

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Ciri utama korporasi modern adalah *“the separation of ownership and control”*. Para pemilik perusahaan atau pemegang saham seringkali tidak dapat menjalankan perusahaan mereka secara bersama-sama. Hal ini mendorong pemegang saham untuk menyewa para manajer profesional agar dapat menjalankan perusahaan mereka. Dengan demikian manajemen perusahaan berada di bawah kendali manajer sedangkan para pemegang saham hanya berfungsi mengawasi melalui mekanisme dewan komisaris. Namun pemisahan antara kepemilikan dan kendali perusahaan ini bisa berdampak positif maupun negatif. Salah satu dampak negatifnya adalah apa yang disinyalir oleh Berle and Means (1932: 6-7) yakni, *“The separation of ownerships from control produces a condition where the interest of owner and ultimate manager may, and often do, diverge, and many of the checks which formerly operated to limit the power disappear”*.

Salah satu upaya yang dapat dilakukan untuk menciptakan keselarasan kepentingan (*convergence-interest*) antara para manajer dan pemegang saham adalah dengan memberikan saham kepada para manajer (*managerial ownership*). Dengan ikut memiliki saham perusahaan para manajer diharapkan akan bekerja demi kepentingan pemegang saham yang berarti termasuk manajer itu sendiri. Mekanisme seperti ini sering disebut *convergence-interest hypothesis*. Namun tujuan dan kepentingan para manajer sering kali berbeda dengan para pemegang saham.

Perbedaan tujuan dan kepentingan ini akan semakin kuat manakala prosentase saham yang dimiliki oleh para manajer juga semakin besar.

Dengan semakin kuatnya *bargaining power*, para manajer lalu dapat mengambil tindakan atau kebijakan yang lebih atau hanya menguntungkan mereka tetapi sekaligus merugikan pemegang saham. Fenomena ini sering disebut *managerial entrenchment hypothesis*.

Para *entrenched managers* atau *strong managers* ini bahkan dapat menciptakan semacam kubu atau persekongkolan di antara mereka yang membuat posisi mereka di perusahaan pun menjadi semakin kuat, termasuk kekuatan dalam pengambilan suara (*voting rights*). Selanjutnya, seiring dengan semakin kuatnya posisi mereka di perusahaan, para *entrenched managers* ini sering kali mengambil keputusan keuangan (*financial decisions*) yang lebih menguntungkan mereka tetapi merugikan pemegang saham lainnya. Adanya perbedaan tujuan dan kepentingan antara para manajer dan pemegang saham ini sering disebut sebagai *agency problems* yang dapat berdampak pada turunnya nilai perusahaan.

Berbagai penelitian empiris telah dilakukan untuk menguji apakah para manajer pemegang saham telah mengambil keputusan-keputusan keuangan yang lebih didorong oleh *entrenchment motives* sehingga berdampak pada turunnya nilai perusahaan. Para peneliti yang mempelopori riset empiris di bidang ini adalah Mork, dkk. (1988). Mereka melakukan penelitian terhadap sejumlah perusahaan di Amerika Serikat dan menemukan adanya *entrenchment motives* yang mengakibatkan turunnya nilai perusahaan. Pada awalnya, seiring dengan makin banyaknya para manajer yang memiliki saham atau meningkatnya kepemilikan manjerial mengakibatkan nilai perusahaan mengalami peningkatan atau terjadi *convergence-interest effect*. Namun pada saat level kepemilikan manjerial mencapai 5% hingga 25%, nilai perusahaan justru mengalami penurunan atau terjadi *entrenchment effect*. Ini berarti berbagai keputusan keuangan yang diambil oleh para manajer lebih ditujukan untuk meningkatkan *benefit* bagi

diri sendiri tetapi pada saat yang sama justru merugikan para pemegang saham. Namun ketika level kepemilikan manajerial melebihi 25% terjadi *turning point* dimana nilai perusahaan mulai meningkat atau terjadi lagi *convergence-interest effect*. Dengan demikian pola hubungan antara level kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan adalah terjadinya *convergence-interest effect* pada level kepemilikan rendah, lalu diikuti dengan *entrenchment effect* pada level kepemilikan manajerial yang sedang, dan kembali terjadi *convergence-interest effect* pada level kepemilikan yang tinggi. Para peneliti lain yang juga menemukan pola hubungan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan seperti ini antara lain adalah McConnel dan Servaes (1990), Hermalin dan Weisbach (1991), Davies, dkk.(2005), Benson dan Davidson (2009), dan Zang (2009).

Terbentuknya pola hubungan *convergent-entrenchment-convergent* dalam hubungan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan seperti ini dapat dijelaskan sebagai berikut. Pada awalnya meningkatnya kepemilikan manajerial mendorong terciptanya proses pengambilan keputusan yang menyeleraskan (*convergent*) kepentingan para manajer dan pemegang saham sehingga berimbas pada peningkatan nilai perusahaan. Namun seiring dengan semakin besarnya porsi kepemilikan manajerial dan semakin kuatnya posisi mereka di perusahaan, para manajer mulai mengambil keputusan yang lebih menguntungkan mereka tetapi merugikan pemegang saham lainnya. Tetapi ketika porsi kepemilikan manajerial menjadi sangat besar, apalagi jika mencapai lebih dari 50%, maka masalah keagenan akan hilang dengan sendirinya karena para *wealthy managers* ini sesungguhnya merupakan pemegang saham (mayoritas) yang bekerja demi kepentingan mereka sendiri yang secara otomatis menguntungkan juga pemegang saham lainnya (minoritas) karena berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan. Pola hubungan *convergent-entrenchment-convergent* atau “positif-negatif-

positif' atau "naik-turun-naik" inilah yang kemudian memunculkan hipotesis bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan bersifat nonlinear atau *non-monotonic*. Jika disederhanakan lagi, kepemilikan manajerial berdampak positif terhadap nilai perusahaan pada level kepemilikan manajerial yang rendah (*convergence-interest effect*) tetapi berdampak negatif pada level kepemilikan yang tinggi (*managerial entrenchment effect*).

Namun tidak semua ahli sepakat mengenai adanya *convergence-interest effect* dan *managerial entrenchment effect* dalam hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Demsetz dan Lehn (1985), Cho (1998), Himmelberg, dkk. (1999), dan Demsetz dan Vilallonga (2001) menemukan bukti empiris bahwa tidak ada hubungan signifikan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena telah dibangun *optimal contracting* yang berupaya menciptakan lingkungan kerja sedemikian rupa sehingga para manajer, termasuk manajer yang memiliki saham, bekerja dalam rangka *value maximizing*.

Berbagai penelitian mengenai hubungan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan tersebut dilakukan di negara-negara maju. Namun karena lemahnya penegakkan hukum dan belum berjalannya mekanisme *corporate governance* di negara-negara *emerging market*, masalah keagenan di negara-negara tersebut justru lebih parah lagi (La Porta, dkk. 1998). Dengan menggunakan data dari perusahaan-perusahaan di Asia Timur, Milton (2002) menemukan bahwa *corporate governance* mempunyai dampak yang sangat kuat terhadap kinerja saham selama masa krisis. Ia menemukan bahwa perusahaan yang kinerjanya baik adalah perusahaan yang mempunyai kualitas keterbukaan informasi (*disclosure*) yang lebih baik, mempunyai *outside ownership concentration* yang lebih tinggi, dan mempunyai diversifikasi usaha yang lebih rendah. Lemon dan Lim (2003) menemukan

bahwa perusahaan akan memiliki kinerja yang lebih buruk jika para *controlling managers* memiliki *control rights* yang lebih tinggi daripada pemegang saham biasa. Claessens, dkk. (2002) melakukan penelitian terhadap 1301 perusahaan di 8 negara Asia dan menemukan bahwa perusahaan yang mayoritas pemegang sahamnya adalah pemegang saham biasa (*cash flow ownership*) mengalami peningkatan nilai perusahaan, sedangkan perusahaan yang *control rights* pemegang saham mayoritasnya lebih besar dari pemegang saham biasa mengalami penurunan nilai perusahaan.

Berbagai kajian teoritis-empiris di atas lebih berfokus pada hubungan langsung antara kepemilikan manjerial dan nilai perusahaan. Namun bagaimana terciptanya hubungan tersebut merupakan aspek yang sangat penting tetapi belum banyak dikaji dan diteliti secara mendalam. Brailford, dkk. (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial dan *external blockholders* merupakan dua elemen kunci dalam struktur kepemilikan saham yang memainkan peran penting dalam keputusan alokasi sumber daya perusahaan. Sedangkan Cho (1998) menemukan bahwa keputusan investasi merupakan *mediating variable* yang memberikan kontribusi dalam menentukan apakah kepemilikan manajerial berpengaruh positif (*convergent-interest effect*) atau negatif (*manajerial entrenchment effect*) terhadap nilai perusahaan.

Salah satu keputusan keuangan penting yang terkait langsung dengan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan adalah kebijakan hutang atau kebijakan struktur modal. Zwieble (1996) telah mengembangkan sebuah model yang memperlihatkan bagaimana manajer memilih kebijakan hutang dalam rangka "*empire building*" mereka dalam perusahaan. Sedangkan Novaes, dkk. (2003) juga telah mengembangkan sebuah model untuk

memperlihatkan bagaimana para *entrenched managers* mengurus nilai perusahaan demi kepentingan mereka sendiri melalui kebijakan hutang.

Meskipun demikian dukungan empiris terhadap fenomena *entrenchment effect* dalam relasi kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang masih relatif terbatas. Friend dan Lang (1998) telah mengeksplorasi bagaimana para *entrenched managers* memanfaatkan hutang untuk kepentingan mereka “*at least in part on a successive-year basis*”. Berger, dkk. (1997) menggunakan *cross-sectional analysis* dan menemukan bahwa kebijakan hutang dipengaruhi derajat *entrenchment effect* dan bahwa para *entrenched managers* cenderung menghindari penggunaan hutang. Dengan menggunakan data perusahaan-perusahaan di Australia, Brailsford, dkk. (2002) menemukan adanya hubungan non-linear antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Di samping itu mereka juga menemukan terjadinya fenomena *convergence-interest effect* dan *managerial entrenchment effect* dalam hubungan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Sedangkan Ruan, dkk. (2011) menemukan bahwa kebijakan hutang merupakan *mediating variable* yang mempengaruhi hubungan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Mereka juga menemukan adanya fenomena *convergence-interest effect* dan *managerial entrenchment effect* dalam hubungan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan.

Di samping relasi kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan dan kebijakan struktur modal, kepemilikan manajerial juga berhubungan dengan keputusan investasi. Lopez-Iturriaga dan Rodriguez-Sanz (2001) melakukan penelitian mengenai hubungan kepemilikan manajerial dan keputusan investasi perusahaan-perusahaan publik di Spanyol. Mereka menggunakan sampel sebanyak 140 perusahaan selama periode 1991 – 1997. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan investasi secara *non-monotonic*.

Pada level kepemilikan manajerial rendah dan tinggi, kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan investasi, tetapi pada level moderat, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan investasi. Adanya fenomena *entrenchment effect* dan *convergence-interest effect* dalam relasi kepemilikan manajerial dan keputusan investasi juga ditemukan oleh Bayer, dkk. (2011) di pasar modal Belgia.

Struktur kepemilikan saham di Indonesia memiliki karakteristik yang berbeda dari perusahaan-perusahaan di negara lain. Sebagian besar perusahaan di Indonesia memiliki kecenderungan di mana kepemilikan sahamnya sangat terkonsentrasi, sehingga pendiri juga dapat menduduki posisi sebagai dewan direksi atau dewan komisaris. Selain itu konflik keagenan dapat juga terjadi antara manajer dan pemilik atau antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Pada struktur kepemilikan saham yang membentuk piramid, para pemegang saham memiliki pengaruh yang kuat dalam mengendalikan manajemen sehingga masalah keagenan di Indonesia lebih mengarah pada konflik keagenan antara pemegang saham pengendali (*majority shareholders*) dan pemegang saham minoritas (Husnan, 2001).

Dengan memperhatikan konflik keagenan yang bersifat *country-specific and institutional settings* yang menjadi ciri khas Indonesia, maka hubungan antara kepemilikan manajerial, struktur modal, kebijakan investasi dan nilai perusahaan menjadi menarik sekaligus menantang untuk diteliti pada kasus perusahaan-perusahaan di Indonesia. Secara spesifik, penelitian ini mencoba mengungkapkan apakah terjadi fenomena *convergence-interest effect* dan *managerial entrenchment effect* dalam pola hubungan antara kepemilikan manajerial, struktur modal, kebijakan investasi dan nilai perusahaan dengan menggunakan industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia sebagai sampel. Pemodelan terhadap relasi ketiga variabel

tersebut dalam penelitian ini dilakukan dengan mengadopsi model persamaan simultan yang telah dikembangkan oleh Cho (1998), Davies, dkk. (2005), Ruan, dkk. (2011) dan Saliha dan Abdessatar (2011).

1.2 Rumusan Masalah

Bertolak dari latar belakang di atas, permasalahan yang menjadi fokus penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah terdapat *convergence-interest effect* dan *managerial entrenchment effect* dalam hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan?
2. Apakah terdapat *convergence-interest effect* dan *managerial entrenchment effect* dalam hubungan kepemilikan manajerial dan struktur modal?
3. Apakah terdapat *convergence-interest effect* dan *managerial entrenchment effect* dalam hubungan kepemilikan manajerial dan kebijakan investasi?
4. Apakah kebijakan struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan?
5. Apakah kebijakan investasi mempengaruhi nilai perusahaan?
6. Apakah struktur modal berfungsi sebagai *mediating variable* dalam hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan?
7. Apakah kebijakan investasi berfungsi sebagai *mediating variable* dalam hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan permasalahan yang diuraikan di atas maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menguji dan menganalisis fenomena *convergence-interest effect* dan *managerial entrenchment effect* dalam hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan.
2. Untuk menguji dan menganalisis fenomena *convergence-interest effect* dan *managerial entrenchment effect* dalam hubungan antara kepemilikan manajerial dan struktur modal.
3. Untuk menguji dan menganalisis fenomena *convergence-interest effect* dan *managerial entrenchment effect* dalam hubungan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan investasi.
4. Untuk menguji dan menganalisis dampak kebijakan struktur modal terhadap nilai perusahaan.
5. Untuk menguji dan menganalisis dampak kebijakan investasi terhadap nilai perusahaan.
6. Untuk menguji dan menganalisis fungsi mediasi dari kebijakan struktur modal dalam hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan.
7. Untuk menguji dan menganalisis fungsi mediasi dari kebijakan investasi dalam hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat kepada beberapa pihak, di antaranya sebagai berikut:

1. Bagi Pemegang Saham dan Kreditor

Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan gambaran dan pemahaman mengenai adanya fenomena *convergent-interest effect* dan *entrenchment effect* dalam hubungan antara kepemilikan manajerial, struktur modal, kebijakan investasi dan nilai perusahaan. Pemahaman akan kedua fenomena ini dapat membantu para pemegang saham maupun kreditor untuk merancang kebijakan untuk mengurangi fenomena *managerial entrenchment effect* sambil mendorong terciptanya *convergent-interest effect*.

2. Bagi Regulator

Hasil penelitian ini diharapkan menjadi bukti empiris yang dapat dijadikan referensi bagi regulator untuk merancang dan menyusun perundang-undangan yang mendukung terciptanya praktek *good corporate governance* di Indonesia.

3. Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat memperluas kasanah ilmiah dan memperdalam pemahaman mengenai hubungan antara kepemilikan manajerial, struktur modal, kebijakan investasi dan nilai perusahaan sehingga dapat menjadi sumber referensi dan bukti empiris bagi peneliti selanjutnya.

1.5 Sistematika Penulisan

Penyusunan hasil penelitian ini terdiri dari 5 bab yang saling berkaitan antara satu dengan yang lainnya, sebagai berikut:

BAB 1. PENDAHULUAN

Bab ini membahas latar belakang permasalahan, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penulisan.

BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA

Pada bab ini akan dipaparkan mengenai penelitian terdahulu, kajian teori mengenai *manajerial ownership*, *capital structure*, *investment decision*, *firm value* serta kerangka konseptual.

BAB 3. METODE PENELITIAN

Bab ini berisi penjelasan mengenai desain penelitian, identifikasi variabel, definisi operasional variabel, pengukuran variabel, jenis dan sumber data, alat dan metode pengumpulan data, populasi, sampel, serta teknik analisis data.

BAB 4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan dideskripsikan mengenai proses seleksi sampel, deskripsi variabel penelitian, pengujian hipotesis dan pembahasan.

BAB 5. SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi tentang simpulan dari hasil pengujian hipotesis dan pengajuan saran bagi penelitian mendatang.