

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan dengan Tingkat Pengembalian Saham sebagai Variabel Mediasi

The Effect of Managerial Ownership on Firm Value with Stock Returns as a Mediating Variable

Saras Meilia Puspitasari¹,
Yosi Pupus Indriyani²,
Tias Penget Wigati³,
Noor Rosyadi⁴.

^{1,2,3}Akuntansi, ⁴Manajemen,
Institut Teknologi dan Bisnis
Adias Pematang.

Surel Korespondensi:
puspitasari541245@gmail.com

Abstrak

Tujuan penelitian untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh Tingkat Pengembalian Saham. Metode analisis yang dipakai menggunakan analisis SEM-PLS dengan analisis jalur atau *path analysis*, dengan sampel 14 Perusahaan tercatat di indeks BUMN20 pada Bursa Efek Indonesia tahun 2019-2022. Teknik pengumpulan data menggunakan data sekunder yaitu data *time series*. Hasil penelitian adalah terdapat pengaruh negatif signifikan tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan, terdapat pengaruh negatif tidak signifikan Kepemilikan Manajerial terhadap tingkat pengembalian saham, tidak terdapat pengaruh positif signifikan tingkat pengembalian saham terhadap nilai perusahaan, tidak terdapat pengaruh tingkat pengembalian saham memediasi tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: Kepemilikan Manajerial, Tingkat Pengembalian Saham, Nilai Perusahaan.

Abstract

The research objective is to analyze the effect of managerial ownership on firm value mediated by the stock return. The analytical method used is SEM-PLS analysis with path analysis with a sample of 14 companies listed on the BUMN20 index on the Indonesia Stock Exchange in 2019-2022. Data collection techniques use secondary data, namely time series data. The results of the study are that there is a significant negative effect of corporate governance on firm value, there is an insignificant negative effect of Managerial Ownership on stock returns, there is no significant positive effect of stock returns on firm value, there is no effect of stock returns mediating corporate governance on corporate value company.

Keywords: managerial ownership, stock returns, Corporate Value

PENDAHULUAN

Masa peralihan paska dampak pandemic Covid19 sangat memprihatinkan dalam dunia usaha. Kondisi saat ini iklim usaha yang dituntut agar tetap stabil agar perusaahaan dapat bertahan hidup. Hal ini memicu para pelaku bisnis untuk terus *responsive, update* data, dan tahan terhadap perubahan-perubahan yang signifikan. Kepercayaan investor dalam berinvestasi saham adalah tujuan utama suatu perusahaan, selain untuk keuntungan sebesar-besarnya (mumpuni dan Indrastuti, 2021). Semakin tinggi keuntungan yang didapat oleh perusahaan atau semakin tinggi nilainya menunjukkan kinerja perusahaan yang baik. Perusahaan yang terdaftar di index BUMN20 harus memaksimalkan nilai perusahaan yaitu berupa persentase harga saham perusahaan di pasar. Tujuan dari memaksimalkan dari nilai perusahaan juga sama dengan memaksimalkan harga saham dalam perusahaan yang tujuanakhir akan memaksimalkan kekayaan pemegang saham itu sendiri.

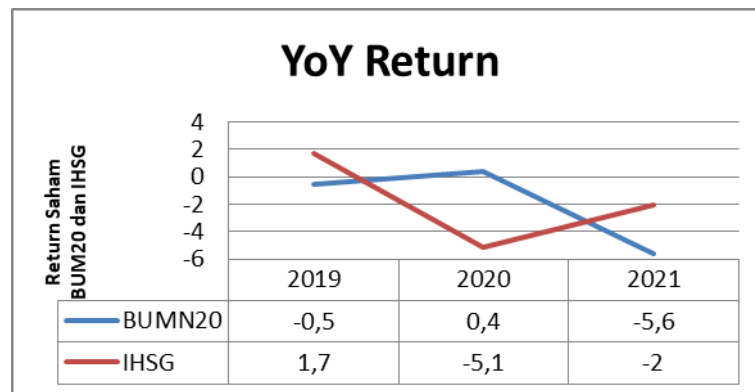
Nilai perusahaan adalah cerminan penilaian dari kinerja publik perusahaan yang bersifat riil dimana yg dinilai adalah harga saham dipasar. Nama baik yang diperoleh suatu perusahaan dalam rangkaian kegiatan dalam periode tertentu merupakan nilai dari suatu perusahaan. Nilai perusahaan dapat ditinjau dari nilai saham perusahaan (Martono, 2005 : 35). Faktor yang mempengaruhi dari suatu nilai perusahaan adalah meningkatkan utilitas pemilik serta manajemen perusahaan (teori keagenan), Mengurangi informasi yang asimetri (*signaling theory*) dan mendapatkan pengakuan dari stakeholder (*legitimacy theory*). Ketiga hal tersebut keterkaitannya sangat erat dalam pengelolaan Tata Kelola Perusahaan dimana indikator-indikator pendukung mekanisme tata kelola yaitu antara lain: Kepemilikan Manajerial, Komite Audit, Dewan Komisaris, dan Dewan institusional.

Kepemilikan Manajerial adalah presentase dari kepemilikan saham atas yang dimiliki oleh manager dari jumlah saham yang beredar (Warfield et all. 1995). Peran ganda dalam fungsi kepemilikan manajerial seperti manager dan juga pemegang saham dimana masing-masing memiliki kepentingan individual. Dengan perbedaan tersebut seringkali menimbulkan konflik yaitu *agency conflict* atau konflik keagenan. Dengan kepemilikan saham manajerial dapat mensejajarkan antara kepentingan investor dengan manager, karena manager dapat merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil oleh manager. Sedangkan manager juga dapat merasakan langsung risiko yang terjadi apabila keputusan manager yang salah. Dengan semakin tingginya kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, maka akan semakin tinggi pula manager untuk mengurangi konflik serta biaya keagenan. Dengan adanya kepemilikan saham yang dimiliki oleh manager akan membuat manager berfikir kritis, inovatif dan terus mengembangkan daya inovasinya sehingga memotivasi untuk peningkatan kinerja serta bertanggung jawab akan peningkatan kesejahteraan para pemegang saham sehingga akan memberikan dampak terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Tingkat pengembalian saham atau dividen menjelaskan tiga perspektif dasar yaitu kebijakan dividen yang tidak relevan atau tidak memerlukan estimasi spesifik, jumlah dari dividen linier terhadap harga saham terdapat korelasi negative antara kebijakan dividen dan harga saham. Dividen yang bernilai lebih rendah akan menghasikan harga pada saham lebih tinggi. Perusahaan harus membayar dividen untuk memenuhi atau mengakomodasi dari pemegang saham berdasarkan saham yang ditanamkan di perusahaan tersebut. Keseimbangan antara resiko dan pengembalian portofolio investor memainkan peran penting dalam deviden

bagi investor. Teori persinyalan dividen (Brown, 1997) mengartikan ketika ada informasi asimetris diantara perusahaan dengan investor, dividen menjadi salah satu mekanisme atau instrument yang mempersiapkan informasi bagi investor. Ada 3 jenis investor yaitu, investor lmenyukai saham dengan hasil dividen yang tinggi, investor yang lebih menyukai pengembalian dari dividen dan *capital gain* dan investor yang lebih menyukai saham dengan hasil dividen yang relatif rendah, (Brown, 1997)

Fenomena yang terjadi dalam kurun waktu tiga tahun terakhir adalah harga saham perusahaan terutama milik pemerintah Indonesia mengalami fluktuatif atau naik turun, seperti yang sudah di gambarkan dibawah ini.



Gambar 1. Grafik Return Saham BUMN20 dan IHSG

Sumber : www.idx.co.id

Dari grafik 1 diatas dimana perubahan *returns* IHSG atau indeks harga saham gabungan selama 3 tahun terakhir tidak linier dengan *returns* BUMN20. Dimana pada tahun 2019 IHSG berada pada nilai 1.7% sedangkan Saham BUMN20 berada di nilai -0.5% kondisi minus tersebut diakibatkan tingginya inflansi pada masa pandemic covid-19. Kemudian ditahun 2020 keadaan melemah pada harga saham terbukti dengan penurunan yang signifikan yang terjadi di IHSG dan BUMN20 melambung hingga 80% yaitu berkisar IHSG turun menjadi -5.1% dan BUMN20 naik sebesar 0.4%. Berlanjut di tahun 2021 *returns* IHSG mengalami kenaikan akan tetapi tidak linier terhadap BUMN20, karena *returns* BUMN20 merosot tajam hingga -5.6%

Berdasarkan kondisi tersebut dimana *returns* yang terjadi di Indeks BUMN20 dapat disebabkan dari faktor-faktor terkait dengan perusahaan-perusahaan. Misalnya faktor dari nilai perusahaan yang terhimpun di indeks tersebut, karena nilai perusahaan merupakan cerminan dari harga sahamnya. Faktor selanjutnya yaitu kepemilikan manajerial dimana faktor ini merupakan peran ganda yaitu sebagai manajer dan pemegang saham sehingga memiliki motivasi tersendiri demi peningkatan nilai perusahaan (Moch alifka & Akhwan Riduwan, 2020) dan (Anthony Holly *et al*, 2022) dan kemudian faktor pengembalian saham juga sangat mempengaruhi kepercayaan pemegang saham sehingga kuat kaitannya dengan harga saham tersebut di pasar (Pulungan, 2020) (Suhadak *et al.*, 2019); (Budiharjo, 2016), (Isnaeni Rokhayati *et al.*, 2021)

Dapat ditarik kesimpulan dari penelitian-penelitian sebelumnya diatas serta fenomena yang terjadi, terdapat kesenjangan antara dampak yang ditimbulkan dari Tata Kelola Perusahaan yang baik terhadap nilai perusahaan, sehingga variabel mediasi diperlukan untuk menjadikan bahan evaluasi dari dampak tersebut yaitu Tingkat Pengembalian Saham.

Dengan perbedaan tersebut dapat diciptakannya suatu peluang untuk dilakukannya studi secara lebih spesifik tentang beberapa variabel tersebut.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Agensi (*Agency Theory*)

Brigham & Houston, (2004) mengemukakan hubungan dalam teori keagenan terjadi apabila satu atau lebih dari individu yang disebut sebagai *principal* yang memanfaatkan atau membayar suatu individu atau organisasi lain (*agen*), agar adapt melakukan suatu pendelegasian kewenangan atau sejumlah jasa pembuatan suatu keputusan dengan pihak agen. Hubungan keagenan ini utamanya terjadi diantara pemegang saham dengan manajer. Terdapat 3 faktor yang mempengaruhi pengungkapan dari tanggung jawab social berdasarkan dengan hubungannya dengan keagenan yaitu antara lain: biaya kontrak, biaya pengawasan dan validitas politis(Hills , *et al.*, 1997). Berdasarkan dari teori agensi, suatu perusahaan menghadapi beban pengawasan dan biaya kontrak dengan rendah maka cenderung dapat melaporkan laporan keuntungan bersih rendah atau dalam artian akan mengeluarkan beberapa biaya demi kepentingan dalam manajemen.

Nilai Perusahaan

Menurut (Mangantar & Ali, 2015), Nilai perusahaan yang tinggi dapat menjadikan kepercayaan terhadap pasar bukan hanya pada kkinerj perusahaan sekarang ini akan tetapi pada peluang di masa depan perusahaan. Husnan (2007:34) berpendapat Nilai perusahaan yaitu nilai yang dibutuhkan bagi para pemegang saham atau investor mengambil suatu keputusan investasi terefleksi dari harga pasar perusahaan tersebut. Dengan harga saham yang ada dipasar tersebut yang digunakan rasio sebagai alat penilaian. Masyarakat atau investor mendapatkan informasi melalui rasio penilaian maka pengukuran ini dapat dibandingkan dari nilai perusahaan, agar lebih tertarik berlanjut beli saham dengan harga yang jauh lebih tinggi dibanding dari nilai bukunya.

Sudana, (2011) memaparkan rasio penilaian yaitu suatu rasio terikat dengan suatu penilaian terhadap prestasi saham perusahaan yang diperjualbelikan di pasar modal. Pengukuran nilai perusahaan memiliki metode yang digunakan, yaitu: *Price Earning Ratio* (PER)

Brigham dan Houston, (2006) mengemukakan *Price earning ratio* (PER) menunjukkan seberapa banyak total modal setiap dolar keuntungan yang telah dilaporkan yang bersedia dibayarkan pemegang saham. Rasio ini dijadikan takaran perbandingan dari harga saham perusahaan dengan tingkat keuntungan bagi pemegang saham. Melihat bagaimana pasar bisa menghargai hasil kinerja perusahaan yang terefleksikan oleh *earning per share*nya merupakan keuntungan *price earning ratio*. Dimana ratio ini dapat menunjukkan hubungan antara *earning per share* dengan pasar saham biasa.

Fungsi dari *price earning ratio* yaitu mengukur suatu perubahan akan kemampuan keuntungan yang diinginkan di masa depan. Maka semakin tinggi rasio *price earning ratio* terhadap pendapatan maka semakin tinggi kemungkinan pertumbuhan perusahaan yang dapat menaikkan nilai perusahaan. Rumus yang dipakai untuk pengukur *Price earning ratio* (PER), yaitu:

$$PER = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Earning per share}}$$

Alat ukur yang dipakai di penelitian yaitu pengukur nilai perusahaan adalah rasio *Price earning ratio* (PER). Alasan penulis menggunakan rasio *Price earning ratio* (PER) adalah dimana rasio ini merupakan hubungan antara saham dengan penghasilan per lembar saham, dan sebagai indikator perkembangan/pertumbuhan perusahaan di masa mendatang sehingga dapat mengetahui seberapa lama investasi yang ditanamkan akan kembali (Fatimah et al., 2017). PER salah satu *matric* analisa yang menyatukan analisa market dan fundamental yang sangat penting serta harus dikerjakan oleh setiap perusahaan secara integral agar investor tidak mengalami resiko *crash* (lonjakan harga secara tiba-tiba tanpa prediksi) serta pembelian saham yang terlalu mahal.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial adalah prosentase dari kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dari jumlah saham yang beredar (Warfield et al. 1995). Kepemilikan manajerial sendiri dapat menggambarkan suatu peran ganda yaitu pada manajer dan pemegang saham, dimana masing-masing memiliki kepentingan. Dimana dalam perbedaan antara keduanya adalah seringkali menimbulkan suatu konflik yaitu *agency conflict* atau yang sering disebut konflik keagenan. Kemungkinan manajer melakukan tindakan yang tidak terpuji yang dapat menimbulkan kerugian perusahaan dan juga menimbulkan dampak negatif sehingga menurunnya nilai perusahaan menurut Fama (2012). Beberapa hal yang dapat dilakukan untuk mengurangi kemungkinan terjadinya tindakan tidak terpuji yaitu: a) memberikan hak pengelola untuk memiliki saham, b) diadakannya monitoring secara berkala, akan tetapi dapat menambah biaya baru untuk perusahaan, c) dapat menambahkan modal baru berupa hutang, d) Pembagian Dividen dapat berupa tunai. Dalam pengawasan Kinerja dapat menyebabkan manajer bertindak sesuai kepentingan pemegang saham, sehingga mampu mengurangi tindakan yang tidak terpuji yang bisa terjadi di dalam perusahaan.

Sedangkan untuk pengukuran dalam perhitungan dipenelitian ini yaitu dengan indikator kepemilikan manajerial dengan rumus sebagai berikut :

$$KM = \frac{\text{Jumlah Saham Manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\%$$

Tingkat Pengembalian Saham

Return Saham ialah tingkat pengembalian saham yang diharapkan dari modal yang diinvestasikan berupa saham perusahaan atau kelompok-kelompok saham dalam bentuk portofolio (Acheampong et al., 2014). Pengembalian saham adalah pengembalian gabungan dari kerugian dan keuntungan yang diterima investor selama periode waktu tertentu. Pengembalian saham bisa dapat dalam bentuk dividen, yang merupakan pendapatan perusahaan dan keuntungan modal yang diterima investor baik dalam bentuk tunai, saham atau properti serta capital gain, yaitu selisih antara harga beli dengan harga jual (Sri Wahyudi et al., 2020). Skala pengukuran dalam penelitian ini adalah skala proporsional yang dihitung berdasarkan satuan persentase dan dirumuskan:

$$\text{Return} = Dt + (Pt - Pt-1) / (Pt-1).$$

Penjelasan: D_t Merupakan dividen kas yang dibayar period ke- t per lembar saham, P_t merupakan harga saham di periode ke- t , sementara P_{t-1} merupakan harga saham sebelum tahun t ($t-1$). Perhitungan return saham bermanfaat sebagai bahan evaluasi hasil dari investasi yang akan memberikan kerugian atau keuntungan investor.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial yang memiliki peran ganda sebagai manager dan pemegang saham dapat menurunkan kepercayaan dari investor terlebih yang kepemilikan manajerial memiliki nilai yang tinggi. Hal ini disebabkan manajer sebagai pelaku dalam pengelola perusahaan dan pemilik saham dapat memungkinkan melakukan tindakan kecurangan guna kesejahteraan mereka sendiri. Akibatnya investor kurang mempercayai perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi hal ini memberikan nilai yang rendah untuk perusahaan dimata para investor. Penelitian yang dilakukan oleh Moch Alifka Rizki Dewayanto dan Akhmad Riduwan (2020) bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Namun penelitian tidak sejalan dengan Anthony Holly *et all* (2022) bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H1: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Tingkat Pengembalian Saham

Berdasarkan dari teori agency salah satu cara dalam meminimalkan masalah keagenan adalah menyertakan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan. Pihak manajemen yang memiliki persentase saham yang cukup signifikan akan bertindak layaknya seorang pemilik perusahaan. Penyatuan kepentingan antara manajer dan pemilik dapat menurunkan motivasi manajer untuk melakukan manajemen laba sehingga memberikan keputusan dalam pengembalian saham. Tingkat pengembalian saham sangat ditentukan oleh motivasi manajer perusahaan direnakan motivasi yang berbeda akan menghasilkan besaran pengembalian saham yang berbeda, seperti antara manajer yang juga sekaligus sebagai pemegang saham dan manajer yang tidak sebagai pemegang saham. Penelitian yang dilakukan Kadek Dewi Padnyawati dan Ni Putu Ayu Kusumawati (2018) menyatakan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

H2: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap tingkat pengembalian saham

Tingkat Pengembalian Saham Terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan saham manajerial dapat mensejajarkan antara kepentingan investor dengan manajer, karena manajer dapat merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil oleh manajer. Sedangkan manajer juga dapat merasakan langsung risiko yang terjadi apabila keputusan manajer yang salah. Manajer sekaligus pemegang saham pasti akan mengoptimalkan kinerjanya dalam menjalankan roda perusahaan agar mendapatkan hasil yang maksimal. Dengan laba yang didapatkan sangat mempengaruhi kestabilan pengembalian saham untuk investor, karena sebagian besar investor menginginkan pengembalian hasil saham yang stabil. Manajemen mengoptimalkan kinerjanya demi mendapatkan laba maksimal serta

meningkatkan pengembalian saham. Kadek Dewi P dan Ni Putu Ayu K (2022) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan.

H3: Tingkat pengembalian saham berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Tingkat Pengembalian saham Memediasi Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Tingkat pengembalian saham merupakan variabel yang memediasi hubungan antara struktur kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan proporsi kepemilikan saham oleh perusahaan mampu berkontribusi pada keputusan dibagikannya pengembalian saham sehingga dapat menarik minat para pemegang saham untuk keberlanjutan berinvestasi sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Penawaran pengembalian saham dapat menstimulasi tingkat pertumbuhan perusahaan, tingkat pengembalian saham dapat digunakan untuk menarik minat para pemegang saham untuk meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Moch Alifka Rizki Dewayanto dan Akhmad Riduwan (2020) menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan;

H4: Tingkat pengembalian saham memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Populasi

Populasi terdiri dari subjek penelitian (Arikunto, 2013:173). Populasi dalam penelitian ini terdiri 20 perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dengan indeks BUMN20 antara 2019 dan 2022.

Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Sampel mewakili populasi yang diteliti (Arikunto, 2013:174). Metode pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah dengan penggunaan metode *purposive sampling*, dimana kriteria dipakai untuk memilih sampel ini adalah:

1. Perusahaan tercatat di indeks BUMN20 pada Bursa Efek Indonesia selama tahun 2019 sampai dengan tahun 2022.
2. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan perusahaan antara tahun 2019 hingga tahun 2022.

Tabel 1. Sampel Penelitian

Prosedur	Jumlah
Perusahaan tercatat di indeks BUMN20 pada Bursa Efek Indonesia selama tahun 2019 sampai dengan tahun 2022	16
Perusahaan tidak menerbitkan laporan keuangan perusahaan antara tahun 2019 hingga tahun 2022,	(2)
Jumlah sampel	14

Metode Pengumpulan Data

Metode yang digunakan yaitu dengan penelitian kepustakaan dan dokumentasi. Kajian pustaka yang digunakan adalah pengumpulan data sekunder melalui jurnal, artikel serta penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan penelitian. Studi dokumenter juga dilakukan dengan pengumpulan data sekunder dari Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) pada IDX BUMN20 antara tahun 2019 hingga 2022.

Metode Analisis Data

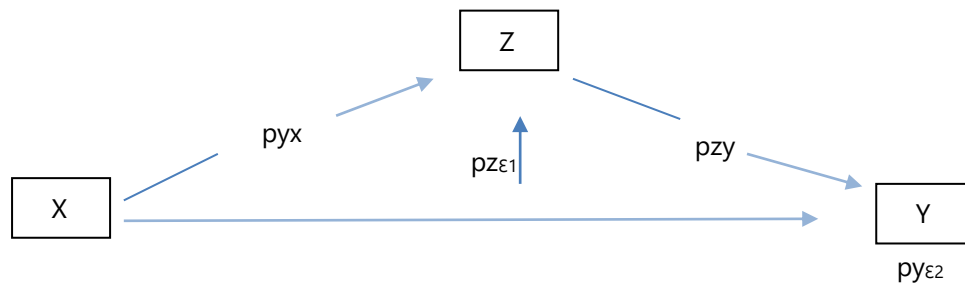
Penelitian menggunakan alat analisis SmartPLS, yakni teknik statistik multivariat yang mengukur berbagai respons dan variabel penjelas secara bersamaan dalam satu perhitungan.

Teknik Analisis Data

Dalam teknis analisis data metode yang dipakai dalam penelitian adalah analisis jalur atau *path analysis*. Dimana analisis merupakan regresi model diperpanjang yang dipakai untuk uji keselarasan matriks korelasi perbandingan 2 (dua) atau lebih model kausal peneliti. Model direpresentasikan dalam bentuk lingkaran serta anak panah, dimana satu panah menunjukkan penyebabnya. Regresi diterapkan pada setiap variabel dalam model sebagai variabel terikat (responden), sedangkan variabel lain menjadi penyebabnya. Bobot regresi yang diprediksi dalam model dibandingkan pada matriks korelasi dari semua variabel yang diamati, dan uji konsistensi statistik dihitung (Garson, 2003).

Tahapan analisis jalur, meliputi:

1. Berdasarkan model teo ritis atau sesuai dengan hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian. Model analisis jalur dalam penelitian dapat diuraikan sebagai berikut :



Gambar 2. Model Jalur Penelitian

Keterangan:

Z = Tingkat Pengembalian Saham

Y = Nilai Perusahaan

X = Kepemilikan Manajerial

P_{yx} = Koefisien jalur Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

P_{zy} = Koefisien jalur Nilai Perusahaan terhadap Tingkat Pengembalian Saham

ϵ_1 = Variabel Residu Y

ϵ_2 = Variabel Residu Z

$p_{y\epsilon_1}$ = Koefisien jalur Residu ϵ_1 terhadap Nilai Perusahaan

$p_{z\epsilon_2}$ = Koefisien jalur Residu ϵ_2 terhadap Tingkat Pengembalian Saham

- Berdasarkan jalur yang merujuk pada gambar 2 diatas, maka dapat dirumuskan menjadi 2 (dua) persamaan struktural berikut:

Persamaan jalur Pertama

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 Z_2 + e$$

Persamaan jalur Kedua

$$Z = \alpha + \beta_1 X_1 + e$$

1. Menghitung pengaruh variabel Mediasi

Uji Sobel digunakan untuk mengetahui pengaruh Tata Kelola-Perusahaan yang baik terhadap nilai perusahaan di mediasi oleh Tingkat Pengembalian Saham. Program yang diuraikan oleh Sobel (1982) dapat digunakan untuk menguji hipotesis perantara disebut dengan Uji Sobel (Kline, 2011: 164). Uji Sobel ini dilengkapi dengan uji intensitas-pengaruh tidak langsung antara variabel *independent* (X) kepada variabel *dependent* (Y) melalui variabel pemediasi (Z). Efek tidak langsung dapat diperoleh dengan menggandakan koefisien jalur dari setiap hubungan.

Untuk menguji pentingnya pengaruh tidak langsung, penggunaan rumus berikut sangat perlu untuk menghitung nilai t koefisien ab:

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

Keterangan:

a = Pyx

b = Pzy

S = standar error

Dimana t_{hitung} tingkat signifikan 95% ($\alpha = 5\%$). Berikut dasar pengambilan keputusannya: apabila angka signifikansi p value $\leq 5\%$ berarti diterima hipotesis alternatifnya atau H_0 ditolak, dan sebaliknya.

Standar eror dari koefisien a dan b diwakili oleh Sa dan Sb, dan besarnya standar error tidak langsung (pengaruh tidak langsung) Sabdihitung menggunakan rumus berikut:

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

Dimana:

Sab = besarnya standar error pengaruh tidak langsung

a = jalur variabel independen (X) dengan variabel pemediasi (Z)

b = jalur variabel pemediasi (Z) dengan variabel dependen (Y)

sa = standar error koefisien a

sb = standar error koefisien b

HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Objek Penelitian

Penelitian ini dilakukan di perusahaan publik yang sudah tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan indeks saham BUMN20 antara tahun 2019 dan 2022. Pada Indeks BUMN20 terdapat 20 perusahaan, kemudian dilakukan metode *purposive sampling* sehingga didapat sampel yang dapat memenuhi kriteria dalam penelitian ini sebanyak 14 perusahaan. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data *time series* yang digunakan untuk Tata Kelola Perusahaan, Tingkat pengembalian saham serta nilai perusahaan yang menjadi sampel berupa data KM dan *Return Realisasi* dan PER. Dibawah ini disajikan beberapa profil singkat perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Tabel 2. Profil Perusahaan

NO	KODE EMITEN	NAMA EMITEN
1	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk
2	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk.

3	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
4	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.
5	BJBR	Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten Tbk.
6	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk.
7	ELSA	Elnusa Tbk.
8	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk.
9	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk
10	PTPP	PP (Persero) Tbk.
11	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.
12	TINS	Timah (Persero) Tbk
13	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.
14	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.

Sumber : olah data sekunder, 2022

Analisis Statistik Deskriptif

Perolehan data sekunder yang diolah dengan menggunakan analisis jalur, dihasilkan dua persamaan. Koefisien determinasi menunjukkan kombinasi pengaruh variabel laten eksogenus ke variabel laten endogenus. Koefisien determinasi merupakan ukuran yang paling umum digunakan untuk mengevaluasi model struktural. Nilainya menunjukkan kekuatan prediksi dari model jalur dan merupakan indikasi seberapa cocok model tersebut dengan data yang diperoleh.

Tabel 3. Koefisien Determinasi Standar dan *Adjusted*

	R Square	<i>Adjusted R Square</i>
Nilai Perusahaan	0,368	0,335
Pengembalian Saham	0,026	0,002

Sumber: Data Output Koefisien Determinasi

Berdasarkan hasil dari perhitungan dengan menggunakan PLS nilai koefisien determinasi dengan menggunakan *Adjusted R Square*. Berdasarkan dari tabel 2 diatas nilai *Adjusted R Square* nilai perusahaan sebesar 0,335 dan nilai *Adjusted R Square* Pengembalian Saham sebesar 0,002. Nilai *Adjusted R Square* atau nilai koefisien determinasi nilai perusahaan sebesar 0,335 atau 33,5% menunjukkan besarnya kekuatan prediktif dari model jalur dalam menerangkan variabel nilai perusahaan. Sementara nilai *Adjusted R Square* atau/ nilai koefisien determinasi kinerja keuangan sebesar 0,002 atau 0,2% menunjukkan besarnya kekuatan prediktif dari model jalur dalam menerangkan variabel Pengembalian Saham.

Tabel 4. Nilai Koefisien Jalur dan Uji Hipotesis

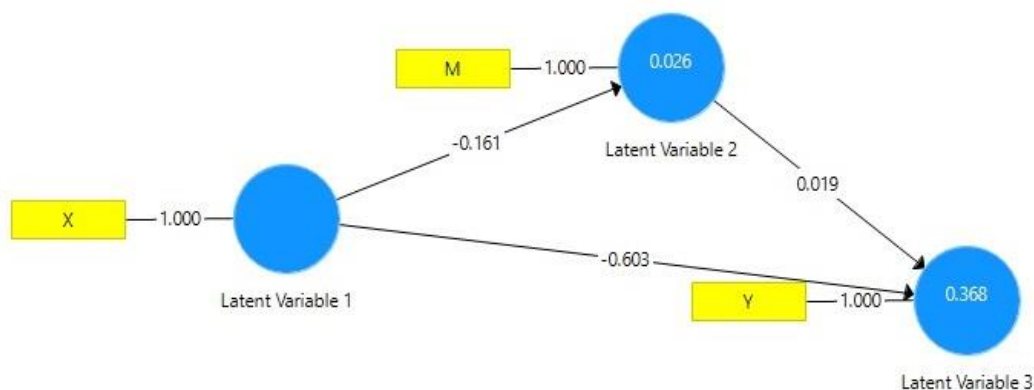
Hipotesis	Relasi	Koefisien Jalur (β)	t hitung	p values	Kesimpulan
H1	Kepemilikan Manajerial → Nilai Perusahaan	-0,161	2.310	0,021	Diterima
H2	Kepemilikan Manajerial → Pengembalian Saham	-0,603	1.574	0,116	Ditolak

H3	Pengembalian Saham → Nilai Perusahaan	0,019	0,245	0,807	Ditolak
H4	Kepemilikan Manajerial → Pengembalian Saham → Nilai Perusahaan	-0,003	0,239	0,811	Ditolak

Sumber: Data Output Nilai Koefisien Jalur dan Uji Hipotesis Yang Diolah 2022

Berdasarkan keterangan hasil output yang tertera pada tabel 3 di atas, maka dapat diajukan point-point uraian sebagai berikut:

1. Hubungan Kepemilikan Manajerial dan nilai perusahaan menemukan nilai koefisien jalur (β) sebesar $-0,161$ (bertanda negatif), nilai t hitung sebesar $2,310 > 1,96$ dan p values sebesar $0,021 > 0,05$ atau hipotesis diterima. Hal ini menunjukkan terdapat pengaruh negatif signifikan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.
2. Hubungan Kepemilikan Manajerial dan tingkat pengembalian saham menemukan nilai koefisien jalur (β) sebesar $-0,603$ (bertanda negatif), nilai t hitung sebesar $1,574 > 1,96$ dan p values sebesar $0,116 < 0,05$ atau hipotesis ditolak. Hal ini menunjukkan Menunjukkan tidak terdapat pengaruh negatif dan signifikan kepemilikan manajerial terhadap tingkat pengembalian saham.
3. Hubungan tingkat pengembalian saham dan nilai perusahaan menemukan nilai koefisien jalur (β) sebesar $0,019$ (bertanda positif), nilai t hitung sebesar $0,245 < 1,96$ dan p values sebesar $0,807 > 0,05$ atau hipotesis ditolak. Menunjukkan tidak terdapat pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan.
4. Hubungan tingkat pengembalian saham memediasi Tata Kelola Perusahaan dan nilai perusahaan menemukan nilai koefisien jalur (β) sebesar $-0,003$ (bertanda negatif), nilai t hitung sebesar $0,239 < 1,96$ dan p values sebesar $0,811 > 0,05$ atau hipotesis ditolak. Menunjukkan tidak terdapat pengaruh tingkat pengembalian saham memediasi Kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.



Gambar 3. Model Penelitian Final

PEMBAHASAN

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negative signifikan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Moch Alifka Rizki Dewayanto dan Akhmad Riduwan (2020) bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dimana semakin tinggi kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan tersebut. Kepemilikan manajerial memiliki kemampuan dalam mempengaruhi lajunya perusahaan yang pada akhirnya dapat mempengaruhi kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan, yaitu dengan mengoptimalkan nilai perusahaan yang terjadi karena adanya pengendalian yang dimiliki oleh manajer sebagai pemegang saham dalam perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Tingkat Pengembalian Saham

Dari hasil penelitian menunjukkan tidak terdapat pengaruh negative dan signifikan kepemilikan manajerial terhadap tingkat pengembalian saham. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kadek Dewi Padnyawati dan Ni Putu Ayu Kusumawati (2018) menyatakan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya besar kecilnya struktur kepemilikan manajerial tidak menjadi salah satu faktor dalam pertimbangan bagi perusahaan dalam penentuan kebijakan pengembalian saham di perusahaan. Hal ini diperkuat dengan adanya fungsi ganda yaitu kepemilikan manajerial sebagai pemegang saham dan sebagai manajer, sehingga dapat menurunkan kepercayaan para investor dengan adanya penyalahgunaan wewenang demi kepentingan individual. Terkait hal tersebut, struktur kepemilikan manajerial seharusnya berperan penting dalam kebijakan pengembalian saham perusahaan dengan meminimalisasi *agency cost* yang ditimbulkan karena *agency problem*.

Tingkat Pengembalian Saham Terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil penelitian Tingkat Pengembalian Saham tidak berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kadek Dewi P dan Ni Putu Ayu K (2022) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan. Artinya Kepemilikan saham manajerial tidak dapat mensejajarkan antara kepentingan investor dengan manajer, karena manajer dapat merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil oleh manajer. Sedangkan manajer juga dapat merasakan langsung risiko yang terjadi apabila keputusan manajer yang salah. Keputusan manajer yang memberikan besaran tingkat pengembalian saham yang besar untuk investor diharapkan dapat memberikan kemakmuran para pemegang saham, akan tetapi tidak semua investor menyukai dividen yang tinggi seperti teori dari *clientele theory* dimana teori ini menyebutkan investor yang memiliki penghasilan tinggi akan lebih menyukai dividen dengan *payout* rendah. Semakin tinggi nilai kesehatan suatu perusahaan akan memberikan keyakinan kepada para investor untuk memperoleh pendapatan, baik berupa dividen ataupun capital gain. Hal ini menyebabkan besar kecilnya tingkat pengembalian saham tidak memberikan dampak terhadap nilai perusahaan.

Tingkat Pengembalian Saham Memediasi Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Dari hasil penelitian menyatakan Tingkat Pengembalian Saham secara tidak signifikan memediasi Kepemilikan Manajerial terhadap nilai perusahaan. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Moch Alifka Rizki Dewayanto dan Akhmad Riduwan (2020) menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat diartikan bahwa tidak ada pengaruh tinggi rendah kepemilikan manajerial dapat meningkatkan tingkat pengembalian saham yang dibayarkan perusahaan. Hal ini dikarenakan keraguan investor akan kinerja manager yang mana memiliki fungsi ganda, kepemilikan manajerial tidak dapat mensejajarkan kepentingan antara kepemilikan saham dengan manager yang sebagai pengelola yang mengakibatkan dapat melakukan keputusan yang salah demi kepentingan masing-masing. Sedangkan kesalahan yang terjadi yang ada didalam perusahaan dapat dirasakan secara langsung serta para investor juga ikut menanggung kerugiannya sebagai salah satu konsekuensi dari kepemilikan sahamnya.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Dari hasil pengujian hipotesis maka dapat disimpulkan yang merupakan dari hasil jawaban dari permasalahan yang dibahas dalam penelitian, antara lain:

1. Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan
2. Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap Tingkat Pengembalian Saham
3. Tingkat Pengembalian Saham tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
4. Tingkat Pengembalian Saham secara tidak signifikan memediasi Kepemilikan Manajerial terhadap nilai perusahaan

Saran dan Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan

Studi ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu:

1. Penelitian ini hanya menggunakan sampel yang terbatas yaitu 14 perusahaan yang terdaftar di Indeks BUM20 antara tahun 2019 hingga tahun 2022, Diharapkan peneliti selanjutnya dapat memperluas tujuan penelitian dengan memasukkan sektor-sektor lain yang terdaftar di BEI dan memperpanjang waktu pengamatan.
2. Penelitian ini menggunakan kepemilikan manajerial sebagai alat ukur, dimana penilaian ini dinilai oleh peneliti berdasarkan saham yang di tanamkan di perusahaan yang menghasilkan penilaian kurang maksimal atau kurang mendalamnya penilaian dikarenakan keterbatasan peneliti hanya menilai berdasarkan *Annual report* yang telah diterbitkan oleh perusahaan. Diharapkan untuk penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel seperti Kepemilikan Institusional, Dewan Komisaris atau Komite Audit dengan menggunakan *Self Assesment* dengan penghitungan *ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS)* atau penilaian dari perusahaan tersebut yang menunjuk pihak ketiga (Assessor dari Badan Pengawasan Keuangan dan Pembangunan (BPKP)).

3. Nilai *Adjusted R Square* diperoleh nilai perusahaan dan tingkat pengembalian saham sebesar 33,5% dan 0,2%, hal itu menunjukkan sangat rendahnya pengaruh yang diberikan variabel Kepemilikan Manajerial terhadap nilai perusahaan dan tingkat pengembalian saham, diharapkan peneliti yang akan datang dapat ditambahkan beberapa variabel lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan seperti contohnya dari variabel fundamental atau dari variabel perilaku (modal intelektual dan psikologi keuangan) atau dapat menambahkan variabel mediasi lain seperti kinerja keuangan.

Saran

Berdasarkan temuan dan keterbatasan penelitian. Diharapkan peneliti dimasa depan dapat melakukan penelitian serupa dengan menambahkan variabel eksogen lainnya seperti modal intelektual dan psikologi keuangan atau menambahkan variabel mediasi lainnya seperti Kinerja Keuangan. Hal ini dikarenakan dalam penelitian ini hanya menggunakan satu variabel eksogen saja yaitu Tata Kelola Perusahaan yang mengamati beberapa jenis industry yang dimiliki pemerintah.

DAFTAR PUSTAKA

- Acheampong, P., Agalega, E., & Shibu, A. K. (2014). The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Ghana Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector. *International Journal of Financial Research*, 5(1). <https://doi.org/10.5430/ijfr.v5n1p125>
- Ahmad, Daniri. 2005. Konsep dan Penerapan Good Corporate Governance dalam Konteks Indonesia. Indonesia: Ray Indonesia.
- Brigham Eugene, F. dan J. Houston. 2004. Fundamentals of Financial Management Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Edisi 10. Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Budiharjo, R. (2016). Good Corporate Governance terhadap Return Saham dengan Profitabilitas sebagai Variabel Intervening dan Moderating (Studi Empiris pada Perusahaan Peraih CGPI yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012). *Jurnal Online Insan Akuntan*, 1(1), 163–194. <http://ejournal-binainsani.ac.id/index.php/JOIA/article/download/9/9>
- Fatimah, Ronny Malavia, M., & Wahono, B. (2017). e-jurnal Riset Manajemen PRODI MANAJEMEN Fakultas Ekonomi Unisma Website: *E-Jurnal Riset Manajemen Prodi Manajemen*, 51–69.
- Husnan, Suad. (2015). Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas. (Edisi 5). Yogyakarta : UPPN STIM YKPN.
- Ihsan, D. N. (2016). Kualitas Penerapan Good Corporate Governance Pada Bank Umum Syariah Di Indonesia Serta Pengaruhnya Pada Kinerja Keuangan. *Jurnal Ekonomi Islam*, 7(2), 77–106. <https://journal.uhamka.ac.id/index.php/jei/article/view/187>
- Mangantar, M., & Ali, M. (2015). An Analysis of the Influence of Ownership Structure, Investment, Liquidity and Risk to Firm Value: Evidence from Indonesia. *American Journal of Economics and Business Administration*, 7(4), 166–176. <https://doi.org/10.3844/ajebasp.2015.166.176>
- Martono, dan Agus Harjito. 2005. Manajemen Keuangan. Edisi Pertama, Cetakan Pertama, Yogyakarta: Penerbit Ekonisia Fakultas Ekonomi UI.

Monks, Robert A.G, dan Minow, N., 2003. *Corporate Governance*. 3rd Edition, Blackwell Publishing.

Pulungan, N. (2020). Faktor–Faktor Yang Mempengaruhi Kinerja Auditor. *Jurnal Manajemen Dan Akuntansi Medan*, 2(1), 48–56. <https://doi.org/10.47709/jumansi.v2i1.2105>

SRI WAHYUDI, A., BENY, B., & DANIEL, D. (2020). Analisis Pengaruh Kapitalisasi Pasar Dan Rasio Keuangan Terhadap Return Saham. *Media Bisnis*, 12(1), 9–16. <https://doi.org/10.34208/mb.v12i1.875>

Suhadak, Kurniaty, Handayani, S. R., & Rahayu, S. M. (2019). Stock return and financial performance as moderation variable in influence of good corporate governance towards corporate value. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 18–34. <https://doi.org/10.1108/AJAR-07-2018-0021>