

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Ekspansi perusahaan umumnya dipandang sebagai salah satu indikator keberhasilan atau kemajuan sebuah perusahaan atau anak perusahaan selain dari meningkatnya jumlah pelanggan.¹ Ekspansi perusahaan biasanya ditandai dengan seringnya perusahaan mengambil proyek-proyek yang bersifat jangka panjang. Namun ekspansi perusahaan ini membutuhkan dana yang tidak sedikit. Setidaknya, manajer keuangan sebuah perusahaan harus “memutar otak” untuk mencari sumber pendanaan yang murah, mudah, namun tidak terlalu membebani perusahaan. Umumnya perusahaan lebih memilih untuk meminjam dana dari pihak eksternal atau berutang, karena sifat utang yang dipandang perusahaan sebagai sumber pendanaan eksternal yang jauh lebih murah dibandingkan dengan menerbitkan saham di pasar modal.

Pengelolaan utang bukanlah hal yang mudah dilakukan. Perusahaan seringkali menghadapi berbagai masalah keuangan akibat menumpuknya utang tersebut. Seringkali utang justru menghambat ekspansi perusahaan itu sendiri. Padahal tujuan awal utang adalah untuk mendanai proyek-proyek jangka panjang atau ekspansi perusahaan tersebut.

Di lain sisi, pemilihan proyek-proyek jangka panjang adalah salah satu dari tiga hal fundamental yang dilakukan oleh perusahaan yang berasal dari tiga pertanyaan dasar (Ross, Westerfield, & Jordan, 2008) yaitu :

1. Investasi jangka panjang apa saja yang akan diambil oleh perusahaan?
2. Dari mana perusahaan mendapatkan pembiayaan jangka panjang untuk proyek tersebut? Dan
3. Bagaimana perusahaan mengelola aktivitas keuangan sehari-hari seperti membayar pemasok dan menagih para pelanggan?

¹ Ibrahimsyah. (2008). Era Gemilang Bakrie Telekom.
<http://www.inilah.com/berita/ekonomi/2008/03/18/18269/era-gemilang-bakrie-telecom/>

Dengan demikian, kita semua dapat mengetahui bahwa pemilihan proyek jangka panjang perusahaan adalah salah satu aspek dasar dari kelangsungan perusahaan di masa depan.

Dengan mengaitkan pendanaan dan proyek tersebut, proyek-proyek dan perusahaan harus memiliki sumber pembiayaan yang memadai. Sumber pembiayaan untuk proyek jangka panjang perusahaan dapat dibagi menjadi dua jenis yaitu pembiayaan internal dan pembiayaan eksternal. Pembiayaan internal berasal dari laba yang ditahan oleh perusahaan atau *retained earnings*, sementara pembiayaan eksternal berasal dari dua jenis yaitu utang atau *debt* dan ekuitas atau *equity*. Fama dan French (1983) berpendapat bahwa seharusnya perusahaan dalam berinvestasi pertama-tama harus menggunakan *internally generated funds* seperti *retained earnings*, lalu ke *safety debt*, *risky debt*, dan terakhir adalah *under duress* (Herlambang, 2004)

Pertimbangan pembiayaan ini menjadi sangat penting pada perusahaan yang senantiasa memiliki proyek-proyek jangka panjang atau yang memiliki jumlah aset tetap dalam jumlah yang sangat besar. Hal ini cenderung terdapat pada perusahaan-perusahaan yang bergerak pada sektor non-keuangan, khususnya pada sektor tertentu seperti manufaktur dan properti, karena pada perusahaan itulah proyek-proyek jangka panjang cenderung menjadi bagian yang tidak terpisahkan dari kegiatan operasional sehari-hari.

Pertimbangan akan pendanaan melalui utang biasanya secara langsung mempengaruhi struktur modal perusahaan atau bauran modal perusahaan. Dengan demikian seseorang manajer keuangan perlu mengetahui berbagai macam faktor yang mampu mempengaruhi perusahaan dalam mengambil jumlah utang yang tepat atau untuk menentukan bauran modal (*capital mix*) yang optimal.

Walaupun pembiayaan hutang jauh lebih murah daripada pembiayaan eksternal dalam bentuk penerbitan saham, perusahaan perlu mempertimbangkan jumlah utang yang optimal yang dapat ditanggung oleh perusahaan. Pentingnya perusahaan untuk menentukan jumlah utang optimal yang dapat digunakan perusahaan sangat membantu perusahaan untuk menghindari *financial distress*. Bagi investor yang memiliki portofolio yang terdiversifikasi dengan baik, risiko bangkrut tidaklah terlalu berpengaruh bagi investasi mereka. Sehingga, investor

yang memiliki portofolio yang terdiversifikasi dengan baik akan cenderung memilih perusahaan yang memiliki jumlah utang yang besar di dalam struktur modal mereka (Abor dan Biekpie, 2006).

Tingkat utang, langsung atau tidak langsung, dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Majumdar dan Chibber (1999) berpendapat bahwa masalah yang sering terjadi pada negara berkembang adalah lembaga-lembaga kreditor umumnya tidak mampu mengevaluasi calon peminjam dengan benar sehingga utang justru akan mengurangi kinerja risiko karena tingginya risiko. Penurunan kinerja juga diakibatkan tidak efektifnya pengawasan dari kreditor. Salah satu perusahaan yang sering melakukan pinjaman adalah perusahaan yang terancam kesulitan keuangan karena kerugian yang besar dan beruntun. Apabila pengawasan dari kreditor kurang dan peminjam tidak mampu menggunakan utang tersebut untuk perbaikan operasional, maka utang justru akan semakin menekan kinerja keuangan perusahaan.

Pendanaan melalui utang juga dapat menimbulkan konflik antara kreditor dengan pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa konflik antara kreditor dengan pemegang saham merupakan salah satu konflik yang terjadi di perusahaan selain konflik antara pemegang saham dengan manajer (Abor dan Biekpie, 2006). Ketika investasi perusahaan mengalami kegagalan, pemegang saham relatif lebih aman dari pemegang obligasi perusahaan karena sifat tanggung jawab pemegang saham perusahaan yang terbatas. Dengan kata lain, pemegang obligasi perusahaan lebih menanggung kerugian dari kegagalan tersebut karena utang perusahaan akan mengalami *default* (Abor dan Biekpie, 2006). Sedangkan apabila investasi perusahaan sukses, kreditor tetap dibayar dalam jumlah yang tetap sedangkan pemegang saham perusahaan akan mendapatkan pengembalian yang lebih sebagai akibat dari peningkatan profitabilitas perusahaan. Barnea, Haugen, dan Senbet dalam penelitiannya tahun 1980 berpendapat bahwa masalah agensi yang terkait dengan informasi asimetris, insentif risiko manajerial dan pemegang saham, dan hilangnya kesempatan pertumbuhan dapat diselesaikan dengan mengubah *maturity* dan *call provision* dari utang. Contohnya, adalah memperpendek struktur jatuh tempo dari utang dan kemampuan untuk *call* utang sebelum jatuh tempo dapat mengurangi biaya agensi

dari *underinvestment* dan pergeseran risiko. Kedua fitur ini dapat menyelesaikan masalah agensi (Abor dan Biekie, 2006)

Sampai saat ini sudah banyak terdapat penelitian yang meneliti faktor-faktor penentu struktur modal perusahaan. Studi empiris telah banyak dilakukan di berbagai macam negara. Faktor-faktor penentu tingkat utang ini berbeda antara satu penelitian dengan penelitian yang lain. Green dan Tong (2004) berpendapat bahwa struktur perusahaan tergantung pada profitabilitas perusahaan baik untuk tahun ini maupun satu tahun sebelum, ukuran perusahaan, dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Penelitian lain menyebutkan bahwa *nature of business* dan diversifikasi bisnis juga mempengaruhi jenis pembiayaan eksternal yang diambil oleh perusahaan (Kochhar dan Hitt, 2008). Penelitian faktor-faktor penentu struktur modal juga banyak dilakukan di pasar modal pada negara berkembang atau sering disebut *emerging market*, misalnya Pakistan dan Brazil (de Mesquita dan Lara, nd ; Correa et al, 2007; Shah dan Khan, 2007). Penelitian yang mencoba mengukur pengaruh struktur modal terhadap variabel tertentu telah dilakukan oleh Campello (2005) yang menyimpulkan bahwa penggunaan pembiayaan utang secara wajar akan menghasilkan peningkatan *market share* yang diukur oleh peningkatan penjualan sebagai proksi kinerja perusahaan. Campello (2005) juga menyimpulkan bahwa kinerja keuangan perusahaan juga sangat dipengaruhi oleh keunggulan di dalam industri dan konsentrasi industri tersebut. Penelitian tentang faktor-faktor penentu struktur modal, *financial leverage*, dan *rasio utang* juga telah banyak dilakukan di Indonesia. Soebiantoro dan Sujoko (2007) menyimpulkan bahwa *financial leverage* dari sebuah perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan institusional, tingkat suku bunga, profitabilitas perusahaan, pembayaran dividen, dan ukuran perusahaan. Sementara Rudianto, Firdaus, dan Garnia (2007) mencoba mengukur pengaruh struktur aktiva atau aset dan ukuran perusahaan terhadap struktur perusahaan serta mengukur dampaknya pada nilai pasar perusahaan-perusahaan tekstil di Indonesia.

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan eksternal ternyata mempengaruhi kebijakan perusahaan termasuk kebijakan pendanaan. Hal ini berkaitan dengan *agency problem* antara manajemen perusahaan dengan

pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Masalah agensi atau *agency problem* atau *agency conflict* terjadi apabila manajemen membuat keputusan yang tidak meningkatkan kemakmuran pemegang saham atau cenderung mengikuti hasrat mereka sendiri. Untuk mencegah hal tersebut, pemegang saham biasanya mengawasi atau memonitor keputusan-keputusan manajemen perusahaan. Masalah agensi atau konflik agensi biasanya menimbulkan biaya agensi atau *agency cost*. Biaya agensi timbul sebagai akibat dari hubungan antara pemegang saham atau manajer perusahaan dan kreditor perusahaan. Hubungan tersebut dapat digambarkan sebagai hubungan antara *principal* dengan agen. Dalam hal ini, manajer perusahaan bertindak sebagai agen, sementara pemegang saham dan kreditor perusahaan bertindak sebagai *principal*. Agen mungkin dapat memilih untuk tidak memaksimalkan kesejahteraan *principal* (Abor dan Biekie, 2006)

Persentase kepemilikan saham juga mempengaruhi masalah agensi di dalam perusahaan. Pemegang saham yang memegang kendali perusahaan mampu memaksa manajer untuk mengejar tujuan perusahaan yang mampu memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Pemegang saham umumnya cenderung ingin memaksimalkan pengembalian saham mereka sehingga mereka cenderung memaksimalkan pinjaman utang. Sementara manajemen cenderung keamanan dan perlindungan kerja sehingga mereka menginginkan tingkat pinjaman utang yang rendah untuk mengurangi risiko perusahaan. Namun, beberapa pandangan mengatakan bahwa pemegang saham yang didominasi manajemen cenderung menginginkan tingkat risiko yang tinggi sebab bebas dari ancaman penggantian manajemen apabila perusahaan mengalami kinerja negatif. Sementara pemegang saham, terutama pemegang saham institusional, diasumsikan berorientasi kinerja, sehingga cenderung menginginkan tingkat risiko yang rendah untuk menghindari kinerja perusahaan negatif (Chaganti dan Damanpour, 1991).

Dalam penelitian terbaru, masalah agensi umumnya juga disebabkan oleh identitas pemegang saham. Pemegang saham berupa institusi atau perusahaan akan lebih mampu mengawasi perusahaan dengan baik karena sumber daya mereka yang mencukupi untuk melakukan pengawasan tersebut. Kepemilikan saham oleh institusi dan perusahaan juga dapat menggantikan peran kreditor

dalam mengawasi perusahaan. Disamping itu, pemegang saham berupa institusi dan perusahaan umumnya menghindari risiko karena nilai investasi mereka yang sangat besar (Rahadian, 2008). Kedua kondisi tersebut menyebabkan secara langsung kepemilikan saham oleh institusi dapat menekan tingkat utang perusahaan. Selain itu, secara tidak langsung, kepemilikan saham oleh pemegang saham juga meningkatkan kinerja perusahaan. Namun terkait dengan tingkat utang, beberapa penelitian sebelumnya yang diantaranya oleh Mehran (1992) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi keuangan akan mempermudah perusahaan dalam meningkatkan tingkat utang tanpa harus menekan kinerja perusahaan karena kreditor merangkap sebagai pemegang saham.

Penelitian tentang pengaruh kepemilikan saham terhadap struktur modal dan kinerja perusahaan di Indonesia sudah banyak dilakukan terutama untuk sektor non-keuangan. Namun penelitian tentang konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan blok saham oleh institusi atau perusahaan, yang dibagi berdasarkan identitas pemilik saham institusional tersebut, masih belum umum, terutama untuk masing-masing industri. Untuk model penelitian, peneliti mencoba menggunakan model dari Gedajlovic dan Shapiro (2003) yang dimodifikasi dengan model dari La Bruslerie dan Latrous (2007) serta Majumdar dan Chhibber (1997). Hasil penelitian ini diharapkan ini mampu mengetahui pengaruh kepemilikan saham, khususnya kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan dan perusahaan nonkeuangan, terhadap struktur modal dan kinerja keuangan perusahaan serta pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan.

1.2 Rumusan Masalah

Proyek-proyek jangka panjang seringkali membutuhkan pendanaan dari luar baik itu dengan utang ataupun dengan penerbitan saham baru. Terkait dengan isu tatakelola perusahaan, keputusan pendanaan ini juga harus memaksimalkan nilai perusahaan dan mendorong kinerja perusahaan, tidak hanya sesuai dengan keinginan manajemen. Berkaitan dengan hal tersebut, masalah yang menjadi sumber penelitian ini adalah sebagai berikut ini :

1. Apakah kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan?
2. Apakah kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan?
3. Apakah konsentrasi kepemilikan saham mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan?
4. Apakah kepemilikan blok saham oleh institusi keuangan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan?
5. Apakah kepemilikan blok saham oleh perusahaan nonkeuangan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan?
6. Apakah konsentrasi kepemilikan saham mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan?
7. Apakah struktur modal perusahaan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Berkaitan dengan rumusan masalah yang telah dijabarkan sebelumnya, maka tujuan penelitian ini adalah:

1. Menganalisis pengaruh kepemilikan blok saham institusional keuangan terhadap struktur modal perusahaan,
2. Menganalisis pengaruh kepemilikan blok saham perusahaan nonkeuangan terhadap struktur modal perusahaan
3. Menganalisis pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap struktur modal perusahaan,
4. Menganalisis pengaruh hubungan kepemilikan blok saham institusional keuangan terhadap kinerja keuangan perusahaan,
5. Menganalisis pengaruh hubungan kepemilikan blok saham perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan,
6. Menganalisis pengaruh hubungan konsentrasi kepemilikan saham terhadap kinerja keuangan perusahaan,
7. Menganalisis dampak struktur modal perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan mampu menambah jenis penelitian tentang struktur modal di Indonesia sebab penelitian serupa jarang sekali dilakukan sebelumnya karena umumnya para peneliti hanya mencari dampak kepemilikan saham institusional terhadap kinerja atau struktur modal tanpa membagi investor institusional tersebut berdasarkan industri keuangan dan nonkeuangan. Berikut ini adalah manfaat lain untuk pembaca :

- Sejauh mana masalah agensi terjadi di Indonesia khususnya pada perusahaan manufaktur di Indonesia.
- Mengetahui pengaruh identitas pemegang saham terhadap tingkat utang dan kinerja perusahaan.

Sementara manfaat bagi manajemen perusahaan adalah:

- Mengetahui pengaruh pendanaan dengan utang terhadap kinerja perusahaan. Hal ini bertujuan untuk membuktikan pandangan-pandangan bahwa perusahaan yang mengganggu utang terlalu besar umumnya tidak sehat dan mengalami kesulitan keuangan

1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Untuk jumlah periode yang akan diteliti adalah sebanyak 5 tahun atau dari tahun 2003 hingga tahun 2007. Selama lima tahun tersebut, peneliti mencari jumlah masing-masing variable tersebut dari sumber-sumber yang tersedia. Sementara untuk *sample*, penulis memilih perusahaan-perusahaan non-keuangan khususnya manufaktur yang sudah listing di BEI dari tahun 2003 hingga tahun 2007. Penulis tidak menggunakan perusahaan keuangan sebab penghitungan struktur modal pada perusahaan keuangan, misalnya perbankan, berbeda dengan perusahaan non-keuangan. Data-data penelitian didapatkan dari sumber-sumber tertentu, misalnya laporan keuangan yang tersedia di Bursa Efek Indonesia, *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), dan *OSIRIS*.

1.7 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan penelitian ini adalah sebagai berikut :

I. BAB I. Pendahuluan :

Pada pendahuluan peneliti membahas latar belakang peneliti mengadakan penelitian ini. Selain itu peneliti juga menjelaskan rumusan masalah dan tujuan penelitian yang menjadi inti dari penelitian ini. Peneliti juga membahas manfaat hasil penelitian ini. Pada akhir bab, peneliti membahas dan mendeskripsikan sistematika penelitian.

II. BAB II. Tinjauan Literatur

Pada bab ini, peneliti membahas teori-teori yang melandasi penelitian ini. Peneliti juga membahas penelitian-penelitian terdahulu yang hampir serupa dengan penelitian ini. Dari teori tersebut, peneliti menarik hipotesa-hipotesa yang menjadi dasar penelitian.

III. BAB III. Metodologi Penelitian

Pada metodologi penelitian, peneliti menjabarkan kerangka berpikir dari penelitian ini. Selain itu, peneliti juga memaparkan pemilihan sampel, model penelitian, variabel penelitian, operasionalisasi variabel, dan pembahasan proses statistik yang akan dilakukan oleh peneliti agar penelitian ini tidak bias.

IV. BAB IV. Analisa dan Pembahasan Hasil

Bab ini akan berisi tentang proses pengolahan data yang telah dijabarkan pada bab sebelumnya. Dalam proses pengolahan data, peneliti menggunakan berbagai perangkat statistik yang relevan.

V. BAB V. Penutup

Bab terakhir ini akan berisi kesimpulan yang memaparkan secara singkat hasil penelitian ini. Selain itu, peneliti mencoba memberi saran dan beberapa rekomendasi untuk penelitian-penelitian berikutnya.