

PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN DENGAN FREE CASH FLOW SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Siti Indah Winarni

sindahwinarni02@gmail.com

Bambang Suryono

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research aimed to examine the effect of shares ownership on the company's performance, with free cash flow as moderating variable of manufacturing companies which were listed on Indonesia Stock Exchange. While, shares ownership was measured by institutional, managerial, governmental, foreign, and public ownership. The population was manufacturing companies which were listed on Indonesia Stock Exchange 2015-2017. Moreover, the research was quantitative. Furthermore, the data collection technique used purposive sampling. In line with, there were 54 companies as sample within 162 observations. As it was applied with outlier data, the sample were reduced to 155 observations. In addition, the data analysis technique used multiple linear regression and interaction test of Moderated Regression Analysis (MRA) with SPSS. The research result, from multiple linear regression, concluded institutional, managerial, governmental, foreign, and public ownership had positive effect on the company's performance. Besides, the research results, from interaction test of Moderated Regression Analysis (MRA), showed free cash flow could moderate institutional, managerial, and foreign ownership on the company's performance. However, it could not moderate governmental and public ownership on the company's performance.

Keywords: shares ownership, free cash flow, company's performance

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan saham terhadap kinerja perusahaan dengan *free cash flow* sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kepemilikan saham diukur dengan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, dan kepemilikan publik. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2015-2017. Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Pengambilan sampel yang digunakan dengan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan maka diperoleh sampel sebanyak 54 perusahaan sehingga jumlah observasi dalam penelitian ini sebanyak 162 pengamatan. Penelitian ini dilakukan outlier data sehingga jumlah sampel berkurang menjadi 155 pengamatan. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda dan uji interaksi *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan alat bantu SPSS. Hasil penelitian dengan analisis regresi linier berganda menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Sedangkan kepemilikan publik tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian analisis variabel *moderating* dengan uji interaksi *Moderated Regression Analysis* (MRA) menunjukkan bahwa *free cash flow* mampu memoderasi kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kepemilikan asing terhadap kinerja perusahaan, namun tidak mampu memoderasi kepemilikan pemerintah dan kepemilikan publik terhadap kinerja perusahaan.

Kata kunci: kepemilikan saham, *free cash flow*, kinerja perusahaan

PENDAHULUAN

Pada dunia bisnis, perusahaan yang terjadi di lingkungan eksternal dituntut berkembang. Industri manufaktur di Indonesia dari tahun ke tahun mengalami perkembangan. Ini bisa dilihat dari berbagai macam perusahaan manufaktur yang

tercantum di Bursa Efek Indonesia (BEI). Bursa Efek Indonesia (BEI) terdapat perusahaan *listing*, yaitu perusahaan yang awalnya tertutup menjadi perusahaan tercatat dan terbuka, biasanya adalah perusahaan yang telah mempunyai bentuk organisasi terpisah antara pihak pemilik dan pengelolanya. Pemilik terdiri dari para pemegang saham dan stakeholder, sedangkan pengelolanya adalah pihak manajemen yang ditunjuk oleh pemilik untuk melaksanakan suatu kegiatan perusahaan. Diantara beraneka ragam sektor perusahaan yang *listing* dalam Bursa Efek Indonesia (BEI), perusahaan manufaktur merupakan salah satu sektor perusahaan yang mempunyai tujuan kedepannya karena semakin pesatnya kemajuan ekonomi dan pertumbuhan penduduk di negara Indonesia yang menjadikan sektor perusahaan manufaktur sebagai lahan paling strategis untuk mendapatkan laba yang tinggi dalam berinvestasi.

Hal ini dapat meningkatkan kinerja perusahaan demi tercapainya tujuan utama perusahaan dan menyebabkan terjadinya persaingan antar perusahaan manufaktur. Perusahaan harus dikelola dengan baik agar terus berkembang dan tetap bisa bertahan. Perusahaan adalah sumber daya ekonomi yang menjadikan barang/jasa dan sebuah organisasi yang memiliki keahlian untuk mencapai keuntungan secara maksimal serta memaksimalkan kesejahteraan pemilik perusahaan serta dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Dengan adanya tujuan meningkatkan nilai perusahaan berarti perusahaan dapat mempertimbangkan berbagai resiko terhadap arus pendapatan serta membandingkan dampak waktu terhadap nilai uang dan mutu dari suatu arus dana yang diharapkan diterima dimasa yang akan datang Weston dan Copeland (1995;134) (dalam Nurcahyo, 2014:1). Tujuan pada perusahaan tersebut kebanyakan sama yaitu sesuai dengan keinginan pada tiap-tiap perusahaan.

Penelitian ini, menggunakan rasio profitabilitas *Return on Asset (ROA)*. Nirmalasari (2010) (dalam Epi, 2017:1) menyatakan bahwa nilai ROA yang semakin meningkat setiap tahunnya menghasilkan kinerja perusahaan yang semakin baik. Para investor menyukai perusahaan yang *profitable* dikarenakan tingkat pengembalian yang tinggi. Faktor yang menyebabkan naik turunnya kinerja keuangan perusahaan adalah dipengaruhi oleh struktur kepemilikan Jensen dan Meckling (1976) (dalam Epi, 2017:2). Di Indonesia memiliki struktur kepemilikan yang sebagian besar memiliki kecenderungan sebagai dewan direksi atau komisaris, maka terdapat masalah keagenan yang timbul pada pemegang saham mayoritas serta minoritas. Struktur kepemilikan dapat disebut struktur kepemilikan saham. Struktur kepemilikan saham meliputi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan publik, kepemilikan pemerintah, dan kepemilikan asing. Jensen dan Meckling (1976) (dalam Wiranata, 2013:16) menyatakan bahwa masalah keagenan timbul karena pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan.

Menurut Yogi dan Damaynithi (2016) (dalam Mayesti 2017:3) bahwa penggunaan arus kas bebas (*free cash flow*) yaitu penyebab masalah keagenan antara manajer dengan principal. *Free cash flow* adalah kas lebih suatu perusahaan yang disalurkan oleh manajer kepada kreditor atau pemegang saham yang sudah tidak digunakan bagi operasi atau investasi pada aset tetap. Ketika *free cash flow* yang tersedia pada suatu perusahaan tinggi, sehingga memiliki kesempatan lebih besar dalam melakukan manajemen laba, karena perusahaan tersebut mengalami masalah keagenan yang lebih besar sehingga terjadi ketidakefisien dalam perusahaan Agustia (2013) (dalam Mayesti, 2017:3).

Berdasarkan perbedaan hasil penelitian terdahulu antara beberapa penelitian tentang struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan, dimana kebanyakan variabel struktur kepemilikan yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Sehingga peneliti tertarik untuk melaksanakan penelitian lebih lanjut mengenai pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, dengan menambahkan kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, dan kepemilikan publik. Dikarenakan variabel tersebut juga masih merupakan variabel struktur kepemilikan yang

berkaitan dengan kinerja perusahaan dengan menggunakan *Return on Asset* (ROA). Selain menambahkan variabel struktur kepemilikan saham, dalam penelitian ini menggunakan *free cash flow* sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2015-2017.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan oleh penulis, maka dapat dirumuskan permasalahan yang akan diteliti yaitu, apakah kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, kepemilikan publik berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, dan apakah *free cash flow* mampu memoderasi pengaruh kepemilikan saham terhadap kinerja perusahaan. Tujuan penulis mengadakan penelitian ini yaitu untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, kepemilikan publik berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, dan *free cash flow* sebagai pemoderasi pengaruh kepemilikan saham terhadap kinerja perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

TINJAUAN TEORITIS

Teori Keagenan

Dasar dalam memahami *corporate governance* adalah terjadinya hubungan keagenan. Manajer memiliki tanggungjawab untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Sedangkan di sisi lain, manajer juga memiliki kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka. Penggabungan kepentingan ini, mengakibatkan masalah yaitu masalah keagenan, karena manajer perusahaan cenderung berfokus untuk tujuan pribadinya sendiri yaitu pada proyek dan investasi perusahaan yang dapat menghasilkan laba tinggi dalam jangka pendek, daripada memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melalui investasi dalam jangka panjang Dessy (2008) (dalam Nurcahyo, 2014:12).

Jensen dan Meckling (1976) (dalam Nurcahyo, 2014:12), menyatakan bahwa ikatan *agency* sebagai suatu perjanjian di bawah satu atau lebih (*principal*) yang berkaitan dengan orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa bantuan bagi mereka dengan melibatkan pendelegasian wewenang dengan pengambilan keputusan kepada agent. Berle dan Means (1932) (dalam Nurcahyo, 2014:12), mengatakan bahwa pada teori agensi yang mempunyai saham seutuhnya adalah pemilik (pemegang saham), dan manajer diminta untuk meningkatkan pengembalian pemegang saham. Diibaratkan sebagai pelaku ekonomi yang rasional dan hanya termotivasi oleh kebutuhan individu pada *principal* (pemegang saham) maupun *agent* (manajer perusahaan) dalam teori agensi.

Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan merupakan penetapan ukuran-ukuran tertentu yang dapat memperkirakan kesuksesan dalam menghasilkan keuntungan suatu perusahaan Nur'ani (2010:28). Kinerja juga merupakan hal penting yang harus dicapai oleh setiap perusahaan dimanapun, karena kinerja merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan dalam mengalokasikan sumber dayanya. Kinerja perusahaan yang baik menjelaskan bahwa perusahaan tersebut dapat memaksimalkan manfaat pemegang saham sehingga penilaian kinerja sangat dibutuhkan yang berhubungan dengan pengukuran kinerja sebuah perusahaan

Struktur Kepemilikan

Wicaksono (2000) (dalam Nurcahyo, 2014:19) menerangkan bahwa kesuksesan dalam penerapan *corporate governance* tidak lepas dari struktur kepemilikan suatu perusahaan. Struktur kepemilikan tercermin baik melalui instrumen saham maupun instrumen hutang sehingga melalui struktur tersebut dapat di analisa kemungkinan berbagai macam masalah keagenan yang akan terjadi.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah sejumlah saham yang dimiliki oleh lembaga atau institusi lain. Pemegang saham institusional biasanya berupa entitas, seperti perbankan, asuransi, dana pensiun, dan reksadana. Investor institusional bertujuan untuk menelaah laporan keuangan secara langsung dibandingkan dengan investor individual. Menurut Potter (1991), (dalam Hermiyetti 2016:29) laporan keuangan periodik merupakan laporan yang diterbitkan manajemen sebagai sumber informasi bagi investor institusional dalam menjalankan aktivitas *monitoring*.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan managerial merupakan proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajemen, yang dapat diukur dari persentase saham biasa yang dimiliki oleh pihak manajemen yang secara aktif terlibat dalam pengambilan keputusan perusahaan. Menurut Faisal (2005) (dalam Nurcahyo, 2014:20) semakin tingginya proporsi kepemilikan saham manajerial maka kinerja perusahaan juga semakin baik.

Kepemilikan Pemerintah

Marciano (2008) (dalam Wiranata, 2013:18), mengatakan bahwa perusahaan pemerintah yang dikendalikan oleh para birokrat atau pemerintah mempunyai tujuan yang bukan untuk mensejahterahkan masyarakat dan perusahaan itu sendiri karena didasarkan pada kepentingan politis, daripada berasumsi untuk memaksimalkan kinerja perusahaan.

Kepemilikan Asing

Kepemilikan saham asing (*foreign shareholding*) adalah proporsi saham biasa perusahaan yang dipunyai oleh pihak asing, semacam perorangan, badan hukum, pemerintah serta komponen yang berstatus luar negeri. Penerapan monitoring para pemegang saham pada pihak manajemen perusahaan telah rendah karena tersebar nya mayoritas kepemilikan saham kepada kepemilikan asing (*foreign ownership*) serta pemegang saham yang tidak memiliki insentif dan kemampuan untuk mengawasi manajemen. Rendahnya monitoring pemegang saham berhubungan dengan masalah freerider (Gunarsih, 2003 dalam Hermiyetti, 2016:29).

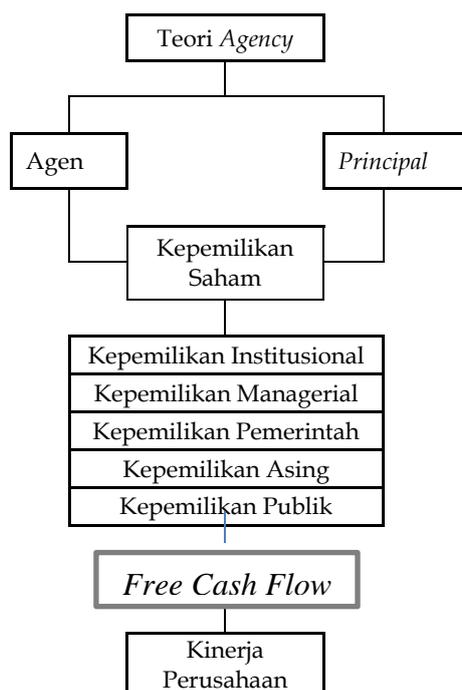
Kepemilikan Publik

Menurut Rosma (2007) (dalam Nuraeni 2010:26), kepemilikan publik menyatakan besarnya *private information* yang harus diberikan manajer kepada publik berupa informasi internal yang awalnya hanya diketahui oleh manajer, sebagaimana standar yang digunakan dalam pengukuran kinerja perusahaan, keberadaan rancangan bonus, dan lainnya. Sumber pendanaan eksternal diperoleh dengan saham dari masyarakat (publik) bermaksud untuk mendorong ekonomi secara riil tidak bisa hanya dari konsumsi, secara fundamental yang dibutuhkan suatu investasi.

Free Cash Flow

Kieso *et al.*, (2007) (dalam Widiari 2017:2310), mengatakan bahwa *free cash flow* adalah jumlah arus kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, melunasi hutang, membeli kembali saham perusahaan sendiri (*treasury stock*) dan menambah likuiditas perusahaan. Sedangkan menurut (Ross *et al.* 2000) (dalam Widiari 2017:2310), mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak dipakai untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap.

Rerangka Pemikiran



Sumber: Data Olahan, 2019

Gambar 1
Rerangka Pemikiran

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Perusahaan

Bathala dkk (1994) (dalam Nurcahyo, 2014:32), menyatakan bahwa dengan adanya kepemilikan institusional mengubah kepemilikan manajerial untuk mengawasi *agency cost*. Semakin meningkatnya kepemilikan oleh institusi keuangan maka semakin bertumbuhnya kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengontrol manajemen dan dampaknya akan memberikan dukungan untuk memaksimalkan kinerja perusahaan.

Penelitian tersebut didukung oleh penelitian Wening (2007) (Dalam Nur'ani, 2010:39), yang menunjukkan bahwa kepemilikan saham institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Beranggapan bahwa masalah yang timbul mengakibatkan pemisahan kepemilikan dapat berpengaruh pada pengendalian dan penerapan pengelolaan perusahaan yang menyebabkan para manajer bertindak tidak sesuai dengan kemauan pemilik perusahaan. Perusahaan melakukan pengawasan tidak hanya pada pihak dalam perusahaan, namun juga dapat dilakukan dari pihak eksternal perusahaan yaitu dengan adanya pengamatan melalui investor-investor institusional. Putri dan Natsir, 2006) (dalam Nur'ani, 2010:39). Tetapi berbeda dengan penelitian Wiranata (2013) mengatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:
H₁: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Managerial Terhadap Kinerja Perusahaan

Melynda Sari (2018), menyatakan bahwa jika kepemilikan managerial dalam perusahaan ditingkatkan, maka manajemen perusahaan akan berusaha untuk meningkatkan kinerja bagi para pemegang saham dan dirinya sendiri, menciptakan kinerja perusahaan yang lebih optimal, dan memotivasi manajer untuk lebih mempunyai tanggungjawab dalam tindakan serta meminimalisir masalah keagenan. Penelitian tersebut didukung oleh penelitian Nurcahyo (2014), yang menunjukkan bahwa kepemilikan saham

managerial mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, tetapi berbeda dengan penelitian Wiranata (2013) menyatakan bahwa kepemilikan managerial tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Dari uraian tersebut hipotesis yang dikemukakan adalah sebagai berikut:

H₂: Kepemilikan managerial berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Pemerintah Terhadap Kinerja Perusahaan

Kartikawati (2007) dan Fauziah (2011) (dalam Wiranata 2013:18) mengatakan bahwa konsentrasi kepemilikan pemerintah mempunyai pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Kondisi tersebut membuktikan perusahaan tidak dilaksanakan dengan kepentingan pemegang saham. Hal ini berarti kecenderungan pihak pemerintah sebagai pengawasan untuk memaksimalkan kinerja keuangan dari perusahaan tersebut tidak berlangsung dengan baik. Apalagi pemerintah akan memperlambat kinerja dari perusahaan tersebut diakibatkan pemerintah belum berupaya untuk mengelola perusahaan yang baik. Bahkan pemerintah dapat mengintervensi kinerja keuangan perusahaan untuk keperluan pemerintah. Penelitian tersebut didukung oleh penelitian Wiranata (2013), yang menyatakan bahwa kepemilikan saham pemerintah tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, tetapi berbeda dengan penelitian Li (1994) (dalam Budiarti 2014:166) menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap dewan komisaris independen. Dari penjelasan tersebut hipotesis yang dikemukakan adalah sebagai berikut:

H₃: Kepemilikan Pemerintah berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Kinerja Perusahaan

Kepemilikan asing merupakan proporsi saham biasa perusahaan yang dimiliki oleh perorangan, badan hukum, pemerintah serta bagian-bagiannya yang berstatus luar negeri atau perorangan, badan hukum, pemerintah yang bukan berasal dari Indonesia. Umalomwa dan Olamide (2012) (dalam Hermiyetti, 2016) menunjukkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA. Semakin banyaknya pihak asing menanamkan sahamnya pada perusahaan maka akan meningkatkan kinerja perusahaan yang diinvestasikan karena memiliki sistem manajemen, keterampilan teknis, pemasaran yang cukup baik, dan keadaan teknologi dan inovasi yang dapat mendukung pengaruh baik bagi perusahaan.

Penelitian tersebut didukung oleh penelitian Gunarsih, 2003 dalam Hermiyetti, 2016:29), menunjukkan bahwa kepemilikan saham pemerintah memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, tetapi berbeda dengan penelitian Budiarti (2014) mengatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif signifikan terhadap ukuran dewan direksi perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

H₄: Kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Publik Terhadap Kinerja Perusahaan

Jensen (1976) (dalam Nurcahyo, 2014:32), menerangkan bahwa publik memiliki peran pokok dalam mewujudkan *well-functioning government system* karena mempunyai *financial interest* dan berbuat independen dalam menilai manajemen. Semakin tinggi persentase saham yang ditawarkan kepada publik, maka semakin tinggi juga internal yang harus diutarakan kepada publik sehingga mungkin dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Oleh sebab itu kepemilikan publik dianggap berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

H₅: Kepemilikan publik berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Free Cash Flow Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Saham Terhadap Kinerja Perusahaan.

Berdasarkan Piramita (2012) dalam Herliana, menerangkan bahwa adanya *free cash flow* yang berlebihan pada perusahaan, akan mengakibatkan manajemen cenderung menghabiskan sumber daya perusahaan untuk kebutuhan individu yang tidak dapat memaksimalkan nilai bagi pemegang saham. Hal tersebut, untuk membagikan kepercayaan bahwa manajer tidak dapat melaksanakan tindakan yang memberatkan pemegang saham, maka perusahaan harus mengeluarkan anggaran untuk membenarkan bahwa perusahaan akan dilaksanakan sesuai dengan kepentingan pemilik yang disebut dengan biaya keagenan. Aliran kas atau *cash flow* yaitu bagian dari laporan keuangan, dimana aliran kas atau *cash flow* mempunyai komponen yang sangat penting untuk mengetahui kondisi keuangan perusahaan yang sebenarnya, karena laporan arus kas berisi unsur dari laporan laba rugi (arus kas operasional) dan laporan neraca (arus kas keuangan). Di dalam aliran kas diperoleh aliran kas bebas atau *free cash flow* yang merupakan kas yang dapat didistribusi kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak dipakai untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap (Ross *et al*, 2000 dalam Tarjo, 2003 dalam Herliana, 2011). Sesuai penjelasan tersebut hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

H₆: *Free Cash Flow* memoderasi secara positif hubungan kepemilikan saham terhadap kinerja perusahaan.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Penelitian kuantitatif yaitu data yang diukur atau dinyatakan dalam bentuk angka-angka dan dengan memanfaatkan perhitungan statistik untuk menganalisis suatu hipotesis dilakukan dengan cara menggabungkan data yang diperlukan, lalu diolahnya dan disajikan dalam table, grafik, dan output analisis yang lain yang digunakan untuk mendapatkan hasil akhir dari pedoman pengambilan keputusan. Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2015-2017.

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan metode purposive sampling. Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut : (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015-2017, (2) Perusahaan manufaktur yang menampilkan laporan keuangan tahunan secara berturut-turut selama periode 2015-2017, (3) Perusahaan manufaktur yang menyajikan laporan keuangan tahunan menggunakan mata uang rupiah selama periode 2015-2017, (4) Perusahaan manufaktur yang memperoleh laba selama periode 2015-2017.

Teknik Pengumpulan Data

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder dalam penelitian ini berupa data laporan keuangan tahunan pada perusahaan Manufaktur selama periode 2015-2017 yang diperoleh dari Galeri Investasi Bursa Efek Indonesia di Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya dan diunduh melalui (www.idx.co.id). Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dengan metode dokumentasi. Data yang dibutuhkan oleh peneliti yaitu berupa data laporan keuangan tahunan dari tahun 2015-2017. Dalam penelitian ini, peneliti juga menggunakan jurnal dan literatur sebagai referensi yang berhubungan dengan permasalahan penelitian yang bertujuan untuk memperoleh informasi yang luas dan melengkapi teori-teori dalam penelitian.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel Dependen atau Terikat

Kinerja perusahaan

Variabel dependen adalah (variabel terikat) adalah variabel yang dipengaruhi karena adanya variabel independen (variabel bebas). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan diukur dengan rasio Return On Assets (ROA). dengan perhitungan sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

Variabel Independen atau Bebas

Variabel independen merupakan variabel bebas yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab atau timbulnya variabel dependen (variabel terikat).

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh institusi. Ujiyantho dan Pramuka (2007) (dalam Wiranata, 2013:19). Rumus yang digunakan:

$$\text{KI} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusional}}{\text{Total saham yang beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan managerial

Kepemilikan managerial merupakan proporsi saham biasa yang dimiliki oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan Nurcahyo (2014). Rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$\text{KM} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki komisaris dan manajemen}}{\text{Total saham yang beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan pemerintah

Menurut Farooque *et al* (2007) (dalam Wiranata, 2013:19), kepemilikan pemerintah adalah total kepemilikan saham oleh pihak pemerintah (*government*) dari seluruh modal saham yang dikelola. Rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$\text{KPR} = \frac{\text{Jumlah saham pemerintah}}{\text{Total saham yang beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan asing

Menurut Farooque *et al.*, (2007) (dalam Wiranata, 2013:19) menyatakan bahwa kepemilikan asing merupakan porsi *outstanding share* yang dimiliki oleh investor atau pemodal asing (*foreign investors*) yakni perusahaan yang dipunyai oleh perorangan, badan hukum, pemerintah serta bagian-bagiannya yang berstatus luar negeri terhadap jumlah seluruh modal saham yang beredar. Rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$\text{KA} = \frac{\text{Jumlah saham asing}}{\text{Total saham yang beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Publik

Nur'aeni (2010) menyatakan bahwa kepemilikan publik adalah sumber pendanaan eksternal perusahaan yang didapat dari keikutsertaan saham oleh masyarakat, yang mana masing-masing kepemilikannya kurang dari 5%. Rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$KPUB = \frac{\text{Jumlah saham publik}}{\text{Total saham yang beredar}} \times 100\%$$

Variabel Moderasi

Variabel moderasi adalah variabel yang memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah *free cash flow* (FCF) yang merupakan arus kas yang didistribusikan kepada investor setelah melakukan semua investasi maupun modal guna menjaga kelangsungan operasional perusahaan Rosdini (2009) (dalam Mayesti 2017). *Free cash flow* dapat diukur dengan perhitungan sebagai berikut:

$$FCF = \frac{CFO - CFI}{\text{Total Aset}}$$

Teknik Analisis Data

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk menganalisa data kuantitatif yang diolah menggunakan program SPSS (*Statistical Product and Service Solution*) dan *Ms. Excel* menurut perhitungan dimaksud untuk membagikan gambaran/deskripsi terhadap bahan yang akan diteliti menggunakan data sampel dan membuat kesimpulan yang berlaku umum serta dipermudah dalam memahami variabel yang digunakan dalam penelitian, yang muncul dari rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, *maksimum*, *minimum*, *sum*, *range*, kurtosis dan *skewnes*/kemiringan distribusi mengenai kondisi perusahaan selama periode pengamatan Ghozali (2005) (dalam Nurcahyo, 2014:38). Statistik deskriptif menggambarkan data menjadi informasi yang lebih detail dan mudah dipahami.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bermaksud untuk mengukur apakah pada metode regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya menghasilkan berdistribusi normal atau tidak berdistribusi normal Ghozali (2005) (dalam Nurcahyo, 2014:38).

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas terjadi karena adanya keterkaitan yang kuat antara semua atau sebagian variabel penjelas pada model regresi yang dipakai. Berdasarkan Maria (2008) (dalam Nurcahyo, 2014:39) pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah tiap-tiap variabel bebas berhubungan secara linear. Model regresi yang baik dalam uji multikolinearitas seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bermaksud untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi perbedaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lainnya Ghozali (2005) (dalam Nurcahyo, 2014:38). Model regresi yang baik adalah jika tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Menurut Ghozali (2005) (dalam Nurcahyo, 2014:40) uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear terdapat korelasi antar kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi.

Uji Kelayakan Model (Uji F)

Uji statistik F bertujuan untuk mengetahui apakah variabel independen yang terdapat dalam persamaan regresi mempunyai pengaruh secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan signifikansi level 0,05 ($\alpha = 5\%$). Jika dalam uji F kurang dari 0,05 maka H_0 diterima. Dan apabila lebih dari 0,05 berarti H_0 ditolak.

Pengujian Koefisien Determinasi (R^2)

Metode ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar kesesuaian atau ketepatan antara variabel bebas terhadap variabel terikat dalam suatu persamaan regresi. Koefisien Determinasi (R^2) dijelaskan pada persentase yang nilainya berkisar antara $0 < R^2 < 1$. Nilai R^2 yang kecil bermakna kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan beragam variabel dependen sangat spesifik. Nilai R^2 yang dekat dengan satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi sesuai kebutuhan untuk memprediksi beragam variabel dependen. Sebaliknya, jika nilai R^2 semakin mendekati 0, artinya variabel independen secara keseluruhan tidak dapat menjelaskan variabel dependennya.

Uji Hipotesis (Uji T)

Uji t bertujuan untuk mengetahui dan menunjukkan besarnya pengaruh masing-masing variabel bebasnya secara sendiri-sendiri terhadap variabel terikat secara individual. Pengujian ini dapat dilaksanakan dengan melihat nilai dari setiap variabel. Jika nilai signifikansi parsial kurang dari 0,05 maka variabel independen dinyatakan secara individual mempengaruhi variabel dependen, atau sama dengan hipotesis diterima. Begitu sebaliknya, apabila nilai signifikansi parsial lebih dari 0,05 maka hipotesis ditolak (Ghozali, 2006) (dalam Nurcahyo, 2014:42).

Analisis Regresi Linear Berganda

Menurut Ghozali (2011) (dalam Kaluti, 2014:49), untuk menguji pengaruh dan hubungan antara dua variabel atau lebih, dan juga menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen. Penelitian ini menggunakan persamaan regresi *moderated regression analysis* (MRA), yaitu untuk menguji apakah variabel moderating dapat memperkuat atau memperlemah antara variabel independen terhadap variabel dependen. Persamaan regresi untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

Model pertama digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen kepemilikan managerial (KM), kepemilikan Institusional (KI), kepemilikan publik (K PUB), kepemilikan pemerintah (KPR), kepemilikan asing (KA) terhadap variabel dependen kinerja perusahaan (ROA) dengan free cash flow sebagai variabel moderasi (FCF). Adapun persamaan untuk menguji hipotesis model pertama pada penelitian ini adalah:

$$ROA = \alpha + \beta_1 Ki + \beta_2 Km + \beta_3 Kpr + \beta_4 Ka + \beta_5 Kpub + \beta FCF + e$$

Model kedua digunakan untuk menguji free cash flow (FCF) sebagai pemoderasi pengaruh kepemilikan managerial (KM), kepemilikan Institusional (KI), kepemilikan publik (K PUB), kepemilikan pemerintah (KPR), kepemilikan asing (KA) terhadap kinerja

perusahaan (ROA). Adapun persamaan untuk menguji hipotesis model kedua pada penelitian ini adalah:

$$ROA = \alpha + \beta_1 Ki + \beta_2 Km + \beta_3 Kpr + \beta_4 Ka + \beta_5 Kpub + \beta FCF + \beta Ki * FCF + \beta Km * FCF + \beta Kpr * FCF + \beta Ka * FCF + \beta Kpub * FCF + e$$

Keterangan:

- ROA = *Return On Assets*
- α = konstanta
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = koefisien regresi untuk masing-masing variabel
- Ki = kepemilikan institusional
- Km = kepemilikan managerial
- Kpr = kepemilikan pemerintah
- Ka = kepemilikan asing
- Kpub = kepemilikan publik
- β_{fcf} = koefisien regresi dari *free cash flow*
- e = Standar error / tingkat kesalahan penduga dalam penelitian

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

| | Descriptive Statistics | | | | |
|--------------------|------------------------|---------|---------|-------|----------------|
| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
| KM | 162 | ,00 | 1,02 | ,0558 | ,12793 |
| KI | 162 | ,00 | ,92 | ,4072 | ,33374 |
| KPUB | 162 | ,01 | ,71 | ,2762 | ,16178 |
| KPR | 162 | ,00 | ,90 | ,0304 | ,14141 |
| KA | 162 | ,00 | ,93 | ,2375 | ,29796 |
| FCF | 162 | -,12 | ,67 | ,1494 | ,12415 |
| ROA | 162 | ,00 | ,53 | ,0870 | ,08817 |
| Valid N (listwise) | 162 | | | | |

Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Pada Tabel 1 analisis statistik deskriptif menunjukkan total sampel (N) penelitian yaitu sebesar 162. (1) Variabel kepemilikan managerial (KM) menunjukkan bahwa nilai yang terendah sebesar 0,00. Sedangkan nilai tertinggi sebesar 1,02. Rata-rata variabel kepemilikan managerial sebesar 0,0558 dengan standar deviasi sebesar 0,12793. (2) Variabel kepemilikan institusional (KI) menunjukkan bahwa nilai yang terendah sebesar 0,00. Sedangkan nilai tertinggi sebesar 0,92. Rata-rata variabel kepemilikan institusional sebesar 0,4072 dengan standar deviasi sebesar 0,33374. (3) Variabel kepemilikan publik (KPUB) menunjukkan bahwa nilai yang terendah sebesar 0,01. Sedangkan nilai tertinggi sebesar 0,71. Rata-rata variabel kepemilikan publik sebesar 0,2762 dengan standar deviasi sebesar 0,16178. (4) Variabel kepemilikan pemerintah (KPR) menunjukkan bahwa nilai yang terendah sebesar 0,00. Sedangkan nilai tertinggi sebesar 0,90. Rata-rata variabel kepemilikan pemerintah sebesar 0,0304 dengan standar deviasi sebesar 0,14141. (5) Variabel kepemilikan asing (KA) menunjukkan bahwa nilai yang terendah sebesar 0,00. Sedangkan nilai tertinggi sebesar 0,93. Rata-rata variabel kepemilikan asing sebesar 0,2375 dengan standar deviasi sebesar 0,29796. (6) Variabel *free cash flow* (FCF) menunjukkan bahwa nilai yang terendah sebesar -0,12. Sedangkan nilai tertinggi sebesar 0,67. Rata-rata variabel *free cash flow* sebesar 0,1494 dengan standar deviasi sebesar 0,12415. (7) Variabel kinerja perusahaan (ROA) menunjukkan bahwa

nilai yang terendah sebesar 0,00. Sedangkan nilai tertinggi sebesar 0,53. Rata-rata variabel kinerja perusahaan sebesar 0,0870 dengan standar deviasi sebesar 0,08817.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bermaksud untuk mengukur apakah pada metode regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya menghasilkan berdistribusi normal atau tidak berdistribusi normal Ghazali (2005) (dalam Nurcahyo, 2014:38). Data yang berdistribusi normal atau mendekati normal merupakan model regresi yang baik.

Tabel 2
Hasil Uji Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| | | <i>Unstandardized Residual</i> |
|--|-----------------------|--------------------------------|
| <i>N</i> | | 155 |
| <i>Normal Parameters^{a,b}</i> | <i>Mean</i> | ,0000000 |
| | <i>Std. Deviation</i> | ,04323980 |
| <i>Most Extreme Differences</i> | <i>Absolute</i> | ,063 |
| | <i>Positive</i> | ,063 |
| | <i>Negative</i> | -,047 |
| <i>Test Statistic</i> | | ,063 |
| <i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i> | | ,200 ^{c,d} |

a. Test distribution is Normal.

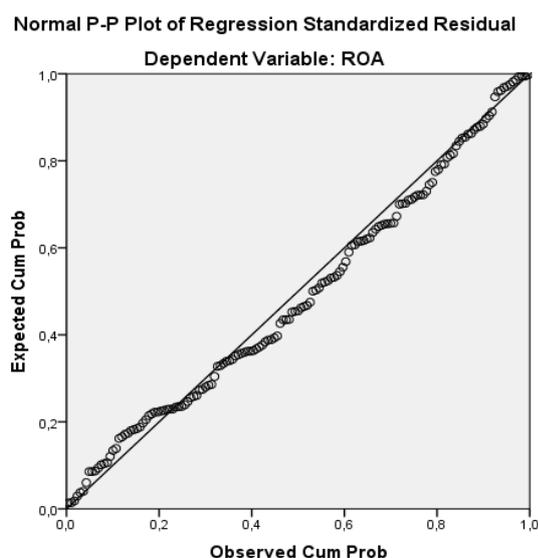
b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

d. This is a lower bound of the true significance.

Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Berdasarkan Uji *Kolmogorov-Smirnov* (K-S), dalam Tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih besar dari nilai signifikansinya, yakni $0,200 > 0,05$ artinya tidak terjadi gejala non normalitas, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi telah berdistribusi normal dan dapat digunakan dalam penelitian. Pada gambar 2 berikut ini merupakan grafik dari hasil pengolahan data yang menunjukkan apakah model regresi dalam penelitian ini berdistribusi normal atau tidak.



Gambar 2

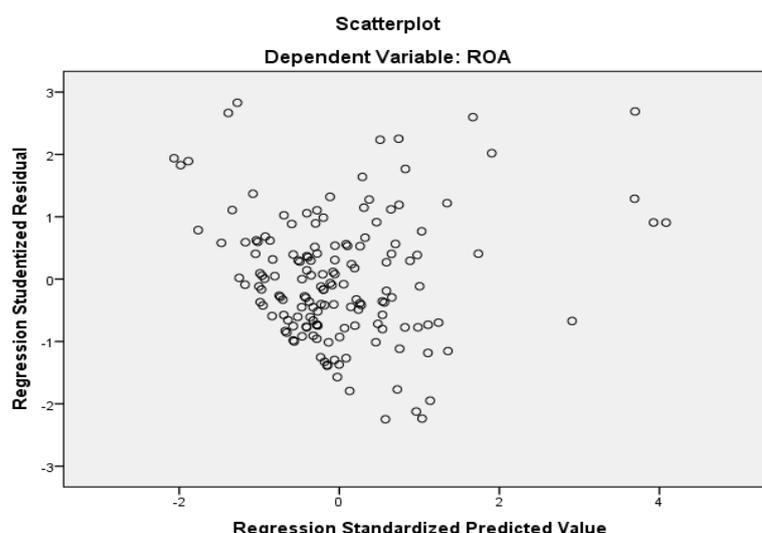
Grafik Normal P-P Plot

Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Berdasarkan Gambar 2, dapat disimpulkan bahwa terlihat titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Maka, analisis grafik tersebut menunjukkan pola distribusi normal. Sehingga model regresi layak dipakai karena memenuhi asumsi normalitas.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bermaksud untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi perbedaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lainnya Ghozali (2005) (dalam Nurcahyo, 2014:38). Apabila variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas atau jika tidak terjadi disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah jika tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil dari pengujian Heterokedastisitas yang nampak pada Gambar 3.



Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Gambar 3
Hasil dari pengujian Heterokedastisitas

Dari Gambar 3, terlihat titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas, serta tersebar diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas pada model regresi.

Uji Multikolinieritas

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinieritas
Coefficients^a

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | | | Collinearity Statistics | |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|-------------------------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | T | Sig. | Tolerance | VIF |
| 1 (Constant) | -,077 | ,022 | | -3,479 | ,001 | | |
| KM | ,070 | ,031 | ,115 | 2,252 | ,026 | ,801 | 1,248 |
| KI | ,095 | ,022 | ,404 | 4,232 | ,000 | ,229 | 4,375 |
| KPUB | ,061 | ,031 | ,128 | 1,964 | ,051 | ,490 | 2,039 |
| KPR | ,078 | ,033 | ,144 | 2,379 | ,019 | ,567 | 1,764 |
| KA | ,085 | ,023 | ,313 | 3,755 | ,000 | ,300 | 3,334 |
| FCF | ,509 | ,033 | ,765 | 15,473 | ,000 | ,854 | 1,171 |

a. Dependent Variable: ROA

Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Berdasarkan Tabel 3, menunjukkan hasil bahwa semua variabel bebas memiliki nilai *tolerance* diatas 0.1 dan nilai VIF lebih kecil dari 10. Artinya, dalam penelitian ini tidak terjadi adanya multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi.

Uji Autokorelasi

Tabel 4
Hasil Uji Autokorelasi

| Model | Durbin-Watson |
|-------|---------------|
| 1 | 1,470 |

Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Pada Tabel 4 diatas nilai Durbin-Watson sebesar 1,470, dimana nilai tersebut telah memenuhi kriteria pengambilan keputusan DW $-2 < 1,470 < 2$ yang berarti tidak terjadi autokorelasi.

Analisis Regresi Linier Berganda

Model pertama digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen kepemilikan managerial (KM), kepemilikan Institusional (KI), kepemilikan publik (KPUB), kepemilikan pemerintah (KPR), kepemilikan asing (KA) terhadap variabel dependen kinerja perusahaan (ROA) dengan *free cash flow* sebagai variabel moderasi (FCF).

Tabel 5
Hasil Regresi Berganda Model 1
Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | T | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | -,077 | ,022 | | -3,479 | ,001 |
| | KM | ,070 | ,031 | ,115 | 2,252 | ,026 |
| | KI | ,095 | ,022 | ,404 | 4,232 | ,000 |
| | KPUB | ,061 | ,031 | ,128 | 1,964 | ,051 |
| | KPR | ,078 | ,033 | ,144 | 2,379 | ,019 |
| | KA | ,085 | ,023 | ,313 | 3,755 | ,000 |
| | FCF | ,509 | ,033 | ,765 | 15,473 | ,000 |

a. Dependent Variable: ROA

Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Berdasarkan hasil penelitian dalam Tabel 5, model regresi untuk pengaruh independen terhadap dependen adalah sebagai berikut:

$$ROA = -0,077 + 0,095 Ki + 0,070 Km + 0,078 Kpr + 0,085 Ka + 0,061 Kpub + 0,509 FCF$$

Berdasarkan pada persamaan regresi linear berganda diatas, maka diartikan sebagai berikut: Nilai konstanta model regresi dalam penelitian ini adalah -0,077. Nilai koefisien regresi KI sebesar 0,095, nilai positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kepemilikan institusional (KI) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi KM sebesar 0,070, nilai positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kepemilikan managerial (KM) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi KPR sebesar 0,078, nilai positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kepemilikan pemerintah (KPR) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi KA sebesar 0,085, nilai positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kepemilikan asing (KA) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi KPUB sebesar 0,061, nilai positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kepemilikan publik (KPUB) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi FCF sebesar 0,509, nilai positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel *free cash flow* (FCF) dengan kinerja perusahaan.

Model kedua digunakan untuk menguji *free cash flow* (FCF) sebagai pemoderasi pengaruh kepemilikan managerial (KM), kepemilikan Institusional (KI), kepemilikan publik (K PUB), kepemilikan pemerintah (KPR), kepemilikan asing (KA) terhadap kinerja perusahaan (ROA).

Tabel 6
Hasil Regresi Berganda Model 2
Coefficients^a

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | | Sig. |
|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | T | |
| (Constant) | ,054 | ,049 | | 1,095 | ,275 |
| KM | ,105 | ,050 | ,173 | 2,095 | ,038 |
| KI | -,044 | ,051 | -,189 | -,874 | ,384 |
| KPUB | -,070 | ,064 | -,146 | -1,078 | ,283 |
| KPR | -,045 | ,081 | -,083 | -,551 | ,583 |
| KA | -,064 | ,048 | -,235 | -1,321 | ,189 |
| FCF | ,162 | ,149 | ,244 | 1,087 | ,279 |
| KMXFCF | -,964 | ,423 | -,188 | -2,280 | ,024 |
| KIXFCF | ,355 | ,141 | ,386 | 2,511 | ,013 |
| KPUBXFCF | ,402 | ,288 | ,185 | 1,398 | ,164 |
| KPRXFCF | ,280 | ,413 | ,091 | ,680 | ,498 |
| KAXFCF | ,398 | ,132 | ,453 | 3,017 | ,003 |

a. Dependent Variable: ROA

Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Berdasarkan hasil penelitian dalam Tabel 6, model regresi untuk model kedua adalah sebagai berikut:

$$ROA = 0,054 - 0,044 Ki + 0,105 Km - 0,045 Kpr - 0,064 Ka - 0,070 Kpub + 0,162 FCF + 0,355 Ki * FCF - 0,964 Km * FCF + 0,280 Kpr * FCF + 0,398 Ka * FCF + 0,402 Kpub * FCF$$

Berdasarkan pada persamaan regresi linear berganda diatas, maka diartikan sebagai berikut: Nilai konstanta model regresi dalam penelitian ini adalah 0,054. Nilai koefisien regresi KI sebesar -0,044, nilai negatif yang menunjukkan adanya hubungan yang tidak searah antara variabel kepemilikan institusional (KI) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi KM sebesar 0,105 nilai positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kepemilikan managerial (KM) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi KPR sebesar -0,045, nilai negatif yang menunjukkan adanya hubungan yang tidak searah antara variabel kepemilikan pemerintah (KPR) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi KA sebesar -0,064, nilai negatif yang menunjukkan adanya hubungan yang tidak searah antara variabel kepemilikan asing (KA) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi KPUB sebesar -0,070, nilai negatif yang menunjukkan adanya hubungan yang tidak searah antara variabel kepemilikan publik (KPUB) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi FCF sebesar 0,162, nilai positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel *free cash flow* (FCF) dengan kinerja perusahaan.

Nilai koefisien regresi interaksi (KI*FCF) sebesar 0,355, nilai positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kepemilikan institusional (KI) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi interaksi KM*FCF) sebesar - 0,964, nilai negatif yang menunjukkan adanya hubungan yang tidak searah antara variabel kepemilikan managerial (KM) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi interaksi (KPR*FCF) sebesar 0,280, nilai positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kepemilikan pemerintah (KPR) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi interaksi (KA*FCF) sebesar 0,398, nilai positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah

antara variabel kepemilikan asing (KA) dengan kinerja perusahaan. Nilai koefisien regresi interaksi (KPUB*FCF) sebesar 0,402, nilai positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel kepemilikan publik (KPUB) dengan kinerja perusahaan.

Uji Kelayakan Model (Uji F)

Hasil kelayakan model dari Uji Statistik F, yang nampak pada Tabel 7 berikut.

Tabel 7
Hasil Uji Statistik F Model 1
ANOVA^a

| | <i>Model</i> | <i>Sum of Squares</i> | <i>Df</i> | <i>Mean Square</i> | <i>F</i> | <i>Sig.</i> |
|---|-------------------|-----------------------|-----------|--------------------|----------|-------------------|
| 1 | <i>Regression</i> | ,645 | 6 | ,107 | 55,237 | ,000 ^b |
| | <i>Residual</i> | ,288 | 148 | ,002 | | |
| | <i>Total</i> | ,933 | 154 | | | |

a. *Dependent Variable: ROA*

b. *Predictors: (Constant), FCF, KPR, KPUB, KM, KA, KI*

Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Berdasarkan Tabel 7, menunjukkan hasil bahwa F hitung sebesar 55,237 dengan signifikansi 0,000. Dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar $\alpha = 0,05$, maka dapat disimpulkan H_0 diterima sehingga model regresi yang digunakan dalam penelitian layak untuk diuji lebih lanjut.

Tabel 8
Hasil Uji Statistik F Model 2

| | <i>Model</i> | <i>Sum of Squares</i> | <i>Df</i> | <i>Mean Square</i> | <i>F</i> | <i>Sig.</i> |
|---|-------------------|-----------------------|-----------|--------------------|----------|-------------------|
| 1 | <i>Regression</i> | ,675 | 11 | ,061 | 34,013 | ,000 ^b |
| | <i>Residual</i> | ,258 | 143 | ,002 | | |
| | <i>Total</i> | ,933 | 154 | | | |

a. *Dependent Variable: ROA*

b. *Predictors: (Constant), KAXFCF, KPRXFCF, KMXFCF, KPUB, KIXFCF, KPUBXFCF, KM, KA, KI, KPR, FCF*

Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Berdasarkan Tabel 8, menunjukkan hasil bahwa F hitung sebesar 34,013 dengan signifikansi 0,000. Dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar $\alpha = 0,05$, maka dapat disimpulkan H_0 diterima sehingga model regresi yang digunakan dalam penelitian layak untuk diuji lebih lanjut.

Koefisien Determinasi (R^2)

Hasil dari Uji Koefisien Determinasi, yang nampak pada Tabel 9 berikut.

Tabel 9
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2) Model 1
Model Summary^b

| <i>Model</i> | <i>R</i> | <i>R Square</i> | <i>Adjusted R Square</i> | <i>Std. Error of the Estimate</i> |
|--------------|-------------------|-----------------|--------------------------|-----------------------------------|
| 1 | ,831 ^a | ,691 | ,679 | ,04411 |

a. *Predictors: (Constant), FCF, KPR, KPUB, KM, KA, KI*

b. *Dependent Variable: ROA*

Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Hasil uji koefisien determinasi berganda pada Tabel 9, dapat diketahui *R square* (R^2) sebesar 0,691 atau 69,1% yang menunjukkan kontribusi dari variabel kepemilikan institusional (KI), kepemilikan asing (KA), kepemilikan managerial (KM), kepemilikan publik (KPUB), kepemilikan pemerintah (KPR) terhadap kinerja perusahaan dengan *free cash flow* (FCF) sebagai variabel moderasi perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek

Indonesia pada periode 2015-2017. Sedangkan sisanya 30,9% dikontribusi oleh faktor lainnya diluar model penelitian yang digunakan.

Tabel 10
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²) Model 2
Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,851 ^a | ,723 | ,702 | ,04247 |

a. *Predictors: (Constant), KAXFCF, KPRXFCF, KMXFCF, K PUB, KIXFCF, KPUBXFCF, KM, KA, KI, KPR, FCF*

b. *Dependent Variable: ROA*

Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Hasil uji koefisien determinasi berganda pada Tabel 10, dapat diketahui R square (R²) sebesar 0,723 atau 72,3% yang menunjukkan kontribusi dari variabel kepemilikan institusional (KI), kepemilikan asing (KA), kepemilikan managerial (KM), kepemilikan publik (K PUB), kepemilikan pemerintah (KPR) terhadap kinerja perusahaan dengan *free cash flow* (FCF) sebagai variabel moderasi, interaksi kepemilikan asing dan *free cash flow* (KA*FCF), kepemilikan pemerintah dan *free cash flow* (KPR*FCF), kepemilikan managerial dan *free cash flow* (KM*FCF), kepemilikan institusional dan *free cash flow* (KI*FCF), kepemilikan publik dan *free cash flow* (K PUB*FCF) perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2017. Sedangkan sisanya 27,7% dikontribusi oleh faktor lainnya diluar model penelitian yang digunakan.

Uji Hipotesis (Uji T)

Berikut ini adalah Tabel 11 dari hasil uji t terhadap sampel penelitian.

Tabel 11
Hasil Uji T Model 1

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | | |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | T | Sig. |
| 1 (Constant) | -,077 | ,022 | | -3,479 | ,001 |
| KM | ,070 | ,031 | ,115 | 2,252 | ,026 |
| KI | ,095 | ,022 | ,404 | 4,232 | ,000 |
| K PUB | ,061 | ,031 | ,128 | 1,964 | ,051 |
| KPR | ,078 | ,033 | ,144 | 2,379 | ,019 |
| KA | ,085 | ,023 | ,313 | 3,755 | ,000 |
| FCF | ,509 | ,033 | ,765 | 15,473 | ,000 |

a. *Dependent Variable: ROA*

Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Tabel 12
Hasil Uji T Model 2

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | | |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | T | Sig. |
| 1 (Constant) | ,054 | ,049 | | 1,095 | ,275 |
| KM | ,105 | ,050 | ,173 | 2,095 | ,038 |
| KI | -,044 | ,051 | -,189 | -,874 | ,384 |
| K PUB | -,070 | ,064 | -,146 | -1,078 | ,283 |
| KPR | -,045 | ,081 | -,083 | -,551 | ,583 |
| KA | -,064 | ,048 | -,235 | -1,321 | ,189 |
| FCF | ,162 | ,149 | ,244 | 1,087 | ,279 |
| KMXFCF | -,964 | ,423 | -,188 | -2,280 | ,024 |
| KIXFCF | ,355 | ,141 | ,386 | 2,511 | ,013 |
| KPUBXFCF | ,402 | ,288 | ,185 | 1,398 | ,164 |
| KPRXFCF | ,280 | ,413 | ,091 | ,680 | ,498 |
| KAXFCF | ,398 | ,132 | ,453 | 3,017 | ,003 |

a. *Dependent Variable: ROA*

Sumber: Data Sekunder 2015-2017, diolah

Pembahasan

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil penelitian menyatakan bahwa Kepemilikan Institusional (KI) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan menghasilkan nilai signifikansi 0,000 atau nilai signifikansi $< 0,05$, dengan nilai t sebesar 4,232. Sehingga hasil ini sesuai dengan hipotesis 1, bahwa kepemilikan institusional (KI) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan sesuai dengan penelitian Wening (2007) (Dalam Nur'ani, 2010:39), menunjukkan bahwa kepemilikan saham institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, tetapi berbeda dengan penelitian Wiranata (2013) menyatakan bahwa kepemilikan institusional (KI) tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan meningkatnya kepemilikan institusional (KI) dalam perusahaan, menyebabkan semakin tinggi kekuatan suara dan dorongan institusi dalam mengontrol manajemen sehingga memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan kinerja perusahaan. Kepemilikan perusahaan oleh institusi, dapat berfungsi sebagai agen yang memonitor manajemen perusahaan, sehingga akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih efektif, karena memiliki kemampuan dalam mengevaluasi kinerja manajemen. Manajer dapat meminimalisir terjadinya konflik keagenan, dengan adanya pengontrolan terhadap perusahaan tidak hanya dilakukan oleh pihak dalam perusahaan, namun juga bisa dilaksanakan oleh pihak eksternal perusahaan yaitu dengan cara mengaktifkan pengawasan melalui investor-investor institusional.

Pengaruh Kepemilikan Managerial Terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Kepemilikan Managerial (KM) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan menghasilkan nilai signifikansi 0,026 atau nilai signifikansi $< 0,05$, dengan nilai t sebesar 2,252. Sehingga hasil ini sesuai dengan hipotesis 2, bahwa kepemilikan managerial (KM) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan sesuai dengan penelitian Nurcahyo (2014), yang menunjukkan bahwa kepemilikan saham managerial memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, tetapi berbeda dengan penelitian Wiranata (2013) menyatakan bahwa kepemilikan managerial (KM) tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya meningkatnya kepemilikan managerial (KM) dalam perusahaan, semakin tinggi proporsi kepemilikan saham managerial maka kinerja perusahaan juga semakin baik. Meningkatnya kepemilikan managerial (KM) dapat mengatasi masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer karena dengan meningkatnya proporsi kepemilikan saham managerial dapat meningkatkan kinerja suatu perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Pemerintah Terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Kepemilikan Pemerintah (KPR) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan menghasilkan nilai signifikansi 0,019 atau nilai signifikansi $< 0,05$, dengan nilai t sebesar 2,379. Sehingga hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis 3, bahwa kepemilikan pemerintah (KPR) berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Kartikawati (2007) dan Fauziah (2011) (dalam Wiranata 2013:18) mengatakan bahwa konsentrasi kepemilikan pemerintah (KPR) mempunyai pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah (KPR) berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Semakin meningkatnya proporsi kepemilikan pemerintah (KPR) maka kinerja perusahaan juga semakin baik. Meningkatnya kepemilikan pemerintah (KPR) dapat mengatasi timbulnya konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer karena dengan memaksimalkan proporsi kepemilikan saham pemerintah

dapat meningkatkan kinerja suatu perusahaan. Perusahaan dikelola sesuai kepentingan pemegang saham sehingga berjalan dengan baik.

Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Kepemilikan Asing (KA) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan menghasilkan nilai signifikansi 0,000 atau nilai signifikansi $< 0,05$, dengan nilai t sebesar 3,755. Sehingga hasil ini sesuai dengan hipotesis 4, bahwa kepemilikan asing (KA) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan sesuai dengan penelitian (Gunarsih, 2003 dalam Hermiyetti, :29), menunjukkan bahwa kepemilikan saham pemerintah memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, tetapi berbeda dengan penelitian Budiarti (2014) menyatakan bahwa kepemilikan asing (KA) berpengaruh negatif signifikan terhadap ukuran dewan direksi perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa adanya peningkatan kepemilikan asing (KA), semakin besarnya pihak asing menanamkan sahamnya pada perusahaan sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan yang diinvestasikan. Disebabkan karena pihak asing menanamkan modal sahamnya yang mempunyai sistem manajemen, keterampilan teknis, pemasaran yang cukup baik, dan keadaan teknologi dan inovasi yang dapat membawa pengaruh positif bagi perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Publik Terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Kepemilikan Publik (KPUB) tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan menghasilkan nilai signifikansi 0,051 atau nilai signifikansi $> 0,05$, dengan nilai t sebesar 1,964. Sehingga hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis 5, bahwa kepemilikan publik (KPUB) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan sesuai dengan penelitian Nurcahyo (2014), yang menunjukkan bahwa kepemilikan saham publik memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak adanya pengaruh kepemilikan publik (KPUB) dalam perusahaan, semakin menurunnya proporsi kepemilikan saham publik maka kinerja perusahaan juga akan turun. Kondisi ini menyatakan bahwa perusahaan harus memperbanyak struktur kepemilikan publik (KPUB) agar pihak manajemen perusahaan melakukan penyebaran kepemilikan serta lebih transparan, maka perusahaan tidak dikendalikan oleh kalangan keluarga tertentu saja.

Free cash flow Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Saham Terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil uji regresi dengan *Moderated Regression Analysis (MRA)* menunjukkan bahwa dari lima pengujian interaksi variabel terdapat tiga pengujian yang mampu memoderasi dan diterima. Dalam hal ini *free cash flow (FCF)* mampu memoderasi hubungan kepemilikan institusional (KI) terhadap kinerja perusahaan, *free cash flow (FCF)* mampu memoderasi hubungan kepemilikan manajerial (KM) terhadap kinerja perusahaan, *free cash flow (FCF)* mampu memoderasi hubungan kepemilikan asing (KA) terhadap kinerja perusahaan, sedangkan *free cash flow (FCF)* tidak mampu memoderasi hubungan kepemilikan pemerintah (KPR) terhadap kinerja perusahaan, dan *free cash flow (FCF)* tidak mampu memoderasi hubungan kepemilikan publik (KPUB) terhadap kinerja perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Piramita (2012) dalam Herliana, menyatakan bahwa ketika suatu perusahaan menghasilkan *free cash flow (FCF)* dengan jumlah yang cukup besar dan tidak adanya peluang investasi yang menguntungkan, maka menyebabkan masalah keagenan antara manajer dengan pemilik yaitu manajemen cenderung menyalahgunakan sumber daya perusahaan yang mengakibatkan alokasi sumber daya yang tidak efisien, peningkatan biaya agensi, dan kinerja perusahaan mengalami penurunan karena adanya investasi yang salah. Hal tersebut, untuk membagikan kepercayaan bahwa manajer tidak akan melaksanakan kegiatan yang membebani pemegang saham, sehingga perusahaan

harus mengeluarkan anggaran untuk meyakinkan bahwa perusahaan akan dilaksanakan sesuai dengan kepentingan pemilik yang disebut dengan biaya keagenan.

Kepemilikan institusional (KI) memberikan arah positif menunjukkan bahwa *free cash flow* (FCF) mampu memoderasi dan memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional (KI) terhadap kinerja perusahaan. Artinya, *free cash flow* (FCF) di perusahaan dapat memberikan sinyal positif mengenai kinerja perusahaan dan investor juga akan memberikan respon positif terhadap kelebihan kas yang dimiliki perusahaan.

Kepemilikan manajerial (KM) memberikan arah negatif menunjukkan bahwa *free cash flow* (FCF) mampu memoderasi tetapi memperlemah hubungan antara kepemilikan manajerial (KM) terhadap kinerja perusahaan. Hal ini mungkin saja terjadi karena *free cash flow* (FCF) suatu perusahaan yang rendah menyebabkan kinerja perusahaan menurun, karena manajemen cenderung menyalahgunakan sumber daya perusahaan.

Kepemilikan asing (KA) memberikan arah positif menunjukkan bahwa *free cash flow* (FCF) mampu memoderasi dan memperkuat hubungan antara kepemilikan asing (KA) terhadap kinerja perusahaan. Artinya, *free cash flow* (FCF) di perusahaan memberikan sinyal positif dengan menanamkan sahamnya pada perusahaan maka akan meningkatkan kinerja perusahaan yang diinvestasikan.

Kepemilikan pemerintah (KPR) memberikan arah positif menunjukkan bahwa *free cash flow* (FCF) tidak mampu memoderasi tetapi memperkuat hubungan antara kepemilikan pemerintah (KPR) terhadap kinerja perusahaan. Hal ini mungkin saja terjadi karena *free cash flow* (FCF) pada perusahaan tidak dikelola sesuai kepentingan pemegang saham. Kondisi ini berarti mengarah pada pihak pemerintah sebagai kontrol untuk memaksimalkan kinerja keuangan dari perusahaan tersebut tidak berjalan dengan semestinya sehingga menyebabkan menurunnya kinerja perusahaan.

Kepemilikan publik (KPUB) memberikan arah positif menunjukkan bahwa *free cash flow* (FCF) tidak mampu memoderasi tetapi memperkuat hubungan antara kepemilikan publik (KPUB) terhadap kinerja perusahaan. Hal ini mungkin saja terjadi karena *free cash flow* (FCF) pada perusahaan tidak dikelola dengan baik. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan perlu memperbanyak struktur kepemilikan publik (KPUB) agar pihak manajemen perusahaan melakukan penyebaran kepemilikan serta lebih transparan, sehingga perusahaan tidak dikendalikan oleh kalangan keluarga tertentu. Pada keadaan seperti ini menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan saham perusahaan publik di Indonesia masih relatif kecil, dan juga mendapatkan gambaran bahwa kinerja perusahaan sebagai wujud implementasi *good corporate governance* juga sedang rendah.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan saham terhadap kinerja perusahaan dengan *free cash flow* (FCF) sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2015-2017. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, maka dapat diperoleh simpulan sebagai berikut:

Hasil penelitian dengan analisis regresi linier berganda menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Sedangkan kepemilikan publik tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian analisis variabel *moderating* dengan uji interaksi *Moderated Regression Analysis* (MRA) menunjukkan bahwa *free cash flow* mampu memoderasi kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kepemilikan asing terhadap kinerja perusahaan, namun tidak mampu memoderasi kepemilikan pemerintah dan kepemilikan publik terhadap kinerja perusahaan.

Saran

Setelah penelitian ini dilakukan, beberapa saran-saran yang dapat disampaikan melalui penelitian ini sehingga dapat menyimpulkan dengan hasil akhir yang lebih baik lagi untuk penelitian selanjutnya mengenai topik yang sama: Peneliti diharapkan dapat menambah jumlah sampel, variabel, periode, objek lain pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Karena masih banyak faktor lain yang dapat menjelaskan kinerja perusahaan. Semakin banyak jumlah sampel, variabel, periode, objek yang ditambahkan, maka hasil penelitian yang diperoleh akan semakin baik. Penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan manufaktur, sehingga memungkinkan terdapatnya hasil yang berbeda apabila diteliti ke perusahaan lain dan akan lebih baik jika menambah lebih banyak perusahaan yang akan digunakan perusahaan. Penelitian ini hanya melakukan pengamatan pada periode tiga tahun saja, yaitu selama periode tahun 2015-2017. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan periode tahun penelitian sampai lima tahun ataupun lebih, sehingga dapat memperoleh hasil yang lebih akurat dan dapat menyimpulkan hasil analisis yang berbeda ataupun sama. Penelitian ini hanya menggunakan enam variabel independen untuk diteliti, disarankan untuk penelitian-penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel lain ataupun mengkombinasikan beberapa variabel dalam penelitian ini dengan variabel lain yang kemungkinan juga dapat memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan agar memperoleh hasil yang lebih bervariasi. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberi masukan bagi investor dalam melakukan investasi saham dengan melihat kondisi perusahaan melalui kepemilikan saham, *free cash flow*, dan kinerja perusahaan.

Keterbatasan

Berdasarkan hasil penelitian dan kesimpulan diatas mengenai pengaruh kepemilikan saham terhadap kinerja perusahaan dengan *free cash flow* sebagai variabel moderasi, yang mana sebagai sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2017, diperoleh keterbatasan dalam penelitian ini diantaranya: (1) Penelitian ini menggunakan enam variabel independen yang mempengaruhi kinerja perusahaan, yaitu kepemilikan institusional, kepemilikan managerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, dan kepemilikan publik. Serta *free cash flow* sebagai variabel moderasi. Sedangkan masih banyak variabel lain yang mempengaruhi kinerja perusahaan yang tidak diteliti dalam penelitian ini. (2) Penelitian ini dilakukan pada lima puluh empat perusahaan dan hanya dalam tiga periode di perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hal tersebut diperoleh setelah melalui proses pemilihan sampel berdasarkan beberapa kriteria yang sesuai dengan kebutuhan dalam penelitian ini. (3) Penelitian ini menunjukkan variabel independen yang diteliti berpengaruh terhadap variabel kinerja perusahaan sebesar 69,1% berarti ada pengaruh sebesar 30,9% dari variabel-variabel lain diluar model. (4) Penelitian ini menunjukkan variabel independen yang diteliti berpengaruh terhadap variabel kinerja perusahaan dengan *free cash flow* sebagai variabel moderasi sebesar 72,3% berarti ada pengaruh sebesar 27,7% dari variabel-variabel lain diluar model.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E. F. dan J. F. Houston. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Kesepuluh. Salemba Empat. Jakarta.
- Cahyono, M. A. 2018. Pengaruh profitabilitas, Kepemilikan Manajerial dan *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.

- Epi, Y. 2017. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Struktur Kepemilikan Manajerial dan Manajemen Laba Terhadap Kinerja Perusahaan *Property dan Real Estate* yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia. *Riset & Jurnal Akuntansi* 1(1): 1-7.
- Ghozali, I. 2010. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Herliana, A. D. 2011. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kinerja Perusahaan melalui *Agency Cost* sebagai Variabel antara pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia.. *Skripsi*. Universitas Airlangga. Surabaya.
- Hermiyetti. dan E. Katlanis. 2016. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Asing, dan Komite Audit Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Media Riset Akuntansi* 6(2): 25-43.
- Husnan, S. dan E. Pudjiastuti. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kelima. Cetakan Pertama. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Jensen, M. C. and William H. M. (1976). Theory of The Firm: Manajerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. *Journal Management Governance*, 14, 145-166. *Journal of Business Research*, 61, 609-614.
- Kaluti, S.N.C dan A. Purwanto. 2014. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012. *Diponegoro Journal Of Accounting* 3(2): 1-12.
- Mayarina, N. A. 2017. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, *Leverage* dan *Free Cash Flow* Terhadap Nilai Perusahaan: Kebijakan Deviden Pemoderasi. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Mayesti, M. A. 2017. Pengaruh Profitabilitas, *Leverage*, Ukuran Perusahaan dan *Free Cash Flow* Terhadap Manajemen Laba Riil dengan Kepemilikan Institusional sebagai Variabel *Moderating*. *Skripsi*. Universitas Muhammadiyah. Surakarta.
- Nurchahyo, D. I. 2014. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Perusahaan. *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Nur'aeni, D. 2010. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kinerja Perusahaan. *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ross *et al.* 2000. *Fundamentals of Corporate inance*. Fifth Edition. Irwin McGraw Hill. Boston.
- Sekaran, U. 2006. *Metodologi Peneitian untuk Bisnis*. Buku 1. Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Sugiyono. 2011. *Metode Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Cetakan 8. IKAPI. Bandung.
- Widiari, N. O, dan I. W. Putra. 2017. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Deviden dengan *Free Cash Flow* sebagai Variabel Pemoderasi. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 20(3): 2303-2332