

BAB 2 LANDASAN TEORI

2.1 Kepemilikan Saham

Secara umum ada tiga jenis istilah terkait dengan penerbitan saham biasa oleh perusahaan yaitu :

1. Saham biasa yang terotorisasi (*authorized common stock*) adalah jumlah saham biasa yang tercantum di dalam anggaran dasar (AD) dan anggaran rumah tangga (ART) perusahaan. Saham biasa yang terotorisasi ini mencerminkan batas jumlah saham biasa yang dapat diterbitkan oleh perusahaan.
2. Saham biasa yang diterbitkan (*issued common stock*) adalah jumlah saham biasa yang telah diterbitkan oleh perusahaan ke masyarakat melalui pasar modal.
3. Saham biasa yang beredar (*outstanding common stock*) adalah jumlah saham biasa yang masih beredar di masyarakat. Saham yang beredar inilah yang mencerminkan kepemilikan terhadap perusahaan.

Persentase kepemilikan saham menentukan struktur kepemilikan di perusahaan. Para pemegang saham memiliki beberapa hak yang hanya terdapat pada kepemilikan saham biasa, diantaranya adalah (Ross, Westerfield, & Jordan, 2008):

1. Hak suara dalam pemilihan langsung dewan direksi perusahaan. Jenis *voting* yang dapat dilakukan oleh pemegang saham ada dua jenis yaitu *cumulative voting* dan *straight voting*. *Cumulative voting* adalah prosedur dimana pemegang saham dapat menggunakan seluruh hak *voting*-nya untuk memilih hanya satu calon anggota dewan direksi perusahaan. *Straight voting* adalah prosedur dimana pemegang saham menggunakan seluruh hak *voting*-nya untuk masing-masing calon dewan direksi perusahaan. Perbedaan efek kedua jenis *voting* tersebut adalah pada pemegang saham minoritas. *Cumulative voting* memperjelas peran pemilik

saham minoritas, sedangkan *straight voting* justru mengaburkan peran tersebut.

2. Hak *proxy voting* dimana pemegang saham dapat memberikan hak suaranya kepada pihak tertentu di dalam sebuah rapat pemegang saham. *Proxy* sering terjadi pada pengambilan suara di dalam perusahaan-perusahaan besar yang memiliki jutaan lembar saham yang beredar.
3. Hak mendapatkan dividen apabila perusahaan memutuskan untuk membagi dividen pada periode tertentu.
4. Hak ambil bagian dalam likuidasi aset perusahaan setelah perusahaan memenuhi kewajibannya kepada pemegang obligasi. Klaim pemegang saham biasa terhadap aset perusahaan sering disebut sebagai *residual claim*, atau klaim terhadap aset perusahaan setelah klaim pemegang obligasi dan pemegang saham preferen.
5. Hak suara dalam rapat pemegang saham luar biasa yang menentukan masa depan perusahaan, misalnya merger, akuisisi, dan lain-lain.
6. Hak memiliki saham yang baru diterbitkan oleh perusahaan. Hak ini disebut sebagai *preemptive right*.

Mintzberg (1983) mengemukakan dua dimensi dari kepemilikan yaitu berdasarkan keterlibatan (*involvement*) atau ketidakterlibatan (*detachment*) yang membedakan pemilik perusahaan yang mampu mempengaruhi keputusan atau tindakan perusahaan dan yang tidak dan berdasarkan konsentrasi (*concentration*) atau ketersebaran (*dispersion*) yang membedakan perusahaan yang sahamnya dipegang terpusat pada satu pihak dengan perusahaan yang sahamnya dipegang secara luas oleh banyak pihak (Chaganti dan Damanpour, 1991). Klasifikasi silang antara dua dimensi tersebut menghasilkan empat tipe dari kepemilikan saham yaitu tersebar-tidak terlibat, tersebar-terlibat, terkonsentrasi-tidak terlibat, terkonsentrasi-terlibat (Chaganti dan Damanpour, 1991). Mintzberg (1983) berpendapat bahwa semakin terlibat pemilik dan semakin terkonsentrasinya kepemilikan, semakin besar juga kekuatan pemegang saham dalam mempengaruhi perusahaan (Chaganti dan Damanpour, 1991) Dengan demikian apabila pengaruh pemegang saham semakin kuat maka masalah agensi akan semakin dapat ditekan.

2.1.1 Kepemilikan Blok Saham dan Konsentrasi Kepemilikan

Dalam kepemilikan saham terdapat istilah pemegang blok saham. Pemegang blok saham adalah pemegang saham yang memegang minimal lima persen dari seluruh modal atau ekuitas perusahaan (Abor dan Biekpe, 2006). Elemen penting dari kepemilikan blok saham oleh pihak eksternal adalah pengawasan manajer atau *insider* yang lebih ketat. Sehingga hal ini mampu mengurangi masalah agensi antara manajemen dengan pemegang saham. La Porta et al (1998) berpendapat bahwa pemegang saham pengendali (*controlling*) atau pemegang blok saham perusahaan mampu mengurangi masalah agensi antara manajemen perusahaan dengan investor eksternal. Hal sebaliknya terjadi apabila kepemilikan blok saham perusahaan didominasi oleh manajemen perusahaan. Hal ini dapat menjadikan manajemen merasa bebas untuk membuat keputusan sekalipun merugikan perusahaan. Kepemilikan blok saham yang didominasi oleh manajemen mampu menurunkan nilai perusahaan akibat membesarnya masalah agensi dan juga eksploitasi pemegang saham minoritas (Lins, 2003).

Konsentrasi kepemilikan terkait dengan jumlah pemegang saham atau besarnya persentase kepemilikan saham selain kepemilikan oleh publik di dalam struktur kepemilikan saham perusahaan. Apabila konsentrasi kepemilikan saham perusahaan tinggi dan didominasi oleh pemegang saham eksternal, masalah agensi dapat dikurangi. Hal ini diakibatkan pemegang saham mayoritas dapat mengendalikan kebijakan manajemen dengan bebas tanpa harus menimbulkan konflik keinginan antar pemegang blok saham. Kepemilikan saham yang sangat terpecah mampu meningkatkan masalah agensi dikarenakan kemampuan pemegang saham mengontrol dan mengendalikan manajemen berkurang. Selain itu, karena kepemilikan saham mereka yang kecil, mereka cenderung tidak memiliki rasa kepemilikan atau pengendalian terhadap perusahaan (Lee, 2008).

2.1.2 Kepemilikan Saham Institusional

Kepemilikan saham institusional adalah kepemilikan saham suatu perusahaan oleh institusi baik yang bergerak dalam bidang keuangan atau

nonkeuangan atau badan hukum lain. Kepemilikan saham institusional umumnya mampu mengurangi masalah agensi di dalam perusahaan. Gedajlovic (2003) dan Thomsen et al (2000) mengungkapkan bahwa pengendalian perusahaan tidak hanya terkait pada konsentrasi kepemilikan melainkan juga terkait dengan identitas pemegang saham (Gedajlovic dan Shapiro, 2003). Hal ini diperkuat dengan pendapat dari Lee (2008). Fungsi pengendalian akan semakin efektif apabila pemegang saham memiliki kemampuan dan pengalaman yang baik di bidang bisnis dan keuangan. Pada umumnya, investor perusahaan dan asing lebih mampu untuk mengendalikan manajemen karena memiliki pengetahuan dan sumber daya yang cukup (Lee, 2008). Gedajlovic dan Shapiro (2003) berpendapat bahwa kepemilikan saham oleh institusi atau perusahaan akan mampu memberikan pengendalian yang efektif bagi manajemen perusahaan karena padatnya jaringan bisnis, utang, dan modal perusahaan.

Pengaruh pemilik saham institusional pada perusahaan, yang dikendalikan oleh manajemen, cenderung pasif atau tidak langsung dibandingkan aktif. Pengaruh aktif, yang biasanya dimiliki oleh *board* perusahaan, adalah kekuatan untuk mengendalikan seluruh keputusan kunci terkait dengan produk, pasar, dan investasi (Chaganti dan Damanpour, 1991). Pemilik perusahaan yang tidak secara aktif mengendalikan perusahaan cenderung hanya memiliki pengaruh pasif yaitu hanya pengaruh untuk membatasi keputusan-keputusan manajemen. Pemilik blok saham umumnya jarang menggunakan pengendalian aktif karena mereka tidak perlu menggunakan peran mereka dalam membuat keputusan perusahaan secara langsung. Pemilik saham institusional juga memiliki kemampuan untuk menerapkan pengaruh mereka di pasar dengan membeli dan menjual saham (Chaganti dan Damanpour, 1991). Mintzberg (1983) berpendapat bahwa pemilik saham institusional juga dapat mempengaruhi perusahaan dengan cara berbeda, misalnya dengan tekanan terhadap isu tertentu dan aktifitas untuk mengendalikan proses keputusan internal melalui keanggotaan dewan direksi perusahaan (Chaganti dan Damanpour, 1991).

2.1.3 Kepemilikan Saham Lainnya

Kepemilikan saham institusional dan kepemilikan saham oleh pihak asing bukanlah satu-satunya jenis kepemilikan saham yang ada di dunia bisnis. Jenis kepemilikan saham lain diantaranya adalah:

1. Kepemilikan Manajerial. Kepemilikan saham manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan, contohnya kepemilikan saham oleh anggota *Board of Directors (BOD)* perusahaan. Kepemilikan saham manajerial sering digunakan oleh pemegang saham untuk mengurangi konflik agensi di dalam perusahaan (Herlambang, 2004). Hal tersebut dikarenakan manajemen lebih merasa memiliki perusahaan. Kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan dapat bersumber dari program *Management Stock Options Program (MSOP)*.
2. Kepemilikan Keluarga. Kepemilikan saham oleh keluarga atau sekelompok orang yang masih memiliki relasi kerabat umumnya terdapat pada perusahaan keluarga yang sudah diwariskan turun-temurun. Perusahaan keluarga memiliki ciri khas yaitu umumnya memiliki struktur piramida yang menunjukkan hubungan antara perusahaan induk (*parent*) dengan beberapa perusahaan anak (*subsidiary*) (Morck dan Yeung, 2003).
3. Kepemilikan Pemerintah. Kepemilikan saham oleh pemerintah suatu negara umumnya terdapat pada perusahaan milik negara atau BUMN ataupun perusahaan milik negara yang sudah *go public*. Privatisasi adalah cara penjualan yang digunakan oleh pemerintah dalam menjual beberapa persen saham perusahaan milik negara kepada pribadi atau pihak swasta.
4. Kepemilikan saham oleh pihak asing. Kepemilikan saham oleh pihak asing adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak-pihak dari luar negeri baik individu maupun institusional. Lee (2008) berpendapat bahwa kepemilikan asing dan kepemilikan institusional lebih mampu mengendalikan kebijakan manajemen karena memiliki kemampuan dan pengalaman yang baik di bidang keuangan dan bisnis.

2.2 Struktur Modal

Pendanaan pada dasarnya dapat dibagi menjadi dua macam yaitu pendanaan dengan utang dan pendanaan dengan menggunakan saham atau ekuitas. Kombinasi dari karakteristik dua pendanaan ini dapat melahirkan berbagai jenis pendanaan baru yang disebut sebagai pendanaan *hybrid*, misalnya adalah ventura.

Pendanaan melalui utang umumnya digunakan oleh perusahaan apabila perusahaan membutuhkan uang dengan waktu yang cepat dan dengan biaya yang rendah, karena itu, pendanaan dengan utang umumnya digunakan oleh perusahaan yang baru muncul atau sedang tumbuh. Pendanaan melalui utang memiliki beberapa keunggulan (Rudianto, Firdaus, & Garnia, 2007; Herlambang, 2004):

- Dengan pendanaan utang, perusahaan dituntut untuk melakukan pembayaran yang bersifat tetap kepada pemegang obligasi berupa bunga. Bunga adalah pengurang pajak (*tax deductible*) yang mampu menurunkan efektifitas ongkos utang.
- Pemilik utang atau pemegang obligasi dibatasi oleh pengembalian yang telah ditetapkan berupa bunga, sehingga pemegang saham tidak harus membagi keuntungannya jika bisnis perusahaan berjalan dengan lancar.

Sedangkan kelemahan utang diantaranya, semakin tingginya risiko perusahaan, maka suku bunga yang ditetapkan akan semakin tinggi. Selain itu, apabila sebuah perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan laba operasi tidak mencukupi untuk menutup beban bunga, maka pemegang sahamnya harus menutup kekurangan itu sebatas modal yang mereka setorkan. Perusahaan akan bangkrut apabila mereka tidak sanggup untuk menutup jumlah utang yang tersisa (Rudianto, Firdaus, Garnia, 2007). Teori ini sejalan dengan pendapat Jensen dan Meckling (1976) dimana manajer cenderung mengurangi tingkat utang atau *leverage* untuk mengurangi risiko kebangkrutan perusahaan dan konsekuensi perpindahan pengendalian perusahaan dari ke tangan pemegang obligasi (Agrawal dan Nagarajan, 1990; Herlambang, 2004). Kesimpulan tersebut juga sejalan dengan hasil penelitian La Bruslerie dan Latrous (2006).

Pendanaan melalui saham juga memiliki beberapa kelemahan dan kelebihan. Kelebihan pendanaan melalui pemegang saham biasanya adalah relatif lebih aman dibandingkan dengan pendanaan utang. Sebab perusahaan mampu menunda pembayaran kepada pemegang saham biasa apabila memang perusahaan sedang berada dalam kesulitan keuangan. Hal ini tidak berlaku bagi pemilik obligasi perusahaan karena apabila perusahaan berisiko tidak mampu lagi membayar pengembalian, yaitu bunga, kepada pemegang obligasi, maka perusahaan bisa menarik kembali (*retire*) seluruh obligasi mereka dari pemegang obligasi. Namun kelemahan dari pendanaan saham adalah prosedur yang sulit dan juga cenderung lebih mahal dari pendanaan utang. Sebelum *IPO*, perusahaan juga harus memenuhi persyaratan-persyaratan dari pengawas pasar modal setempat yang umumnya sangat sulit dipenuhi oleh perusahaan-perusahaan yang baru berdiri.

Struktur modal perusahaan mencerminkan bauran pendanaan atau *capital mix* yang dimiliki oleh perusahaan. Struktur modal umumnya mencerminkan perbandingan antara utang dengan saham ekuitas. Struktur modal berbeda dengan struktur keuangan atau *financial structure*. Struktur keuangan terdiri dari kewajiban, termasuk kewajiban lancar, dan modal. Struktur modal terkait dengan bauran berbagai tipe sekuritas, misalnya adalah hutang jangka panjang, saham biasa, dan saham preferen, yang diterbitkan perusahaan untuk mendanai proyek atau asetnya (Qian, Tian, & Wirjanto, 2007). Perusahaan yang memiliki utang dalam struktur modalnya dikatakan terungkit atau *leveraged*. Terdapat dua macam istilah dari pengungkit atau *leverage* yaitu *operational leverage* dan *financial leverage*. *Operational leverage* terkait dengan biaya operasi tetap (*fixed operation costs*) yang dimiliki oleh perusahaan. *Operational leverage* juga meningkatkan risiko bisnis atau operasi perusahaan. Sementara *Financial leverage* atau *gearing* terkait dengan biaya utang tetap (*fixed debt cost*) dan peningkatan risiko keuangan perusahaan (Qian, Tian, & Wirjanto, 2007). *Total leverage* terdiri dari *operating leverage* dan *financial leverage*, sehingga total risiko perusahaan terdiri dari risiko bisnis atau operasi dan risiko keuangan.

Struktur modal atau *leverage* dapat diukur dengan berbagai macam pengukuran. Rajan dan Zingales (1995) berpendapat bahwa pengembangan dari

leverage termasuk pengukuran yang relevan tergantung dari tujuan penelitian (Waliullah dan Nishat, 2008). Definisi *leverage* yang paling umum adalah *leverage* saham yang diukur dengan rasio dari total utang terhadap total aset perusahaan (Waliullah dan Nishat, 2008). Rasio ini mengukur apa yang tersisa untuk pemegang saham dalam hal likuidasi. Rasio ini juga mengukur nilai *residual* kepada pemegang saham (Waliullah dan Nishat, 2008). Ukuran lainnya adalah total utang terhadap total nilai buku ekuitas perusahaan atau *debt-equity ratio* yang menjadi ukuran pengungkit dimana bunga tetap (*fixed interest*) digunakan untuk meningkatkan pengembalian kepada pemegang saham. Ukuran alternatif kedua adalah rasio dari utang jangka pendek yang mencerminkan ketergantungan perusahaan terhadap utang jangka pendek dan utang dagang. Demiguc dan Maksimovic (1999) serta Kai et al (2006) berpendapat bahwa perusahaan di negara berkembang cenderung menggunakan utang jangka pendek dibandingkan dengan utang jangka panjang (Waliullah dan Nishat, 2008).

2.2.1 Teori M&M (*Modigliani-Miller*)

Pemilihan pembiayaan eksternal yang dilakukan oleh perusahaan sangat mempengaruhi bauran modal atau *capital-mix* perusahaan. Bauran modal ini, kemudian akan mempengaruhi biaya modal yang dimiliki oleh perusahaan yang pada akhirnya mempengaruhi nilai dari perusahaan. Salah satu teori umum mengenai bauran modal perusahaan adalah Teori M&M (*Modigliani-Miller*) yang terdiri dari *proposition I* dan *proposition II*. Teori M&M pada umumnya membahas isu perbedaan nilai perusahaan antara perusahaan yang menggunakan utang atau *leveraged* dengan perusahaan yang tidak menggunakan utang atau *unleveraged*. Pengungkit atau *leverage* ukuran ketidakpenggunaan utang oleh perusahaan relatif dibandingkan aset yang dimilikinya (Majumdar, Chhibber, 1999). Pengungkit juga dapat diartikan sebagai mekanisme dimana perusahaan dapat meningkatkan efek dari aktivitas yang dilakukan dari sudut pandang pemilik perusahaan atau pemegang saham (Majumdar dan Chhibber, 1999).

Teori M & M untuk *proposition I*, menyebutkan bahwa bauran modal perusahaan sama sekali tidak mempengaruhi nilai perusahaan (Ross, Westerfield,

& Jordan, 2008). Namun teori tersebut tidak memperhitungkan *tax-benefit* yang didapat oleh perusahaan apabila memilih utang sebagai pembiayaan mayoritas. Teori M & M untuk *proposition II* mengatakan bahwa perusahaan dapat menggunakan utang untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan memanfaatkan *tax benefit*. Teori M & M *proposition II* tidak memperhitungkan kemampuan perusahaan. Kemampuan perusahaan dalam hal ini ditunjukkan seberapa besar kemampuan perusahaan untuk menanggung *bankruptcy cost*. Teori *static of capital structure* mengatakan bahwa perusahaan hanya perusahaan hanya dapat menggunakan utang sampai pada titik tertentu atau yang dapat disebut sebagai titik optimal (Ross, Westerfield, & Jordan, 2008). Titik optimal ini adalah titik dimana *tax-benefit* dari utang sama dengan biaya yang ditimbulkan dari meningkatnya kemungkinan *financial distress* akibat dari penambahan utang.

2.2.2 Teori *Pecking Order*

Teori *pecking-order* menjadi dasar fakta bahwa perusahaan-perusahaan besar umumnya menggunakan sedikit utang dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan berukuran kecil dan menengah. Myers (1984) mengemukakan bahwa teori *pecking-order* didasari pada teori bahwa perusahaan cenderung melakukan pendanaan dengan menggunakan hirarki risiko (Soebiantoro dan Sujoko, 2007). Dengan kata lain, perusahaan cenderung menggunakan pendanaan yang lebih tidak berisiko terlebih dahulu dibandingkan dengan pendanaan yang berisiko. Asumsi dasar dari teori *pecking-order* adalah adanya asimetri informasi dimana biasanya para investor menilai perusahaan sedang berada dalam kesulitan keuangan apabila pendanaan aktivitas atau proyek berasal dari penerbitan ekuitas. Bayless dan Diltz (1984) mengemukakan bahwa perusahaan, berdasarkan teori *pecking-order*, akan memilih pendanaan dengan dana internal, *riskless debt*, *risky debt*, dan terakhir adalah ekuitas (Soebiantoro dan Sujoko, 2007). Pendapat ini diperkuat oleh pendapat dari Myers dan Majluf (1984) dimana perusahaan cenderung menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu, dan apabila perusahaan memerlukan pendanaan internal, maka perusahaan akan menerbitkan

utang terlebih dahulu sebelum menerbitkan ekuitas (Soebiantoro dan Sujoko, 2007).

Elemen penting dari teori *pecking-order* adalah penggunaan pendanaan internal oleh perusahaan apabila masih memungkinkan. Alasannya adalah penerbitan sekuritas untuk mendapatkan pendanaan sangat mahal. Apabila perusahaan memiliki profitabilitas yang sangat tinggi, maka perusahaan tidak lagi membutuhkan pendanaan eksternal. Pada akhirnya aktivitas perusahaan akan didanai dengan sedikit utang atau bahkan tanpa utang sama sekali (Ross, Westerfield, & Jordan, 2008). Penerbitan ekuitas dilakukan oleh perusahaan apabila pendanaan internal dan utang tidak cukup untuk menutupi kebutuhan pendanaan dari aktivitas atau proyek yang dijalankan oleh perusahaan. Apabila pembiayaan internal tidak memadai, maka perusahaan dapat menggunakan pembiayaan eksternal. Implikasi dari teori *pecking-order* adalah sebagai berikut (Ross, Westerfield, Jordan, 2008):

1. Perusahaan tidak memiliki target struktur modal,
2. Perusahaan yang sangat *profitable* cenderung menggunakan sedikit utang atau *debt*, dan
3. Perusahaan selalu menginginkan cadangan kas atau yang disebut sebagai *financial slack*.

2.3 Tatakelola Perusahaan

Istilah tatakelola perusahaan muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dengan pengelolaan perusahaan. Istilah ini mulai populer di Indonesia ketika krisis global melanda Asia pada tahun 1997. Sistem tatakelola perusahaan yang baik mampu membantu perusahaan dalam mempertahankan stabilitas keuangan dan menarik investor dengan menciptakan lingkungan yang kondusif untuk investasi. Tatakelola perusahaan yang buruk mampu menimbulkan berbagai macam masalah agensi di lingkungan perusahaan.

Sistem tata kelola perusahaan terdiri dari (Sari, 2004) :

1. Sekumpulan peraturan yang menetapkan hubungan antara pemilik saham, manajer, kreditor, pemerintah, dan pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajibannya.
2. Sekumpulan mekanisme yang membantu pelaksanaan peraturan-peraturan tersebut secara langsung dan tidak langsung.

Sistem tatakelola perusahaan umumnya berbeda-beda antar negara karena dipengaruhi oleh faktor-faktor politik, ekonomi, dan budaya dari negara tersebut. Permasalahan di dalam tata kelola perusahaan umumnya menyangkut kepemilikan saham perusahaan diantaranya masalah pengendalian dari pemegang saham pengendali, perlindungan pemegang saham minoritas, dan masalah agensi antara manajemen dengan pemilik. Tatakelola perusahaan juga membahas berbagai masalah lain selain kepemilikan saham, diantaranya adalah perlindungan kreditor, persaingan perusahaan, peranan pasar dalam mengontrol perusahaan, dan pengelolaan perusahaan yang bersih dan jujur. Berdasarkan teori pemegang saham dari tatakelola perusahaan, perusahaan seharusnya dikendalikan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham dan pemegang saham harus memiliki hak keputusan yang sudah dialokasikan (Lee, 2008).

2.3.1 Teori Agensi

Teori agensi pertama kali dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976). Teori agensi sebenarnya lebih menjelaskan hubungan agensi antara *principal* dengan agen mereka di dalam pengelolaan perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa hubungan agensi adalah sebuah kontrak dimana satu orang atau lebih sebagai *principal* melibatkan orang lain sebagai agen untuk melayani kepentingan mereka di dalam sebuah perusahaan, yang melibatkan pendelegasian otoritas pengambilan keputusan kepada agen tersebut (Herlambang, 2004).

Hubungan agensi bisa melibatkan antara manajer dengan pemegang saham atau manajer dengan kreditor perusahaan. Dalam hal ini pemegang saham dan kreditor bertindak sebagai *principal* dan manajer bertindak sebagai agen (Abor dan Biekpe, 2006). Hubungan agensi sebenarnya tidak terjadi apabila pemilik

perusahaan bertindak sekaligus sebagai pengelola perusahaan. Dalam hal ini segala macam keputusan strategis perusahaan juga diambil oleh pemilik. Kondisi demikian umumnya banyak terjadi pada perusahaan yang kecil dan baru berdiri. Apabila pemilik perusahaan juga bertindak sebagai pengelola perusahaan, maka ia pasti akan mengambil keputusan yang menghasilkan penambahan kesejahteraan untuknya. Kesejahteraan ini sendiri biasanya dapat diukur dengan kekayaan finansial atau besarnya penghasilan (Herlambang, 2004). Dalam kondisi seperti tersebut, tidak ada hubungan antara *principal* dengan agensi karena strategi perusahaan berada sepenuhnya di tangan pemilik.

Saat ini, teori agensi mengalami perkembangan. Hubungan agensi tidak hanya menggambarkan hubungan antara manajemen perusahaan dengan pemegang saham perusahaan, melainkan juga antara manajemen perusahaan dengan kreditor perusahaan. Hubungan agensi antara manajemen dengan kreditor perusahaan terjadi apabila perusahaan menggunakan pendanaan utang selain dari pendanaan ekuitas saham. Bahkan hubungan agensi juga dapat terjadi antara manajemen, kreditor, dan pemegang saham.

2.3.2 Konflik Agensi

Konflik agensi (*agency conflict*) timbul apabila agen tidak bertindak atau mengambil keputusan yang tidak memaksimalkan kesejahteraan *principal* baik pemegang saham ataupun juga kreditor. Brigham (1999) menjelaskan tiga macam konflik agensi umum di dalam lingkungan bisnis perusahaan (Herlambang, 2004):

1. Konflik agensi antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan. Konflik ini terjadi ketika manajemen justru mengutamakan kepentingan mereka dibandingkan kepentingan pemegang saham. Contohnya adalah kas perusahaan yang berlebih justru tidak dibagikan sebagai dividen melainkan digunakan untuk proyek-proyek pribadi atau bahkan untuk menambah kekayaan manajemen.
2. Konflik agensi antara kreditor dengan manajer. Kreditor meminjamkan dana pada tingkat tarif atau bunga yang didasarkan pada risiko perusahaan, estimasi risiko di masa depan, struktur modal perusahaan sekarang, dan

estimasi keputusan-keputusan struktur modal di masa depan. Apabila manajemen memutuskan untuk investasi pada proyek berisiko atau penjualan aset yang aman, maka risiko perusahaan akan meningkat di luar perhitungan kreditor. Hal ini menyebabkan tingkat pengembalian yang diinginkan atas utang perusahaan turun.

3. Konflik agensi antara pemegang saham, kreditor, dan manajer ketika perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan. Konflik ini terjadi ketika perusahaan terancam bangkrut dan manajer menghadapi dilema antara membubarkan perusahaan tersebut atau mempertahankannya (restrukturisasi). Pada faktanya, apabila perusahaan disusun kembali dan tetap beroperasi maka nilai aset akan dihargai kurang dari nilai buku surat-surat berharga. Hal ini menyebabkan perusahaan lebih berharga apabila dioperasikan dibandingkan dengan dijual (Herlambang, 2004). Hal ini bertentangan dengan kreditor yang mengharapkan aset cepat dijual agar mereka cepat mendapatkan pengembalian. Keputusan penjualan aset ini, selain merugikan manajemen, juga berpotensi merugikan pemegang saham.

Sementara Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi ada dua macam konflik agensi (Abor dan Biekpe, 2006) :

1. Konflik agensi antara pemegang saham dengan kreditor. Konflik antara pemegang saham dengan kreditor diakibatkan karena perbedaan klaim atas perusahaan. Kontrak ekuitas tidak menuntut perusahaan untuk membayar pengembalian tetap kepada pemegang saham, melainkan hanya pengembalian residual atas arus kas perusahaan berupa dividen. Namun, kontrak utang menuntut perusahaan untuk membayar pengembalian tetap kepada pemegang obligasi. Ketika perusahaan menggunakan pendanaan dengan utang, kreditor memasang tingkat bunga berdasarkan risiko yang akan mereka tanggung. Karena pengembalian yang tetap, para kreditor atau pemegang obligasi memfokuskan perhatian mereka apabila perusahaan melakukan investasi yang berisiko tinggi. Contohnya saat mendapatkan pendanaan dari utang, perusahaan melakukan investasi pada proyek-proyek yang berisiko tinggi. Jensen dan Meckling (1976)

berpendapat bahwa konflik antara pemegang saham dengan kreditor terjadi karena seolah pemegang saham “menghisap” kekayaan kreditor yang diakibatkan oleh investasi perusahaan pada proyek berisiko tinggi namun memberikan pengembalian yang tinggi. Dari pengembalian yang tinggi tersebut, pemegang saham mendapatkan sebagian besar karena sifat pengembalian untuk mereka yang residual, sementara kreditor hanya mendapatkan pengembalian yang tetap dengan menanggung tingkat risiko yang lebih tinggi. Sebab apabila proyek mengalami kegagalan dan perusahaan mengalami kerugian, maka utang-utang perusahaan akan terancam *default* yang akan merugikan kreditor. Dapat disimpulkan, apabila proyek berhasil dan perusahaan mendapatkan profit yang besar, pengembalian untuk kreditor tidak akan bertambah karena bersifat tetap sedangkan pengembalian untuk pemegang saham meningkat. Apabila proyek gagal dan perusahaan rugi, kreditor akan rugi karena perusahaan *default* atas semua utang-utangnya. Barnea, Haugen, dan Senbet (1980) berpendapat bahwa masalah ini dapat dipecahkan dengan adanya fitur *call provision* dan perubahan struktur utang perusahaan misalnya dengan memperpendek waktu jatuh tempo (Abor dan Biekpe, 2006)

2. Konflik antara manajer dengan pemegang saham. Harris dan Raviv (1990) berpendapat bahwa konflik ini terjadi apabila manajer tidak memiliki 100 persen pengendalian perusahaan ataupun klaim residual atas perusahaan (Abor dan Biekpe, 2006). Manajemen tidak mendapatkan peningkatan pendapatan secara signifikan karena keuntungan yang tinggi akibat proyek yang berisiko tinggi, namun mereka harus menanggung biaya dari proyek tersebut. Hal inilah yang menyebabkan manajemen bertindak untuk meningkatkan keuntungan bagi mereka sendiri namun berpotensi menurunkan nilai perusahaan. Misalnya apabila perusahaan lebih menguntungkan apabila dijual, manajer justru mempertahankan perusahaan untuk mengamankan posisi mereka. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa ketika ada pemisahan antara manajemen dengan kepemilikan perusahaan, perusahaan harus selalu dikendalikan oleh pasar eksternal (Abor dan Biekpe, 2006).

Konflik agensi dapat menimbulkan biaya agensi atau *agency cost*. Biaya agensi adalah biaya yang harus dikeluarkan oleh pemegang saham untuk mengurangi atau bahkan mencegah terjadinya konflik agensi. Biaya agensi terdiri dari (Ahmad, 2003) :

1. Biaya *monitoring* yang dilakukan pemegang saham, dan
2. Biaya implementasi alat pengontrol.

Sedangkan Brigham dan Gapenski (1996) berpendapat bahwa biaya agensi adalah terdiri dari biaya-biaya berikut (Sari, 2004):

1. Pengeluaran biaya untuk *monitoring* dari pemilik atau pemegang saham,
2. Biaya karena pendanaan utang yang dilakukan oleh manajemen,
3. Biaya kesempatan (*opportunity cost*) akibat hilangnya kebebasan dan efisiensi dari manajemen untuk mengambil proyek-proyek yang menguntungkan perusahaan.

2.4 Kinerja Perusahaan

Definisi kinerja perusahaan umumnya berbeda antara satu penelitian dengan penelitian yang lain. Namun, dapat disimpulkan kinerja perusahaan dapat didefinisikan sebagai profitabilitas atau nilai perusahaan. Profitabilitas perusahaan umumnya dapat diukur dengan beberapa ukuran umum diantaranya adalah *Return on Assets (ROA)* dan *Return on Equity (ROE)* (Chaganti dan Damanpour, 1991; Ross, Westerfield, & Jordan, 2008):

1. $ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$
2. $ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}}$

Lee (2008) menggunakan rasio *Net Income to Total Assets (NIA)* sebagai nama lain dari ROA. Beberapa penelitian menggunakan nilai perusahaan sebagai tolak ukur kinerja perusahaan. Hal ini didasarkan pada logika bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan (Lee, 2008). Nilai perusahaan umumnya diukur dengan Tobin's Q (Morek et al, 2002; Lins, 2003; Mir dan Nishat, 2004; Syriopoulos et al, 2007; Ross et al, 2008). Alternatif ukuran lainnya adalah *Price-Earnings Ratio (PER)* (Chaganti dan Damanpour, 1991) dan *Economic Value Added (EVA)* (Anderson dan Rebb, 2006):

1. $Tobin's Q = \frac{(Equity\ Market\ Value + Debt)}{(Equity\ Book\ Value + Debt)}$, atau
2. $Tobin's Q = \frac{Market\ Value\ of\ Firm's\ Assets}{Replacement\ Cost\ of\ Firm's\ Assets}$ (Ross et al, 2008)
3. $PER = \frac{Price\ Per\ Share}{EPS}$, atau
4. $PER = \frac{Equity\ Market\ Value}{Net\ Income}$ (Syriopoulos et al, 2007)
5. $EVA = (Net\ Operating\ Profit\ After\ Tax) - (Capital * Cost\ of\ Capital)$

2.5 Hubungan Empiris dan Penelitian Terdahulu Antara Kepemilikan Saham dengan Rasio Utang di Dalam Struktur Modal.

2.5.1 Kepemilikan Saham Oleh Perusahaan Atau Institusi terhadap Rasio Utang di Dalam Struktur Modal

McEachern (1975) membagi pengendalian pemilik menjadi perusahaan yang langsung dikelola pemilik dan yang dikendalikan oleh pihak eksternal perusahaan (perusahaan yang dikelola oleh manajemen namun dikendalikan oleh pihak-pihak yang memegang posisi kunci atau pemilik utama), dan membuktikan secara empiris bahwa perusahaan yang dikendalikan oleh pihak institusi eksternal, baik keuangan maupun nonkeuangan, cenderung mengambil risiko lebih kecil dibandingkan perusahaan yang dikelola langsung oleh pemilik (Chaganti dan Damanpour, 1991). Hal ini disebabkan manajer, sekaligus pemilik, di perusahaan yang dikelola langsung pemilik dan manajer di perusahaan yang dikendalikan manajemen cenderung memiliki batasan yang lebih luas dan terbebas dari ancaman penggantian apabila performa perusahaan negatif (Chaganti dan Damanpour, 1991). Untuk menarik investasi dari luar perusahaan dan pengelolaan nilai saham yang tinggi, perusahaan memakai strategi yang disesuaikan dengan harapan dan tujuan investor tersebut. Dengan kata lain, manajer di perusahaan yang sahamnya sebagian besar dimiliki oleh institusional akan cenderung menghindari risiko, menjaga efisiensi, dan mengambil tindakan koreksi dengan segera, agar sesuai dengan orientasi kinerja dari investor institusional dan perusahaan. Sebaliknya, Mehran (1992) berpendapat bahwa kepemilikan saham institusional keuangan justru memiliki hubungan yang berbeda dengan tingkat utang yang

mampu diambil oleh perusahaan. Perusahaan yang mengambil keuntungan dengan pendanaan pinjaman cenderung menginginkan seseorang dari perusahaan keuangan di dalam anggota *BOD*-nya (Mehran, 1992). Dengan demikian, perusahaan dapat melakukan pinjaman dengan jangka waktu yang lebih baik tanpa harus melaporkan banyak informasi ke pihak eksternal perusahaan yang mampu menurunkan nilai dari kesempatan investasi mereka (Mehran, 1992). Hal tersebut menyebabkan apabila kepemilikan saham institusional keuangan meningkat maka tingkat utang terutama utang jangka panjang juga ikut meningkat (Mehran, 1992). Wu (2004) berpendapat bahwa kepemilikan saham oleh bank dan institusi keuangan bukan bank akan membuat perusahaan lebih mudah diawasi termasuk dari segi kesehatan perusahaan. Ketika perusahaan mengalami *financial-distress*, bank ataupun perusahaan keuangan bukan bank dapat melakukan intervensi ke dalam pengelolaan perusahaan (Wu, 2004). Hal ini menyebabkan perusahaan dapat meningkatkan pendanaan utang hingga titik optimal.

Chaganti dan Damanpour (1991) melakukan penelitian pada 40 industri manufaktur di Amerika Serikat yang masing-masing industri diwakili oleh dua perusahaan dari tahun 1983 sampai dengan 1985 dan berkesimpulan bahwa kepemilikan saham institusional dari eksternal perusahaan berpengaruh negatif pada tingkat utang perusahaan yang efeknya dimoderatkan negatif oleh kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusi insider kelompok perusahaan. Mehran (1992) yang menggunakan 170 perusahaan manufaktur di Amerika Serikat dari tahun 1973 sampai dengan 1983 sebagai sampel menghasilkan kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan individual atau institusional berpengaruh positif terhadap tingkat utang perusahaan. Namun kepemilikan individual atau institusional hanya berpengaruh terhadap utang jangka panjang perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Wu (2004) menyimpulkan bahwa kepemilikan saham oleh perbankan berpengaruh positif pada tingkat utang perusahaan di perusahaan mandiri dengan tingkat pertumbuhan tinggi dan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi namun dengan *free cash flow* yang rendah serta berhubungan negatif di perusahaan mandiri dengan tingkat pertumbuhan yang rendah dan pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah namun dengan *free cash flow* yang tinggi. Wu (2004) juga menyimpulkan

bahwa kepemilikan saham oleh perusahaan keuangan non-bank berhubungan positif terhadap tingkat utang di perusahaan keiretsu dengan tingkat pertumbuhan rendah, pada perusahaan mandiri dengan tingkat pertumbuhan tinggi, dan pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi namun dengan *free cash flow* yang rendah, serta berhubungan negatif di perusahaan keiretsu dengan tingkat pertumbuhan yang rendah, perusahaan mandiri dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, perusahaan keiretsu dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, dan pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan dan *free cash flow* yang moderat.

Pada penelitian di dalam negeri, Soebiantoro dan Sujoko (2007), dalam penelitiannya terhadap perusahaan-perusahaan yang *listing* di BEJ dari tahun 2000 hingga 2004 menggunakan analisis *Structural Equation Modelling (SEM)*, berpendapat bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap tingkat utang yang dipakai oleh perusahaan.

2.5.2 Konsentrasi Kepemilikan terhadap Rasio Utang di Dalam Struktur Modal

Brailsford, Oliver, dan Pua (2002) melakukan penelitian yang menyimpulkan bahwa hubungan antara kepemilikan eksternal atas blok saham perusahaan dengan tingkat utang bervariasi berdasarkan tingkat kepemilikan saham manajerial (La Bruslerie dan Latrous, 2007). Pada kepemilikan saham manajerial yang rendah, pemegang blok saham eksternal mampu mengendalikan aktivitas manajemen yang pada akhirnya akan meningkatkan jumlah utang perusahaan. Namun hal ini akan semakin berkurang dengan meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan. Sementara Fosberg (2004), pada penelitiannya tentang pengaruh kepemilikan blok saham terhadap tingkat utang, menyimpulkan bahwa kepemilikan blok saham berhubungan positif dengan jumlah utang yang dipakai oleh perusahaan (Abor dan Biekpe, 2006). Hal ini diakibatkan karena pemegang saham cenderung menginginkan penggunaan pendanaan dengan utang sampai dengan tingkat yang optimal. Fosberg (2004) juga menyimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan blok saham berhubungan negatif dengan jumlah utang yang dipakai oleh perusahaan. Hal ini diakibatkan,

semakin banyak pemegang saham blok, maka persentase kepemilikan saham mereka juga berkurang sehingga pengendalian manajemen semakin lemah (Abor dan Biekpe, 2006). Pandangan lain menyebutkan bahwa hubungan antara kepemilikan saham dengan tingkat utang sebenarnya terkait dengan tingkat risiko yang mau diambil perusahaan. Herman (1981) berpendapat bahwa pada pandangan tradisional, manajemen di dalam perusahaan yang sebagian sahamnya dipegang manajemen akan cenderung mencari keamanan dan perlindungan kerja sehingga pengambilan risiko cenderung rendah. Sementara pemilik saham pada perusahaan yang dikendalikan pemilik akan lebih mau menanggung risiko demi meningkatkan pengembalian pada ekuitas, tidak tertarik pada pertumbuhan jangka panjang, dan akan mengurangi beban-beban demi memaksimalkan *present value* dari nilai perusahaan (Chaganti dan Damanpour, 1991).

Penelitian terdahulu umumnya memiliki kesimpulan beraneka ragam. Wu (2004) pada penelitiannya terhadap 833 perusahaan di China dari tahun 1992 hingga 2000, menyimpulkan kepemilikan blok oleh perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat utang di perusahaan mandiri, atau perusahaan yang sama sekali tidak berafiliasi dengan institusi keuangan, dan berpengaruh negatif pada perusahaan keiretsu, atau grup perusahaan yang berafiliasi dengan bank, dengan tingkat pertumbuhan rendah. Abor dan Biekpe (2006) meneliti semua perusahaan yang *listing* di *Johannesburg Stock Exchange (JSE)* dari tahun 1998 hingga 2004 dan berkesimpulan bahwa jumlah pemegang saham yang memegang saham setidaknya lima persen dari total perusahaan berpengaruh negatif terhadap jumlah utang yang digunakan oleh perusahaan. Sementara Driffield et al (2006), yang menggunakan semua perusahaan yang *listing* di pasar modal negara Indonesia, Korea Selatan, Malaysia, dan Thailand tahun 1994 hingga 1998, mengambil kesimpulan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif pada perusahaan keluarga dan berpengaruh negatif pada perusahaan yang tidak dimiliki keluarga tertentu. La Bruslerie dan Latrous (2007) persentase kepemilikan saham pada 118 perusahaan yang *listing* di bursa saham Prancis dari tahun 1998 hingga 2002 yang dimiliki oleh pemegang saham terbesar berpengaruh positif terhadap tingkat utang hanya pada sampai titik tertentu, persentase kepemilikan saham yang terlalu besar justru berpengaruh negatif terhadap tingkat utang yang dipakai oleh perusahaan.

2.5.3 Kesimpulan Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1 berikut ini merangkum hasil penelitian-penelitian terdahulu:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu Tentang Hubungan Antara Kepemilikan Saham Dengan Struktur Modal

No	Peneliti	Tahun	Variabel Independent	Variabel Dependent	Variabel Yang Signifikan
Penelitian di Luar Negeri					
1	Chaganti dan Damanpour	1991	% of Stock Owned by Outside Institutions	Debt-Equity Ratio (Capital Structure), ROE, ROA, Price-Earning Ratio (Corporate Performance)	% of Stock Owned by Outside Institutions (-) terhadap Debt-Equity Ratio, ROA, dan (+) terhadap Price-Earning Ratio
2	Mehran	1992	% of Total Executives' Compensation in Options, % of Equity Owned by Managers, % of Equity Owned by Individual Investors, Institutional Investors and Corporations, % of Outside Board Members	Long-Term Debt/Total Assets (Leverage)	% of Total Executives' Compensation in Options (+), % of Equity Owned by Managers (+), % of Equity Owned by Individual Investors, Institutional Investors and Corporations (+) terhadap utang jangka panjang, % of Outside Board Members (+)
3	D'Souza, Megginson, & Nash	2001	% State Ownerships, % Foreign Ownerships, % Employee Ownerships	Net Income/Sales (Return On Sales), Sales/Employee (Sales Efficiency), Sales/GDP (Real Sales), Debt/Assets (Leverage), Total Employment, Capital Expenditure (Investment)	% State Ownerships to Real Sales (-) and Total Employment (-); %Foreign Ownerships to Sales Efficiency (+) and Total Employment; %Employee Ownerships to Return On Sales (-) and Capital Expenditure (+)

4	Wu	2004	% Ownerships by Banks, % Ownerships by Non-bank Financial Institutions, % Ownerships by Corporate Blockholders, % Ownerships by Management	(Total Liabilities-Account and Notes Receivables)/(Total Liabilities+Market Value of Equity)	Pada Low-Growth Firm Keiretsu : % Ownerships by Nonbanks Financial Institutions (+), %Ownerships by Corporate Blockholders (-); Pada Low-Growth Firm Independent: % Ownerships by Banks (-), % Ownerships by Nonbanks Financial Inst. (-); Pada High-Growth Keiretsu : % Ownerships by Nonbanks Financial Inst. (-); Pada High-Growth Independent : % Ownerships by Banks (+), % Ownerships by Nonbanks Financial Inst. (+), % Ownerships by Corporate Blockholder(+); Pada Low-Growth High FCF Firms : %Owns. by Banks (-); Pada Intermediate Firms : % Owns. by Nonbanks Fin. Inst. (-); Pada High-Growth Low-FCF Firms: % Owns. by Banks (+), %Owns. by Fin. Inst. (+)
5	Abor dan Biekie	2006	% of Shares Owned by Managers and Directors, % of Shares Owned by Block Holders, Number of Institutions Owning At Least 5%, Asset Tangibility, Market-to-Book Value	Capital Structure	Number of Institutions Owning At Least 5% (-), Market-to-Book Value (Growth Opportunities) (+)
6	Driffield, Mahambare, & Pal	2006	Ownership Concentration, Control Exceeds Cash-Flow	Total Debt/Total Assets (Leverage), Tobin's Q (Firm Value)	Ownership Concentration (-) terhadap Value, (+) terhadap tingkat utang di perusahaan keluarga, (-) terhadap tingkat utang di perusahaan keluarga, Control Exceeds Cash-Flow pada umumnya (+) terhadap tingkat utang dan Q untuk semua perusahaan, (+) pada utang dan Q pada umumnya di perusahaan keluarga, dan (-) terhadap tingkat utang dan Q pada perusahaan non keluarga
7	La Bruslerie dan Latrous	2007	% of Stock Owned by Largest Shareholders	Total Debt/Total Debt+Total Equity (Leverage)	% of Stock Owned by Largest Shareholders (n shape)

8	Hovey	2007	% Stock owned by State, Legal Person, Public, and Foreign Entity, ROA (Profitability), Size, Growth, Tax Shield, Asset Tangibility, Dividend Policy, Firm Age, Government Grant, Person as CEO, Auditing Firm, Industry Classification	Debt to Equity Ratio (Leverage)	% Stock owned by foreign entity (+), ROA (Profitability) (-), Growth (-), Size (+), Tax Shield (-), Firm Age (-), Industry Classification
Penelitian di Dalam Negeri					
9	Soebiantoro dan Sujoko	2007	Struktur Kepemilikan (Kepemilikan Institutional, Kepemilikan Manajerial), Faktor Eksternal (Tingkat Suku Bunga, Keadaan Pasar Modal, Pertumbuhan Pasar), Faktor Internal (Profitabilitas, Pembayaran Dividen, Ukuran Perusahaan, Pangsa Pasar Relatif)	Total Utang/(Total Utang+Total Ekuitas), Ratio Perubahan Nilai Saham t+1 Dengan Nilai Buku Saham Tahun T	Terhadap Leverage (Kepemilikan Institutional (-), Tingkat Suku Bunga (-), Pertumbuhan Pasar (+), Profitabilitas (-), Pembayaran Dividen (+), Ukuran Perusahaan (+)), Terhadap Nilai Perusahaan (Kepemilikan Institutional (-), Tingkat Suku Bunga (-), Pertumbuhan Pasar (+), Profitabilitas (+), Pembayaran Dividen (+), Ukuran Perusahaan (+), Pangsa Pasar Relatif (+), Leverage (-))

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

2.6 Hubungan Empiris dan Penelitian Terdahulu Antara Kepemilikan Saham dengan Kinerja Keuangan Perusahaan

2.6.1 Kepemilikan Saham Oleh Institusi Atau Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Bergloff dan Perotti (2002) berpendapat bahwa kepemilikan saham oleh perusahaan atau institusi baik keuangan maupun non-keuangan akan berpengaruh positif bagi perusahaan dikarenakan perusahaan tersebut bertindak sebagai pemasok, pembeli, kreditor ataupun rekan bisnis (Gedajlovic dan Shapiro, 2003). Kepadatan jaringan baik jaringan bisnis, modal, ataupun utang ini menyebabkan penyimpangan tindakan manajemen dari keinginan pemegang saham dapat dideteksi dengan cepat (Gedajlovic dan Shapiro, 2003). Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa kepemilikan saham oleh perusahaan atau institusi baik keuangan maupun nonkeuangan berpengaruh positif bagi kinerja perusahaan. Rahadian (2008) berpendapat bahwa pengaruh kepemilikan saham institusional terhadap

kinerja dipengaruhi oleh orientasi investasi institusi tersebut. Investor institusional yang berorientasi jangka pendek akan mengurangi kinerja perusahaan, sedangkan investor institusional yang berorientasi jangka panjang mampu mendorong kinerja perusahaan (Rahadian, 2008).

Chaganti dan Damanpour (1991) melakukan penelitian pada 40 industri manufaktur di Amerika Serikat yang masing-masing industri diwakili oleh dua perusahaan dari tahun 1983 sampai dengan 1985 dan berkesimpulan bahwa kepemilikan saham institusional dari eksternal perusahaan berpengaruh positif pada kinerja perusahaan yang efeknya dimoderatkan positif oleh kepemilikan saham oleh eksekutif perusahaan. Morck, Nakamura, dan Shivdasani (2002) dalam penelitiannya terhadap perusahaan manufaktur yang *listing* di *Tokyo Stock Exchange* pada tahun 1986, berpendapat bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan sementara kepemilikan saham oleh bank berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan namun bersifat *non-linear*. Gedajlovic dan Shapiro (2002), dalam penelitian pada 334 perusahaan *listing* di Jepang dari tahun 1986 sampai dengan 1991, berkesimpulan bahwa konsentrasi kepemilikan, kepemilikan saham oleh perusahaan nonkeuangan, dan kepemilikan saham oleh perusahaan keuangan berhubungan positif terhadap *Return on Assets* perusahaan. Mir dan Nishat (2004) menyimpulkan bahwa *Return on Assets* perusahaan dipengaruhi secara negatif oleh kepemilikan saham institusional keuangan dan positif oleh kepemilikan keluarga dan perusahaan-perusahaan industrial, *Return on Equity* dipengaruhi secara positif oleh kepemilikan keluarga dan positif oleh kepemilikan perusahaan industrial, serta nilai perusahaan (Q) yang dipengaruhi secara positif oleh kepemilikan perusahaan industrial. Pada penelitian di dalam negeri, Soebiantoro dan Sujoko (2007) berkesimpulan bahwa kepemilikan saham institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

2.6.2 Konsentrasi Kepemilikan terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Menurut teori agensi, kepemilikan yang terkonsentrasi dapat mengurangi masalah agensi sehingga berpengaruh positif pada kinerja perusahaan (Lee, 2008).

Namun kepemilikan yang terlalu terkonsentrasi mampu memberikan pengaruh yang negatif pada kinerja perusahaan yang diakibatkan adanya ekspropriasi dari hak-hak pemegang saham minoritas dan juga sangat terbatasnya pergerakan manajemen (Lee, 2008).

Fukao (1999) menyatakan bahwa rendahnya rasa memiliki perusahaan oleh manajer tingkat atas menyebabkan manajer cenderung mengurangi fungsi pengendalian mereka terhadap biaya-biaya perusahaan. Hal tersebut diakibatkan oleh insentif manajemen tingkat atas yang kurang menarik atau tidak biasa bagi mereka (Gedajlovic dan Shapiro, 2003). Hal tersebut dapat diperburuk dengan kurangnya pengendalian oleh pasar. Pemegang saham juga memiliki motivasi dan insentif tersendiri dalam mengendalikan perusahaan. Dengan demikian kepemilikan blok saham mampu memberikan fungsi pengendalian terhadap kinerja manajemen di dalam perusahaan yang secara tidak langsung juga mempengaruhi kinerja perusahaan.

Lins (2003), dalam penelitiannya terhadap lebih dari 2000 perusahaan yang *listing* pada pasar modal di negara-negara berkembang tahun 1995, menyimpulkan bahwa kepemilikan blok saham oleh pihak non-manajemen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan yang diproksikan oleh *Tobin's Q*. Earle et al (2004) melakukan penelitian pada semua perusahaan yang *listing* di pasar modal Hungaria dari tahun 1996 hingga tahun 2000 dan berkesimpulan bahwa hanya persentase kepemilikan oleh pemegang saham terbesar dan terbesar kedua saja yang berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Mir dan Nishat (2004) juga melakukan penelitian yang hampir serupa pada 284 perusahaan *listing* di pasar modal Pakistan hanya pada tahun 2003 dan berkesimpulan bahwa kepemilikan saham oleh blockholder mempengaruhi secara negatif *ROE* dan nilai *Q* perusahaan. Lee (2008), pada penelitian untuk perusahaan terbuka di Korea dari tahun 2000 hingga 2006, berpendapat bahwa hubungan antara konsentrasi kepemilikan dengan kinerja perusahaan bersifat *hump-shaped* atau positif ketika persentase kepemilikan kecil dan negatif ketika persentase kepemilikan besar.

2.6.3 Kesimpulan Penelitian Terdahulu

Berikut ini adalah tabel yang meringkas hasil penelitian-penelitian terkait terdahulu:

Tabel 2.2
Penelitian Terdahulu Tentang Hubungan Antara Kepemilikan Saham dan Kinerja Keuangan Perusahaan

No	Peneliti	Tahun	Variabel Independent	Variabel Dependent	Variabel Yang Signifikan
Penelitian di Luar Negeri					
1	Chaganti dan Damanpour	1991	% of Stock Owned by Outside Institutions	Debt-Equity Ratio (Capital Structure), ROE, ROA, Price-Earning Ratio (Corporate Performance)	% of Stock Owned by Outside Institutions (-) terhadap Debt-Equity Ratio, ROA, dan (+) terhadap Price-Earning Ratio
2	D'Souza, Megginson, & Nash	2001	% State Ownerships, % Foreign Ownerships, % Employee Ownerships	Net Income/Sales (Return On Sales), Sales/Employee (Sales Efficiency), Sales/GDP (Real Sales), Debt/Assets (Leverage), Total Employment, Capital Expenditure (Investment)	% State Ownerships to Real Sales (-) and Total Employment (-); %Foreign Ownerships to Sales Efficiency (+) and Total Employment; %Employee Ownerships to Return On Sales (-) and Capital Expenditure (+)
3	Morck, Nakamura, & Shivdasani	2002	% of Shares Owned by Bank, % of Shares Owned by Management, Corporate Block Holder Ownerships	Tobin's Q	% of Shares Owned by Bank (-) bersifat Non Linear, % of Shares Owned by Management (+), Corporate Block Holder Ownerships (+)
4	Gedajlovic dan Shapiro	2002	Ownships by Five Largest Blockholders, Ownships by Nonfinancial Institutions, Ownships by Financial Institutions	Return on Assets (ROA)	Ownships by Five Largest Blockholders (+), Ownships by Nonfinancial Institutions (+), Ownships by Financial Institutions (+)
5	Lins	2003	Management Block Holder Ownships, Non-Management Block Holder Ownships	Tobin's Q	Management Block Holder Ownships (-) apabila kepemilikan manajemen diantara 20% dan 50%, Non-Management Block Holder Ownships (+)
6	Earle, Kucsera, & Telegdy	2004	Ownships by Largest Block Holder, Ownships by Two Largest Block Holder, Ownships by Three Largest Block Holder, Ownships by All Block Holders	Return on Equity (ROE), Operating Efficiency (OE)	Ownships by Largest Block Holder (+), Ownships by Two Largest Block Holder (+)

7	Mir dan Nishat	2004	CEO Dummy, Number of Board Member, % of External Director, % of Stock Owned by All Blockholder, % of Block of Stock Owned by Financial Institutions, % of Block of Stock Owned by Family or Individual, % of Block of Stock Owned by Industrial Firms, Firm Size, Firm Leverage, Firm Risk Beta.	Tobin's Q, Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE)	CEO Dummy (-), % of Stock Owned by All Blockholders (-) Terhadap ROE dan Q, % of Block of Stock Owned by Financial Institutions (-) terhadap ROA, % of Block of Stock Owned by Family or Individual (+) terhadap ROA dan ROE, % of Block of Stock Owned by Industrial Firms (+) terhadap ROA dan (-) terhadap ROE dan Q, Firms Size (+), Firm Leverage (-)
8	Lee	2008	% of Shares Owned by Controlling Shareholders, % Foreign Ownerships, % Institutional Ownerships, Log Sales or Log Assets (Size), Equity to Asset Ratio or Liabilities/Equity(Leverage), Current Assets/Current Liabilities (Liquidity), Beta (Systematic Risk), Inventory/Total Assets (Control of Business Cycle), Business Cycle Dummy, Industry Dummy	Net Income/Total Asset (NIA), Ordinary Income/Total Asset (OIA)	% of Shares Owned by Controlling Shareholders (hump shaped), Log Sales or Assets (Size) (+), Equity to Asset Ratio (-) pada NIA or Liabilities to Equity Ratio (+) pada OIA, Current Assets/Current Liabilities (Liquidity) (+)
Penelitian Di Dalam Negeri					
9	Soebiantoro dan Sujoko	2007	Struktur Kepemilikan (Kepemilikan Institutional, Kepemilikan Manajerial), Faktor Eksternal (Tingkat Suku Bunga, Keadaan Pasar Modal, Pertumbuhan Pasar), Faktor Internal (Profitabilitas, Pembayaran Dividen, Ukuran Perusahaan, Pangsa Pasar Relatif)	Total Utang/(Total Utang+Total Ekuitas), Ratio Perubahan Nilai Saham t+1 Dengan Nilai Buku Saham Tahun T	Terhadap Leverage (Kepemilikan Institutional (-), Tingkat Suku Bunga (-), Pertumbuhan Pasar (+), Profitabilitas (-), Pembayaran Dividen (+), Ukuran Perusahaan (+)), Terhadap Nilai Perusahaan (Kepemilikan Institutional (-), Tingkat Suku Bunga (-), Pertumbuhan Pasar (+), Profitabilitas (+), Pembayaran Dividen (+), Ukuran Perusahaan (+), Pangsa Pasar Relatif (+), Leverage (-))

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

2.7 Hubungan Empiris dan Penelitian Terdahulu Antara Rasio Utang di Dalam Struktur Modal dengan Kinerja Keuangan Perusahaan

Sesuai dengan Teori M&M *Proposition II*, perusahaan dapat mengambil untung dari penggunaan utang karena efek dari *debt tax-shield*. Hal ini menyebabkan penelitian-penelitian pada umumnya mengindikasikan bahwa penggunaan utang mempengaruhi pergerakan dan kinerja perusahaan sehingga mempengaruhi arus kas perusahaan yang menggunakan utang, baik menambah atau mengurangi, dibandingkan dengan perusahaan yang hanya menggunakan pendanaan dari ekuitas atau saham (Majumdar dan Chhibber, 1999).

Ada beberapa pendekatan mengenai pengaruh penggunaan utang terhadap kinerja perusahaan. Myers dan Majluf (1984) mengemukakan pandangan pertama yaitu pendekatan *incentive signalling*. Apabila ada dua perusahaan yang memiliki prospek namun hanya diketahui oleh manajemen bukan oleh pemegang saham, penerbitan utang akan menandakan prospek perusahaan tersebut dan penerbitan saham justru akan memberikan tanda negatif kepada pemegang saham (Myers dan Majluf, 1984 dalam Majumdar dan Chhibber, 1999). Dengan demikian, pendanaan dengan utang hanya dimiliki oleh perusahaan yang berprospek cerah. Hal ini menyebabkan penggunaan utang yang tinggi terkait dengan kinerja perusahaan yang tinggi (Majumdar dan Chhibber, 1999).

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan pendekatan lain yaitu pendekatan keterbatasan sumber daya. Ketika mengalami keterbatasan sumber daya, maka perusahaan akan melakukan pendanaan baik dengan saham ataupun dengan utang. Pendekatan ini mengatakan bahwa pendanaan dengan saham akan mengurangi *profit sharing* antara manajer-pemilik, kemudian insentif *entrepreneurial*, dan akhirnya mengurangi motivasi kerja. Penggunaan utang menghindari pengurangan insentif sehingga manajer dan pemilik akan mengambil manfaat dari peningkatan keuntungan perusahaan yang secara langsung akan meningkatkan motivasi kerja mereka. Dengan demikian, penggunaan utang akan memberikan dampak positif bagi kinerja perusahaan (Majumdar dan Chhibber, 1999).

Beberapa teori lain mengatakan bahwa penggunaan utang akan memberikan kesempatan kepada pasar untuk mengetahui lebih dalam mengetahui strategi perusahaan, kualitas proyek yang diambil, dan dampaknya pada kinerja perusahaan. Pengaruh campur tangan pasar tercermin dalam nilai perusahaan. Jensen (1989) berpendapat bahwa semakin ketatnya pengendalian pasar serta risiko *default* akan memacu kinerja manajer (Majumdar dan Chhibber, 1999). Grossman dan Hart (1986) mengemukakan pendapat dimana pendanaan utang akan menyebabkan manajer untuk selalu membuat kebijakan yang menguntungkan bagi perusahaan demi menghasilkan kas untuk pengembalian atas utang tersebut. Dengan kata lain, pendanaan utang akan menyebabkan peningkatan penciptaan arus kas perusahaan (Majumdar dan Chhibber, 1999).

Namun Baysinger dan Hoskisson (1989) mengatakan bahwa penggunaan utang berhubungan negatif dengan inovasi perusahaan yang ditandai dengan beban *R & D* (Majumdar dan Chhibber, 1999). Hal ini dikarenakan *debt holder* cenderung menghindari risiko daripada pemegang saham, sehingga perusahaan semakin sulit untuk berinovasi. Dalam jangka panjang, hal ini mampu mengurangi kinerja perusahaan.

Sama seperti penelitian-penelitian terdahulu pada hubungan antara kepemilikan saham kinerja perusahaan dan tingkat utang, kesimpulan yang dihasilkan berbeda-beda antar satu penelitian dengan penelitian yang lain. Majumdar dan Chhibber (1999), yang menggunakan 1000 perusahaan yang *listing* di India dari tahun 1988 hingga 1994, berpendapat bahwa tingkat utang yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan dengan *Return on Equity (ROE)*. Syriopoulos et al (2007), yang menggunakan 166 perusahaan yang *listing* di *Athena Stock Exchange (ASE)* dari tahun 2001 hingga 2004 sebagai sampel, menghasilkan kesimpulan bahwa pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi, tingkat utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sementara pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah, tingkat utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan Lee (2008) menghasilkan kesimpulan bahwa *Equity to Asset Ratio (EAR)* berpengaruh positif terhadap *Net Income to Asset Ratio (NIA)* namun *Liabilities to Equity Ratio (LER)* berpengaruh negatif

terhadap *Ordinary Income to Asset Ratio (OIA)*. Dari penelitian di dalam negeri, Soebiantoro dan Sujoko (2007) berkesimpulan bahwa tingkat utang perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

2.7.1 Kesimpulan Penelitian Terdahulu

Berikut ini adalah tabel yang merangkum hasil penelitian-penelitian terdahulu:

Tabel 2.3
Hasil Penelitian Tentang Hubungan Antara Tingkat Utang Atau Struktur Modal Dengan Kinerja Keuangan Perusahaan

No	Peneliti	Tahun	Variabel Independent	Variabel Dependent	Variabel Yang Signifikan
Penelitian Di Luar Negeri					
1	Majumdar dan Chibber	1999	Debt to Equity Ratio (Capital Structure)	Return on Equity (ROE) or Return on Net Worth	Debt to Equity Ratio (Capital Structure) (-)
2	Syriopoulos, Tsatsaronis, & Roupis	2007	Total Debt/Total Assets (Leverage), Total Dividend/Total Assets (Dividend), % Equity Proportion Held by Main Shareholders, % Equity Proportion Held by BOD or Management	Tobin's Q (Firm Performance or Firm Value)	Total Debt/Total Assets (Leverage)((-) pada high growth firm dan (+) pada low growth firm), Total Dividend/Total Assets (Dividend) (+) di dua kelompok perusahaan, % Equity Proportion Held by Main Shareholders (+) di dua kelompok perusahaan, % Equity Proportion by BOD or Management (+) di dua kelompok perusahaan
3	Lee	2008	% of Shares Owned by Controlling Shareholders, Foreign Ownerships, Institutional Ownerships, Log Sales or Log Assets (Size), Equity to Asset Ratio or Liabilities/Equity(Leverage), Current Assets/Current Liabilities (Liquidity), Beta (Systematic Risk), Inventory/Total Assets (Control of Business Cycle), Business Cycle Dummy, Industry Dummy	Net Income/Total Asset (NIA), Ordinary Income/Total Asset (OIA)	% of Shares Owned by Controlling Shareholders (hump shaped), Log Sales or Assets (Size) (+), Equity to Asset Ratio (-) pada NIA or Liabilities to Equity Ratio (+) pada OIA, Current Assets/Current Liabilities (Liquidity) (+)
Penelitian di Dalam Negeri					

4	Soebiantoro dan Sujoko	2007	Struktur Kepemilikan (Kepemilikan Institutional, Kepemilikan Manajerial), Faktor Eksternal (Tingkat Suku Bunga, Keadaan Pasar Modal, Pertumbuhan Pasar), Faktor Internal (Profitabilitas, Pembayaran Dividen, Ukuran Perusahaan, Pangsa Pasar Relatif)	Total Utang/(Total Utang+Total Ekuitas), Ratio Perubahan Nilai Saham t+1 Dengan Nilai Buku Saham Tahun T	Terhadap Leverage (Kepemilikan Institutional (-), Tingkat Suku Bunga (-), Pertumbuhan Pasar (+), Profitabilitas (-), Pembayaran Dividen (+), Ukuran Perusahaan (+), Terhadap Nilai Perusahaan (Kepemilikan Institutional (-), Tingkat Suku Bunga (-), Pertumbuhan Pasar (+), Profitabilitas (+), Pembayaran Dividen (+), Ukuran Perusahaan (+), Pangsa Pasar Relatif (+), Leverage (-))
---	------------------------	------	--	--	---

Sumber : Hasil Olah Penulis, 2009.

2.8 Pengembangan Hipotesis dan Kerangka Penelitian

2.8.1 Pengembangan Hipotesis

McEachern (1975) berpendapat bahwa manajemen pada perusahaan yang sahamnya mayoritas dipegang oleh institusi atau perusahaan dari eksternal perusahaan, baik keuangan maupun non-keuangan, akan cenderung berhati-hati terhadap risiko dan mengedepankan efisiensi pendanaan (Chaganti dan Damanpour, 1991). Pendapat tersebut diperkuat dengan pendapat dari Rahadian (2008) yang berpendapat bahwa investor institusional cenderung menghindari risiko karena jumlah investasi mereka umumnya besar. Dengan demikian penambahan kepemilikan saham oleh institusi atau perusahaan, baik keuangan atau nonkeuangan, justru akan menurunkan rasio utang perusahaan.

Sementara Herman (1981) menyatakan bahwa perusahaan yang sahamnya mayoritas dipegang oleh institusi atau perusahaan dari eksternal perusahaan umumnya akan berusaha mengoptimalkan tingkat risiko perusahaan, berbeda dengan keinginan manajemen yang cenderung menghindari risiko demi keamanan kerja (Chaganti dan Damanpour, 1991). Mehran (1992) dan Wu (2004) berpendapat bahwa perusahaan yang sahamnya mayoritas dikendalikan oleh perusahaan dan institusi keuangan baik bank ataupun non-bank akan lebih leluasa mendapatkan pendanaan utang. Selain itu, perusahaan keuangan tersebut juga leluasa melakukan pengawasan dan intervensi. Hal tersebut menyebabkan

penambahan kepemilikan oleh institusi atau perusahaan akan menyebabkan peningkatan rasio utang perusahaan.

Hipotesis yang dapat dibangun dari dua pendapat tersebut adalah:

- **H1a : Persentase kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan mempengaruhi secara positif atau negatif rasio utang di dalam struktur modal perusahaan.**
- **H1b : Persentase kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan mempengaruhi secara positif atau negatif rasio utang di dalam struktur modal perusahaan.**

Konsentrasi kepemilikan kepada pemegang blok saham umumnya berpengaruh secara variatif terhadap tingkat utang perusahaan. Perusahaan yang sahamnya terkonsentrasi umumnya berusaha untuk menggunakan pendanaan utang sampai titik optimum. Hal tersebut menyebabkan peningkatan konsentrasi kepemilikan menyebabkan peningkatan rasio utang perusahaan.

Namun beberapa pandangan seperti yang searah dengan kesimpulan penelitian Abor dan Biekpe (2006) menyatakan bahwa pemegang saham mayoritas tidak menyukai risiko karena jumlah investasi mereka yang besar. Hal tersebut menyebabkan tingkat utang berkurang seiring dengan peningkatan konsentrasi kepemilikan.

Hipotesis yang dapat dibangun dari dua pendapat tersebut adalah:

- **H2 : Konsentrasi kepemilikan saham mempengaruhi secara negatif atau positif rasio utang di dalam struktur modal perusahaan.**

Kepemilikan saham oleh institusi dan perusahaan, baik keuangan maupun non keuangan, umumnya berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan karena umumnya pemegang saham institusional tersebut juga berperan sebagai kreditor, pemasok, atau rekan perusahaan. Kepadatan jaringan bisnis tersebut menyebabkan penyimpangan manajemen mampu dikoreksi dengan cepat. Namun, Rahadian (2008) menyatakan hubungan kepemilikan saham institusional dengan kinerja perusahaan dipengaruhi oleh motivasi investor tersebut. Investor yang berorientasi jangka panjang akan mempengaruhi secara positif kinerja perusahaan sementara

pendek justru akan menekan kinerja perusahaan (Rahadian, 2008). Hipotesis yang dapat dibangun adalah:

- **H3a : Persentase kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan mempengaruhi secara positif atau negatif kinerja keuangan perusahaan.**
- **H3b : Persentase kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan mempengaruhi secara positif atau negatif kinerja keuangan perusahaan.**

Menurut teori agensi, kepemilikan yang terkonsentrasi dapat mengurangi masalah agensi karena memberikan fungsi pengendalian bagi manajemen sehingga berpengaruh positif pada kinerja perusahaan. Namun kepemilikan yang terlalu terkonsentrasi mampu memberikan pengaruh yang negatif pada kinerja perusahaan yang diakibatkan adanya ekspropriasi dari hak-hak pemegang saham minoritas dan juga sangat terbatasnya pergerakan manajemen (Lee, 2008). Hipotesis yang dapat dibangun adalah:

- **H4 : Konsentrasi kepemilikan saham mempengaruhi secara positif atau negatif kinerja keuangan perusahaan.**

Perusahaan yang menggunakan utang umumnya sering diindikasikan sebagai perusahaan yang memiliki prospek baik karena berani meningkatkan risiko. Selain itu, pengendalian oleh kreditor mampu memicu motivasi manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Namun, di lain sisi, kreditor cenderung menghindari peningkatan risiko, sehingga hal ini mampu menekan inovasi perusahaan yang pada jangka panjang mampu menekan kinerja perusahaan (Majumdar dan Chibber, 1999). Hipotesis yang dapat dibangun adalah

- **H5 : Rasio utang di dalam struktur modal mempengaruhi secara positif atau negatif kinerja keuangan perusahaan.**

2.8.2 Kerangka Penelitian

Peran manajemen dalam pengelolaan perusahaan memiliki beberapa kekurangan dan kelebihan. Kelebihannya adalah terfokusnya pengelolaan pada

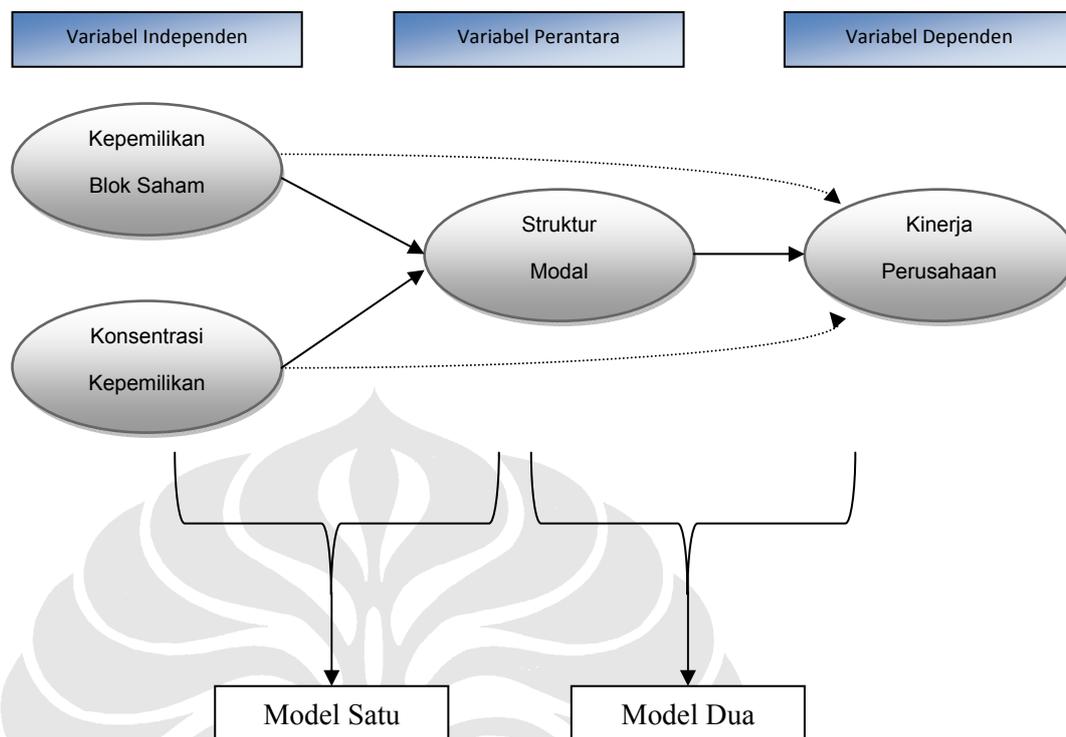
bagian atau departemen yang dikelola sehingga keputusan-keputusan yang dibuat akan memberikan nilai tambah bagi bagian tersebut. Kekurangan utama mempekerjakan manajemen adalah masalah agensi. Masalah agensi timbul apabila manajemen membuat keputusan bertujuan di luar mensejahterakan pemilik atau pemegang saham, misalnya memperkaya diri. Masalah agensi ini dapat menjadi masalah serius apabila tidak ada pengendalian dan pengawasan dari pemilik atau pemegang saham, dalam hal ini manajemen seakan tidak memiliki batasan dalam membuat keputusan-keputusan. Masalah agensi dapat dikurangi dengan berbagai cara, salah satunya adalah kepemilikan blok saham atau pemilik saham mayoritas di dalam struktur kepemilikan perusahaan.

Perkembangan pasar modal ternyata memicu perkembangan berbagai jenis pendanaan yang dapat dipakai oleh perusahaan dalam mendanai aktivitas atau proyek-proyeknya. Selain saham, perusahaan dapat mendapatkan pendanaan utang dari pasar modal dalam bentuk obligasi. Walaupun lebih mudah dibandingkan dengan penerbitan saham, penggunaan utang ternyata dapat meningkatkan risiko perusahaan terutama risiko keuangan (*financial risk*). Jumlah risiko mau ditanggung oleh perusahaan akibat penggunaan utang ini umumnya ditentukan oleh manajemen. Namun masalah agensi menyebabkan keinginan manajemen berbeda dengan keinginan pemilik perusahaan.

Penggunaan utang sebagai sumber pendanaan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Beberapa pandangan mengatakan bahwa penggunaan utang mampu memicu peningkatan kinerja perusahaan karena pendanaan utang menandakan prospek cerah perusahaan dan mampu meningkatkan pengawasan pasar atas perusahaan. Pandangan lain mengatakan bahwa penggunaan pendanaan utang mampu menekan inovasi perusahaan yang pada jangka panjang menekan kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan karena kreditor atau *debt holder* cenderung menghindari risiko dibandingkan pemegang saham.

Berdasarkan hubungan-hubungan tersebut, penelitian ini mencoba mencari tahu pengaruh kepemilikan blok saham dan konsentrasi kepemilikan terhadap struktur modal dan dampaknya terhadap kinerja perusahaan. Secara keseluruhan kerangka berpikir dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

Gambar 2.1
Kerangka Berpikir Penelitian



Sumber : Hasil Olah Sendiri, 2009.

Secara umum, penelitian ini mencoba mengukur pengaruh kepemilikan blok saham institusional baik keuangan maupun non-keuangan serta kepemilikan asing terhadap kinerja perusahaan. Namun pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat diperantarai oleh variabel perantara atau *intervening*, yang dalam penelitian ini adalah struktur modal. Dengan demikian, pengujian pengaruh variabel bebas terhadap variabel perantara dan pengujian variabel bebas serta perantara terhadap variabel terikat dilakukan terpisah.