan masalah penelitian ini adalah :

1. Apakah Struktur Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan?
2. Apakah Arus Kas Bebas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan?
3. Apakah *Dividen Payout* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan?
4. Apakah terdapat pengaruh tidak langsung Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan melalui *Dividen Payout* ?
5. Apakah terdapat pengaruh tidak langsung Arus Kas Bebas terhadap Nilai Perusahaan melalui *Dividen Payout* ?

II. KERANGKA TEORI

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan (*agency theory*) dikembangkan di tahun 1970-an terutama pada tulisan Jensen dan Meckling (1976) pada tulisan yang berjudul “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure”. Konsep-konsep teori keagenan di latarbelakangi oleh berbagai teori sebelumnya seperti teori konsep biaya transaksi (Coase, 1937), teori property right (Berle dan Means, 1932), dan filsafat utilitarisme (Ross, 1973). Teori keagenan dibangun sebagai upaya untuk memecahkan memahami dan memecahkan masalah yang muncul manakala ada ketidaklengkapan informasi pada saat melakukan kontrak (perikatan). *Agency Theory*, merupakan konsep yang menjelaskan

hubungan kontraktual antara principals dan agents. Pihak principal adalah pihak yang memberikan mandat kepada pihak lain, yaitu agent, untuk melakukan semua 15 kegiatan atas nama principal dalam kapasitasnya sebagai pengambil keputusan (Sinkey, 1992).

Teori *Bird in The Hand Theory*

Teori *bird in the hand* adalah salah satu teori dalam kebijakan deviden, teori ini dikembangkan oleh Myron Gordon Tahun 1956 dan John Lintner Tahun 1962. Gordon dan Lintner menyatakan bahwa ada hubungan antara nilai perusahaan dengan kebijakan deviden, biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika *Dividend Payout Ratio* rendah karena investor lebih suka menerima deviden dibanding *capital gain*, *dividend yield* dianggap lebih pasti dan lebih aman. Gordon dan Lintner menggunakan persamaan Total *return* sama dengan *dividen yield* ditambah *capital gain*, diasumsikan bahwa total *return* akan menurun sebagai peningkatan pembayaran perusahaan, saat perusahaan meningkatkan rasio *payout* investor menjadi suatu kekhawatiran bahwa keuntungan modal masa depan perusahaan akan hilang karena laba ditahan bahwa perusahaan diinvestasikan kembali ke dalam bisnis akan kurang berprospek. (Gusmanti, 2013)

Teori *Dividend Irrelevant Theory*

Dividend Irrelevance Theory
Teori ini dikemukakan oleh Merton Miller dan Franco Modigliani (MM). Menurut *dividend irrelevance theory*, kebijakan deviden tidak mempengaruhi harga pasar saham perusahaan atau nilai perusahaan.

Modigliani dan Miller berpendapat bahwa, nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan (*earning power*) dan risiko bisnis, sedangkan bagaimana cara membagi arus pendapatan menjadi deviden dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Asumsi yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller adalah : Tidak ada pajak atas pendapatan perusahaan dan pendapatan pribadi, Tidak ada biaya emisi atau biaya transaksi saham, Leverage keuangan tidak mempunyai pengaruh terhadap biaya modal, Investor dan manajer memiliki informasi yang sama tentang prospek perusahaan., Pendistribusian pendapatan antara deviden dan laba ditahan tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri, Kebijakan penganggaran modal independen dengan kebijakan deviden (Regina Aria Putri, 2016).

Teori *Asimetri Informatif dan Teori Signaling*

Asimetri informasi merupakan kondisi di mana ada ketidakseimbangan perolehan informasi antara pihak manajemen sebagai penyedia informasi (*prepaper*) dengan pihak pemegang saham dan stakeholder pada umumnya sebagai pengguna informasi (*user*).

Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan resiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan dengan pihak lainnya. Manajer biasanya mempunyai informasi yang lebih

baik dibandingkan dengan pihak luar (investor) karena itu bisa dikatakan terjadi asimetri informasi antara manajer dengan investor. Investor, yang merasa mempunyai informasi yang lebih sedikit akan berusaha menginterpretasikan perilaku manajer. Dengan kata lain, perilaku manajer termasuk dalam perilaku penentuan struktur modal.

Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang saham). Oleh karena itu sebagai pengelola, manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) (Salvatore, 2005). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Menurut Husnan (2004) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual.

Sedangkan menurut Keown (2004) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan.

Nilai perusahaan dapat tercermin dari nilai sahamnya. Jika nilai sahamnya tinggi bisa dikatakan bahwa nilai perusahaannya juga baik. Karena tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Tandellin (2001) mengatakan hubungan antara harga pasar dan nilai buku per lembar saham bisa juga dipakai sebagai pendekatan alternatif untuk menentukan nilai suatu saham, karena secara teoritis nilai pasar suatu saham haruslah mencerminkan nilai bukunya. Dalam penelitian ini nilai perusahaan pasar diukur dengan rasio nilai pasar terhadap nilai buku. Rasio nilai pasar terhadap nilai buku adalah rasio dari nilai pasar per lembar saham biasa atas nilai buku per lembar ekuitas. Indikator ini menghubungkan nilai pasar sekarang atas dasar per lembar saham terhadap nilai buku modal pemilik yang dinyatakan dalam neraca. Nilai buku per lembar saham mencerminkan nilai ekuitas pemilik yang tercatat pada neraca perusahaan, dan mencerminkan klaim pemilik yang tersisa atas suatu aktiva. Sedangkan

nilai pasar per lembar saham mencerminkan kinerja perusahaan di masyarakat umum, di mana nilai pasar pada suatu saat dapat dipengaruhi oleh pilihan dan tingkah laku dari mereka yang terlibat di pasar, suasana psikologis yang ada di pasar, sengitnya perang pengambilalihan, perubahan ekonomi, perkembangan industri, kondisi politik dan sebagainya (Helfert, 2003).

Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan sangat penting dalam menentukan nilai perusahaan. Dua aspek yang perlu dipertimbangkan ialah (1) konsentrasi kepemilikan perusahaan oleh pihak luar (*outsider ownership concentration*) dan (2) kepemilikan perusahaan oleh manajer (*manager ownership*). Pemilik perusahaan dari pihak luar berbeda dengan manajer karena kecil kemungkinannya pemilik dari pihak luar terlibat dalam urusan bisnis perusahaan sehari-hari (Widyastuti, 2004). Struktur kepemilikan saham terbagi menjadi 2 yaitu kepemilikan institusional dan kepemilikan manajemen dalam perusahaan.

Kepemilikan Manajerial (*Insider Ownership*)

Menurut Downes dan Goodman (1999) dalam Ety Murwaningsari, (2009) kepemilikan manajerial adalah para pemegang saham yang juga berarti dalam hal ini sebagai pemilik dalam perusahaan dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan pada suatu perusahaan yang bersangkutan. Dalam teori keagenan dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan

kepentingan pemegang saham mungkin bertentangan. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah biaya perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan deviden yang akan diterima. Ety Murwaningsari (2009).

Demsetz dan Lehn (1985) menyajikan beberapa argumen untuk hipotesa bahwa *insider ownership* dapat bervariasi diantara perusahaan-perusahaan. Umumnya, manfaat-manfaat dari *insider ownership* dihubungkan dengan tambahan dalam potensi kontrol dari para manajer yang mengambil andil besar dalam perusahaan. Biaya dari *insider ownership* ditanggung oleh para *insider* yang harus mengalokasikan sebagian besar dari kekayaan mereka untuk perusahaan, dan harus memegang suatu portofolio yang tak terdiversifikasi (*undiversified*). Di sisi lain, manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan meningkatkan beban bunga pinjaman karena risiko kebangkrutan perusahaan meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi.

Kontrol terhadap suatu perusahaan memberikan nilai *incremental* terbesar bila ternyata *asimetry informasional* antara *insider* dan *outsidernya* paling besar. Jika *outsider* mengetahui usaha-usaha perusahaan dan manajerial seperti yang diketahui oleh *insider*, maka nilai *incremental* yang diperoleh

insider menjadi kecil. Demsetz dan Lehn (1985) berargumen bahwa risiko spesifik perusahaan yang tinggi adalah meningkatkan nilai managerial ownership, hal ini disebabkan kontribusi para manajer terhadap kinerja perusahaan sulit diukur karena adanya hambatan yang diciptakan oleh faktor-faktor eksternal. Perusahaan-perusahaan dengan jumlah divisi yang besar juga akan lebih mahal untuk dimonitor bagi para outsider.

Arus Kas Bebas

Menurut Jensen (1986), *Free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi dividen. Menurut Kieso (2007), *Free cash flow* adalah jumlah dari sisa arus kas yang dimiliki perusahaan untuk membeli tambahan investasi, melunasi hutang, membeli treasury stock atau penambahan atas likuiditas perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2006), kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang berjalan. Ross et. Al (2000) mendefinisikan bahwa *Free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset. Aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (ross, et al.

2003). Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan dana tersebut untuk diinvestasikan lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan karena akan meningkatkan insentif yang mereka terima, sedangkan pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan menambah kesejahteraan mereka.

Free cash flow Aliran kas bebas atau lebih sering dikenal dengan *Free cash flow* dapat diartikan aliran kas yang tersedia untuk dibagikan kepada para pemegang saham atau pemilik setelah perusahaan melakukan investasi pada fixed asset (aktiva tetap) dan working capital (modal kerja) yang diperlukan untuk kelangsungan usahanya. Dengan kata lain, *Free cash flow* adalah kas yang tersedia di atas kebutuhan investasi yang menguntungkan (Sartono, 2001). Brigham dan Daves (2003) menyebutkan bahwa aliran kas bebas merupakan aliran kas sesungguhnya yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham dan kreditor setelah perusahaan menginvestasikan ke dalam aktiva tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasional perusahaan.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan untuk memutuskan apakah perusahaan akan membagikan keuntungannya kepada pemegang saham sebagai dividen (secara tunai) atau menahannya sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan kembali. Tidak hanya itu, jumlah pembayaran dividen dan pola pembayaran (setiap tahun, setengah tahunan, atau triwulanan)

juga akan diputuskan. Kebijakan ini juga digunakan untuk memutuskan apakah keuntungan akan didistribusikan sebagai pembelian kembali saham atau bentuk spesifik lainnya (Hussainey et al., 2011).

Dalam penelitian ini *Dividend Payout Ratio* akan digunakan untuk menentukan kebijakan dividen mengikuti Thanatawee (2014), Afza dan Mirza (2010), dan Taleb (2012). Rasio pembayaran dividen dapat dihitung dengan membagi dividen per saham dan laba bersih per saham. Pembayaran dividen di Indonesia diatur dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas Pasal 70 ayat 1 - 3, Pasal 71 ayat 1 - 3, Pasal 72 ayat 1 - 6, dan Pasal 73 ayat 1 dan 3. Dividen akan dibayarkan berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham atau Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa.

Dividend Payout Ratio

Kajian mengenai *Dividen Payout Ratio* (DPR) diperkenalkan oleh Lintner pada tahun 1956. Lintner mengembangkan suatu pemahaman modern mengenai kebijakan modern mengenai kebijakan dividen. *Dividend Payout Ratio* yang menurun dapat mencerminkan laba perusahaan yang semakin menurun. Keadaan ini akan menyebabkan investor menjadi tidak tertarik akan saham tersebut karena investor memiliki preferensi yang kuat atas dividen. Sehingga perusahaan akan berusaha untuk mempertahankan *Dividend Payout Ratio* walaupun terjadi suatu penurunan jumlah laba yang diperoleh. Jogiyanto (2009) menyatakan bahwa *Dividend Payout Ratio* diukur sebagai dividen yang akan dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia kepada pemegang saham

umum. Jadi *Dividend Payout Ratio* merupakan persentase laba yang dibagikan kepada pemegang saham umum dari laba yang diperoleh perusahaan. Semakin besar *Dividend Payout Ratio* hal tersebut sangat menarik investor.

Pengertian *Dividend Payout Ratio* Menurut Imran (2011) mengungkapkan bahwa: Kebijakan dividen adalah penting karena beberapa alasan, pertama adalah perusahaan dapat menggunakan dividen sebagai alat untuk sinyal keuangan orang luar tentang stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan dan kedua adalah dividen memainkan peran penting dalam struktur modal. Kebijakan Dividen menurut Mardiyanto (2009) adalah : Kebijakan dividen adalah seluruh kebijakan manajerial yang dilakukan untuk menetapkan berapa besar laba bersih yang dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa besar laba bersih yang tetap ditahan untuk cadangan investasi tahun depan. Kebijakan itu tercermin dari besarnya perbandingan laba yang dibayarkan sebagai dividen terhadap laba bersih (*dividend payout*).

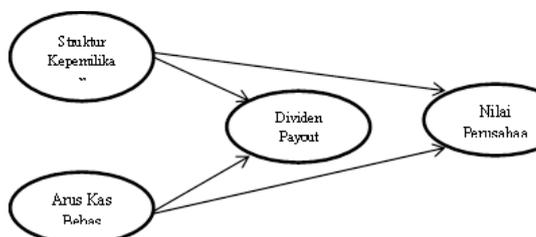
Menurut Murhadi (2013) "*Dividend Payout Ratio* merupakan rasio yang menggambarkan besarnya proporsi dividen yang dibagikan terhadap pendapatan bersih perusahaan". Sedangkan menurut Hanafi dan Halim (2009) mengemukakan bahwa "*Dividend Payout Ratio* merupakan rasio pembayaran dividen yang melihat bagian earnings (pendapatan) yang dibayarkan sebagai dividen kepada investor. Bagian lain yang tidak dibagikan akan diinvestasikan kembali ke perusahaan". Menurut Hartono (2008), "*Dividend Payout Ratio* diukur sebagai dividen yang

dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum". Atmaja (2008) menjelaskan bahwa "persentase dividen yang dibagikan dari laba setelah pajak disebut *Dividen Payout Ratio*".

Berdasarkan beberapa definisi di atas, dapat disimpulkan bahwa *Dividend Payout Ratio* merupakan laba yang diterima oleh para pemegang saham dari laba bersih yang diperoleh perusahaan. *Dividend Payout Ratio* merupakan bagian kecil dari keputusan pendanaan perusahaan. DPR digunakan dalam model penilaian saham untuk mengestimasi dividen yang dibayarkan pada masa yang akan datang.

Kerangka Penelitian

Berdasarkan teori yang telah dijelaskan sebelumnya, maka model dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:



Hipotesis

Adapun perumusan hipotesis atas pengujian yang dilakukan adalah sebagai berikut:

- H1: Struktur Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.
- H2: Arus kas bebas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.
- H3: *Dividen Payout Ratio* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.
- H4: Struktur Kepemilikan Manajerial berpengaruh

terhadap Nilai Perusahaan yang dimediasi *Dividen Payout*.

- H5: Arus Kas Bebas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan yang dimediasi oleh *Dividen Payout*.

III. METODE PENELITIAN

Lokasi Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data keuangan perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Populasi dan Sampel

Populasi adalah sekelompok entitas yang lengkap yang dapat berupa orang, kejadian, atau benda yang mempunyai karakteristik tertentu, yang berada didalam suatu wilayah dan memenuhi syarat-syarat tertentu yang berkaitan dengan masalah penelitian" (Erlina,2011). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan LQ45 berupa laporan keuangan yang diunduh dari www.idx.co.id yaitu sebanyak 78 perusahaan.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian adalah metode penarikan sampel *purposive sampling*. "Dalam metode ini pengambilan sample berdasarkan suatu kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan dapat berdasarkan pertimbangan (*judgment*) atau berdasarkan kuota tertentu". Adapun kriteria pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan LQ45 yang telah terdaftar di BEI selama periode penelitian 2013-2016 (semester 1 dan 2).
2. Perusahaan secara berturut-turut terdaftar dalam LQ45 di

Indonesian Stock Exchange periode 2013-2016.

3. Perusahaan tersebut telah menerbitkan dan melaporkan laporan keuangan yang telah diaudit secara teratur dan lengkap selama tahun 2013-2016.

Berdasarkan kriteria tersebut, maka perusahaan yang diteliti dalam perusahaan lq45 sebanyak 27 perusahaan.

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah jenis data yang sekunder. Data sekunder adalah data yang dikumpulkan secara tidak langsung dari sumbernya. Data sekunder biasanya telah dikumpulkan oleh lembaga pengumpul data dan dipublikasikan kepada masyarakat pengguna data.

Data diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan beberapa media baik elektronik maupun media tulis berupa website www.idx.co.id, maupun laporan bulanan, triwulan, dan tahunan yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia. Periodisasi data penelitian yang mencakup data periode tahunan dari tahun 2013 hingga tahun 2016, serta Bursa Efek Indonesia dipandang cukup mewakili sejauh mana pengaruh variable-variable independen terhadap variable dependen.

Metode Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini sumber data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dengan cara dokumentasi, dimana data yang diperoleh tidak diperoleh secara langsung dari objek yang diteliti.

Penelitian ini data-data diperoleh melalui website www.idx.co.id, www.finance.yahoo.com, www.duniainvestasi.com dan literatur-literatur yang berhubungan dengan masalah yang diteliti.

Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan adalah analisis jalur (*path analysis*). Analisis jalur merupakan model perluasan regresi yang digunakan untuk menguji keselarasan matriks korelasi dengan dua atau lebih model hubungan sebab akibat yang dibandingkan oleh peneliti. Modelnya digambarkan dalam bentuk gambar lingkaran dan panah dimana anak panah tunggal menunjukkan sebagai penyebab.

Dalam analisis jalur sebelum peneliti melakukan analisis suatu penelitian hubungan sebab akibat, terlebih dahulu peneliti membuat diagram jalur yang digunakan untuk mempresentasikan permasalahan dalam bentuk gambar dan menentukan persamaan struktural yang menyatakan hubungan antar variabel pada diagram jalur tersebut.

Parameter dasar dalam *path analysis* sebagai berikut :

1. Gambaran Diagram Jalur Secara Lengkap (*full path diagram*)

Langkah ini berkaitan dengan pembentukan model awal persamaan structural sebelum dilakukan estimasi. Perlu diingat kembali bahwa dalam konteks *path analysis* model diagram jalur ini diformulasikan berdasarkan suatu teori yang kuat atau berdasarkan hasil penelitian sebelumnya.

2. Menentukan Persamaan Struktural
Setelah model diagram jalur terbentuk, langkah berikutnya adalah menentukan persamaan structural dalam bentuk skor baku.
3. Menghitung matriks korelasi antara variable
Formula untuk menghitung koefisien korelasi yang dicari adalah menggunakan *product moment coefficient* dari Karl Pearson. Alasan penggunaan teknik koefisien korelasi dari Karl Pearson ini karena variable-variabel yang hendak dicari korelasinya memiliki skala pengukuran interval.
4. Tentukan koefisien masing-masing jalur
Setelah diketahui persamaan jalur diatas, langkah selanjutnya adalah menentukan koefisien masing-masing jalur.
5. Uji signifikan koefisien pengaruh P_{xy}
Setelah koefisien yang mempengaruhi masing-masing jalur P_{xy} diketahui, maka koefisien pengaruh ini perlu diuji signifikansinya.
6. Menentukan faktor residual (e_1)
Berdasarkan koefisien determinasinya, dapat diidentifikasi factor residual atau *error variance*, yaitu besarnya pengaruh variable lain yang tidak diteliti ($P_{xy.e_1}$) terhadap variable endogenous sebagaimana dinyatakan dalam persamaan structural.
7. Uji kesesuaian model
Uji kesesuaian model dimaksudkan untuk menguji apakah model yang diusulkan memiliki kesesuaian (*fit*) dengan data atau tidak. Suatu model dikatakan fit apabila matriks korelasi sampel tidak jauh berbeda dengan matriks korelasi estimasi.
8. Pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung dan pengaruh total
Pada dasarnya mengestimasi koefisien yang mempengaruhi dalam konteks analisis jalur dan bukan hanya menganalisis pengaruh langsung (*direct causal effect/DCE*), tetapi juga sekaligus mengestimasi pengaruh tidak langsung (*indirect causal effect/ICE*) dan pengaruh total (*total causal effect/TCE*).

Uji Sobel (*Sobel Test*)

Pengujian hipotesis mediasi dapat dilakukan dengan menggunakan uji sobel (*sobel test*). Uji sobel ini dilakukan untuk menguji kekuatan pengaruh tidak langsung variabel independent terhadap variabel dependent melalui variabel intervening. Misalkan variabel independent = X, variabel dependent = Y dan variabel intervening = M, pengaruh tidak langsung X ke Y lewat M dihitung dengan cara mengalihkan jalur $X \rightarrow M$ (a) dengan jalur $M \rightarrow Y$ (b) atau ab. Jadi koefisien $ab = (c-c')$, dimana c adalah pengaruh X terhadap Y tanpa mengontrol M. standar eror koefisien a dan b ditulis dengan S_a dan S_b dan besarnya standar error pengaruh tidak langsung adalah S_{ab}

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN ARUS KAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN DIVIDEN PAYOUT SEBAGAI VARIABEL MEDIASI (STUDY PADA PERUSAHAAN LQ45)

yang dihitung dengan rumus dibawah ini :

$$Sab = \sqrt{b^2sa^2 + a^2sb^2 + sa^2sb^2}$$

Untuk signifikansi tidak langsung, perlu dihitung nilai t dari koefisien ab dengan rumus sebagai berikut :

$$t = \frac{ab}{sab}$$

hasil hitung t dibandingkan dengan t tabel, jika t hitung lebih besar dari t tabel maka dapat disimpulkan terjadi pengaruh mediasi.

Hasil Penelitian

Hasil Uji Path Analysis

Analisis ini digunakan untuk menguji Pengujian hipotesis yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan analisis jalur. Adapun variable yang diteliti adalah variable Struktur Kepemilikan Manajerial (X1), Free cash flow (X2), Deviden Pay Out Ratio (Y1) dan nilai perusahaan (Y2). Adapun langkah-langkah menguji path analysis adalah sebagai berikut:

1. Merumuskan hipotesis dan persamaan struktural sebagai berikut :

Substruktur 1 :

$$Y1 = \alpha + \rho_{x_1y_2} X1 + \rho_{x_2y_2} X2$$

Substruktur 2 :

$$Y2 = \rho_{x_1y_2} X1 + \rho_{x_2y_2} X2 + \rho_{y_2} Y1$$

Dimana :

Berikut ini Tabel yang merupakan hasil (output) dari program SPSS, antara lain sebagai berikut:

Tabel 1
Hasil Uji Regresi I

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	21.267	4.125		5.156	.000
1 Struktur Kepemilikan Manajerial	.300	.133	.210	2.263	.026
Free cash flow	.607	.242	.232	2.508	.014

a. Dependent Variable: Deviden Payout Ratio

Sumber : Data Olahan, 2018

Dari Tabel diatas, sehingga dapat dirumuskan persamaan regresi sebagai berikut :

$$Y_1 = 0.210 X_1 + 0.232 X_2 + e$$

Tabel 2
Hasil Uji Regresi II

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	6.936	1.790		3.874	.000
1 Struktur Kepemilikan Manajerial	.183	.053	.369	3.769	.001
Free cash flow	.456	.097	.367	4.716	.000
Deviden Payout Ratio	.185	.038	.389	4.886	.000

a. Dependent Variable: Nilai Perusahaan

Sumber : Data Olahan, 2018

Dari Tabel diatas, sehingga dapat dirumuskan persamaan regresi sebagai berikut :

$$Y2 = 0,369X_1 + 0,367X_2 + 0,389Y_1 + e$$

2. Menghitung koefisien jalur yang didasarkan pada koefisien regresi.

Koefisien Jalur

Persamaan regresi 1

$$DPR = 0.210 X_1 + 0.232 X_2 + e$$

Persamaan regresi 2

$$\text{Nilai perusahaan} = 0,369X_1 + 0,367X_2 + 0,389Y_1 + e$$

Setelah masing-masing data variabel independennya diperoleh, maka dilakukan analisis jalur. Proses perhitungan menggunakan regresi dengan data *standardized*.

Tabel 2 Kategori Hubungan Pengaruh Variabel Keofisien Jalur

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN ARUS KAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN DIVIDEN PAYOUT SEBAGAI VARIABEL MEDIASI (STUDY PADA PERUSAHAAN LQ45)

Pengujian Antar Variabel	Pengaruh Langsung	Pengaruh tidak Langsung	Total Pengaruh	Sig
X1 → Y1	0.210		0.210	0.026
X2 → Y1	0.232		0.232	0.014
X1 → Y2	0.369	0.082 (0.210 X 0.389)	(0.369 + 0.082) = 0.450	0.001
X2 → Y2	0.367	0.090 (0.232 X 0.389)	(0.367 + 0.090) = 0.457	0.000
Y1 → Y2	0.389		0.389	0.000

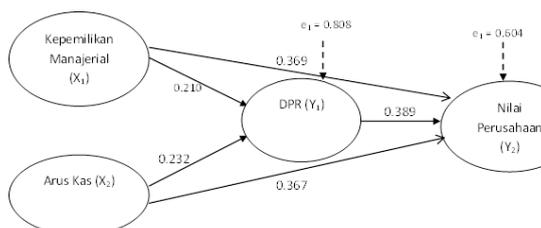
Sumber : Data Olahan, 2018

Tabel 3 Pengaruh Tidak Langsung Antar Variabel

Pengujian Antar Variabel	Pengaruh tidak Langsung
X1 → Y1 → Y2	0.082
X2 → Y1 → Y2	0.090

Sumber : Data Olahan, 2018

Dari Tabel 2 dan Tabel 3, maka dapat digambarkan diagram jalur penelitian seperti yang terlihat pada Gambar 4.9 berikut ini:



Gambar 1. Diagram Jalur Penelitian Pembahasan

Dari Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan metode analisis jalur (*path analysis*) dengan bantuan program SPSS. Adapun hasil pengujian hipotesis sebagai berikut:

Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Struktur Kepemilikan Manajerial berpengaruh signifikan terhadap Dividen Pay Out Ratio. Terdapat kecenderungan oleh manajer untuk berperilaku oportunistik yang bertujuan untuk memaksimalkan fungsi utilitas mereka sendiri atas

beban kekayaan para pemegang saham. Potensi masalah *moral hazard*, di mana manajer melakukan tindakan yang tidak terobservasi demi kepentingan sendiri, timbul karena sebenarnya tidak memungkinkan bagi pemegang saham untuk mengawasi semula tindakan manajer (Umar, 2003). Kepemilikan saham oleh manajer merupakan suatu solusi memperkecil dorongan manajer untuk mengkonsumsi *perquisites*, mengambil alih kekayaan pemegang saham, dan perilaku *non maximizing* (Jensen dan Meckling dalam Umar, 2003). Kepemilikan manajerial dengan kata lain membuat kepentingan para pemegang saham dan manajer menyatu sehingga nilai pasar saham perusahaan dapat mengalami peningkatan. Keikutsertaan manajer dalam kepemilikan saham perusahaan dapat dipandang sebagai sinyal bahwa manajer menggantungkan nasib mereka pada proyek-proyek investasi perusahaan sehingga mereka hanya mau menanamkan modalnya jika perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Dengan demikian, kepemilikan manajerial merupakan sinyal tentang kualitas dari nilai perusahaan.

Teori *agency* yang dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976. Teori *agency* menurut Handono Mardiyanto (2009) ketidakselarasan kepentingan antara pemilik perusahaan dan kreditor. Teori agensi (Home 1995 dalam Hasa Nurrohim Kp, 2008) adalah suatu teori yang menjelaskan adanya pertentangan posisi antara manajemen (sebagai agen) dengan pemegang saham (sebagai pemilik). Para pemegang saham berharap agar agen akan bertindak atas kepentingan

mereka sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilainya, sekaligus memberikan keuntungan kepada pemegang saham.

Pengaruh Arus kas bebas terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan *Free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Signalling Theory* mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan hutang.

Free cash flow perusahaan merupakan salah satu faktor fundamental dalam operasi perusahaan. *Free cash flow* suatu perusahaan ditentukan oleh kebijakan pembelanjaan (*financing policy*) dari manajer keuangan yang senantiasa dihadapkan pada pertimbangan baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif yang mencakup tiga unsur penting, yaitu : pertama, keharusan untuk membayar balas jasa atas penggunaan modal kepada pihak yang menyediakan dana tersebut, atau sifat keharusan untuk pembayaran biaya modal. Kedua, sampai seberapa jauh kewenangan dan campur tangan pihak penyedia dana itu dalam

menelola perusahaan. Ketiga, resiko yang dihadapi perusahaan (Safrida, 2010)

Masalah *Free cash flow* merupakan masalah yang sangat penting bagi setiap perusahaan, karena baik buruknya *Free cash flow* akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi keuangan perusahaan. Suatu perusahaan yang mempunyai *Free cash flow* yang tidak baik, dimana mempunyai hutang yang sangat besar akan memberikan beban berat kepada perusahaan yang bersangkutan (Riyanto, 2011).

Menurut teori sinyal (*signaling theory*), dimana pengeluaran modal perusahaan tampak sangat penting dalam upaya mengoptimalkan nilai perusahaan. Karena kegiatan investasi tersebut memberi sinyal tentang adanya pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan dimasa mendatang mampu meningkatkan harga saham yang digunakan sebagai indikator nilai perusahaan. Ini mengindikasikan bahwa keputusan dalam berinvestasi erat kaitannya bagi perusahaan dalam mengoptimalkan nilai perusahaan. Dimana adanya aktivitas modal yang keluar akan sangat mempengaruhi peningkatan nilai perusahaan yang pada akhirnya berdampak pada Struktur Kepemilikan Manajerial di masa mendatang.

Meythi (2012), *Free cash flow* mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, yang memberi arti bahwa jika kebijaksanaan *Free cash flow* perusahaan lebih banyak menggunakan hutang maka akan terjadi kenaikan harga saham, sedangkan Struktur Kepemilikan

Manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Deviden Payout Ratio* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian *Deviden Pay Out Ratio* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia. Menurut pendapat Gordon-Lintner yaitu deviden lebih kecil resikonya dari pada capital gain, sehingga deviden setelah pajak dan menawarkan deviden yield yang lebih tinggi akan meminimumkan biaya modal. Jadi, dapat kita simpulkan bahwa pembayaran deviden sering diikuti oleh kenaikan harga saham. Kenaikan pembayaran deviden dilihat sebagai signal bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Sebaliknya, penurunan pembayaran deviden akan dilihat sebagai prospek perusahaan yang buruk (Hermuningsih dan Wardani, 2009).

Signaling Theory menekankan bahwa pembayaran deviden merupakan sinyal bagi pasar bahwa perusahaan memiliki kesempatan untuk tumbuh di masa yang akan datang sehingga pembayaran deviden akan meningkatkan apresiasi pasar terhadap saham perusahaan yang bersangkutan, dengan demikian pembayaran deviden berimplikasi positif pada nilai perusahaan (Sofyahningsih dan Hardiningsih, 2011).

Penelitian terdahulu yang dilakukan Hasnawati (2008) dan Amidu (2007) memperlihatkan kebijakan deviden berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai

Perusahaan dengan *Deviden Payout Ratio* sebagai variabel mediasi

Hasil penelitian menunjukkan Struktur Kepemilikan Manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui *Deviden Pay Out Ratio* sebagai variabel intervening. Konflik antara manajer dan pemegang saham atau yang sering disebut dengan masalah keagenan dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan tersebut sehingga timbul biaya keagenan (*agency cost*) (Haruman, 2008).

Meningkatnya kepemilikan manajerial akan membuat manajer lebih bijak dalam membuat keputusan terutama dalam membagi deviden yang nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Manajer akan lebih giat dalam mengelola perusahaan agar menghasilkan keuntungan yang lebih karena manajer juga sebagai pemilik perusahaan. Adanya kepemilikan manajerial membuat manajer lebih baik dalam pengambilan keputusan untuk membagikan deviden, karena deviden menunjukkan kesejahteraan pemegang saham, yang tujuan dibagikannya deviden untuk meningkatkan nilai perusahaan. Para manajer tidak hanya mendapatkan deviden yang tapi juga akan memperoleh power yang lebih besar dalam menentukan kebijakan perusahaan.

Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Nilai Perusahaan dengan *Deviden Pay Out Ratio* sebagai variabel mediasi

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Free cash flow* berpengaruh

terhadap nilai perusahaan melalui Deviden Pay Out Ratio sebagai variable intervening. Menurut Biaya Agensi dan Teori Arus Kas Gratis. Biaya agensi adalah biaya yang akan naik atau peluang yang akan hilang karena konflik di perusahaan (agency problem). Salah satu contoh masalah keagenan adalah konflik antara manajer dan pemegang saham dan hubungannya dengan arus kas bebas perusahaan. Menurut Jensen (1986), masalah keagenan akan meningkat saat manajer menggunakan arus kas bebas untuk kepentingannya sendiri. Untuk mencegah hal ini, perusahaan bisa membayar dividen untuk mengurangi jumlah arus kas bebas. Dari penjelasan ini dapat disimpulkan bahwa dividen dapat digunakan sebagai salah satu cara untuk mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham.

Sutrisno, dalam Rosdini (2009)

Dividen berupa dividen tunai yang didistribusikan kepada pemegang saham ditentukan dari ketersediaan kas berupa *Free cash flow* di perusahaan. Ketika *Free cash flow* yang tersedia di perusahaan tinggi, maka manajer akan berada di bawah tekanan pemegang saham untuk mendistribusikannya sebagai dividen. Oleh karena itu, tingginya *Free cash flow* akan mendorong tingginya dividen yang didistribusikan sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan.

IV. KESIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Dari hasil penelitian ini, peneliti dapat menyimpulkan sebagai berikut:

1. Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Karena dengan adanya kepemilikan saham oleh manajerial maka manajer akan lebih giat dalam mengelola perusahaan agar menghasilkan keuntungan yang lebih karena manajer juga memiliki saham diperusahaan tersebut.
2. Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Karena arus kas bebas merupakan salah satu faktor fundamental dalam operasional perusahaan yang mempunyai efek langsung terhadap posisi keuangan perusahaan, jika penggunaan arus kas bebas dikelola dengan baik maka akan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut tumbuh dengan pendapatan yang baik yang mampu meningkatkan nilai perusahaan.
3. *Dividen Payout* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Karena dengan memberikan dividen yang tinggi maka harga saham perusahaan juga semakin tinggi yang akan berdampak pada nilai perusahaan dan membuat para investor tertarik untuk berinvestasi terhadap perusahaan dengan *Dividen Payout Ratio* yang tinggi.
4. Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh *Dividen Payout*. Ketika adanya penambahan proporsi

kepemilikan saham manajerial maka para manajer akan lebih giat dalam mengelola perusahaan untuk mendapatkan keuntungan yang lebih dan bijak dalam pengambilan keputusan tentang kebijakan pembayaran deviden yang nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

5. Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh *Dividen Payout*. Ketika suatu perusahaan tersebut memiliki arus kas bebas yang tinggi, maka akan mendorong tingginya dividen yang akan didistribusikan kepada para pemegang saham sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Saran

Berdasarkan kesimpulan, maka saran yang diberikan adalah:

1. Pihak perusahaan hendaknya memperhatikan Struktur Kepemilikan Manajerial dan Arus Kas Bebas dalam upaya untuk meningkatkan *Dividen Payout Ratio* dan nilai perusahaan.
2. Untuk peneliti selanjutnya hendaknya mengambil periode penelitian yang lebih panjang dan dalam kondisi perekonomian yang stabil sehingga di peroleh data yang benar – benar dapat dijadikan sampel yang mewakili.
3. Memasukkan variabel lain yang memiliki pengaruh terhadap variabel *Dividen*

Payout Ratio dan Nilai Perusahaan, sehingga dapat dihasilkan model yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Analisa, Y. (2011). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Profitabilitas dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006 - 2008).
- Atmaja, Lukas Setia. 2008. Teori dan Praktek Manajemen Keuangan. Yogyakarta: Penerbit ANDI
- Brigham, Eugene F., dan Daves, Philip R., 2003, Intermediate Financial Management, Eight Edition, Thomson, South-Western, Mason, Ohio, USA.
- Brigham, E; Louis C. Gapenski; dan Philip R. Daves. 2009. Intermediate Financial Management. New Jersey-USA: Prentice-Hall.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2013. Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Edisi 11, buku 2. Jakarta : Salemba Empat
- Dini Rosdini (2009). Pengaruh *Free cash flow* Terhadap *Dividend Payout Ratio*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan, 3(2), 14-26.
- Drs. S. Munawir. (2010).Analisa Laporan Keuangan. Yogyakarta: Liberty.

- Erlina, 2011. Metodologi Penelitian : Untuk Akuntansi, USU PRESS, Medan.
- Gordon, Myron, and Lintner, J., 1963. Optimal Investment and Financing Policy, *Journal of Finance*, May.
- Haruman, Tendi. (2008). "Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan". *Finance and Banking Journal*. Volume 10. No.2. Hal 150- 165. Bandung.
- Hasa Nurrohim. 2008. Pengaruh Profitabilitas, Fixed Asset Ratio, Kontrol Kepemilikan dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*. ISSN :1410-9018, Vol 10.
- Helfert. 2003. *Technique of Financial Analysis*. Boston
- Hermuningsih, Sri., 2013, Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Sruktur Modal terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Publik di Indonesia, *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*.
- Hussainey, K., Mgbame, C.O., & Chijoke-Mgbame, A.M. (2011). Dividend Policy and Share Price Volatility: UK Evidence. *The Journal of Risk Finance*, Vol. 12, No.1, 57–68.
- Jensen, C. M., dan W. H. Meckling.1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economic* : 305-360.
- Jusriani, Ika Fanindya. 2013. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Jogiyanto, Hartono. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE: Yogyakarta.
- Keown, Arthur J. 2004. *Manajemen Keuangan Prinsip-Prinsip dan Aplikasi Jilid 1*. Jakarta: Indeks
- Machfoedz, M. (1994). *Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earnings Changes*.
- Mardiyanto, Handono. 2009." *Inti Sari Manajemen Keuangan*". Jakarta: PT. Grafindo.
- Martin, J.D. & J.W. Petty. 2000. *Value based management: The corporate response to the shareholder revolution*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.
- Miller, M.H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares. *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, pp. 411–433.
- Murhadi, Werner R. 2013. Analisis Laporan Keuangan, Proyeksi dan Valuasi Saham", Salemba Empat, Jakarta.

- Murwaningsari, ETTY. 2009. Hubungan Corporate Governance, Corporate Social Responsibilities dan Corporate Financial Performance Dalam Satu Continuum. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 11. No. 1, 30-41.
- Putri, Regina Aria. 2016. *The Effect of Ownership Structure and Cash Flow to the Non-Financial Firms' Divident Payout Ratio Listed In IDX*. *Financial Management*, Vol 6, No 2.
- Ross et. Al., 2002, *Corporate Finance*, 5th, Mc Graw-Hill
- Ross, S. (1977). The Determinant of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*. Spring: 23-40.
- Salvatore, Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat: Jakarta
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: BPF.
- Sinkey, Joseph F, 1992. *Commercial Bank Financial Management*, Fourth Edition, Macmillan Publishing Company, New York.
- Thanatawee, Yordying, (2011). Life-Cycle Theory and *Free cash flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand*. *International Journal of Economics and Finance* (2011), Vol.2, No. 2.
- Thanatawee, Yordying, (August 1, 2014). *Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from China*. *International Journal of Economics and Finance* (2014), Vol.6, No. 8, pp. 197-204.
- Vogt, S.C. & J.D. Vu. 2000. Free cash flow and long-term firm value: Evidence from The Value Line Investment Survey. *Journal of Managerial Issues* 12 (2): 188-207.
- Wahyudi dan Hartini P. Pawestri. 2006. Implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. *SNA IX: Ikatan Akuntan Indonesia*.