

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Struktur modal merupakan sebuah kombinasi antara utang dan ekuitas perusahaan. Struktur modal disebut sebagai salah satu area dari keputusan finansial yang paling kompleks karena memiliki hubungan dengan variabel-variabel keputusan finansial lainnya (Gitman dan Zutter, 2011: 523; Strecher dan Johnson, 2011). Keputusan finansial yang dimaksud yaitu keputusan mengenai kebijakan dividen (Myers, 1984) dan kebijakan investasi (Gitman dan Zutter, 2011: 523).

Dalam konteks kebijakan dividen, menurut Myers (1984), perusahaan cenderung menetapkan target *dividend payout* yang rendah untuk menghindari pendanaan eksternal melalui penerbitan saham biasa baru, karena cara tersebut memiliki *cost of capital* yang tinggi. Penetapan target *dividend payout* tersebut memungkinkan perusahaan untuk menyimpan *financial slack* dalam bentuk laba ditahan yang dapat digunakan sebagai sumber dananya.

Dalam konteks kebijakan investasi, menurut Gitman dan Zutter (2011: 523), keputusan struktur modal yang efektif dapat menurunkan *cost of capital*, sehingga *net present value* (NPV) proyek perusahaan dapat meningkat, dan secara tidak langsung meningkatkan nilai perusahaan. Keefektifan itu merujuk pada tercapainya struktur modal optimal.

PENDAHULUAN

Namun sejauh ini, keberadaan struktur modal optimal masih tidak dapat dipastikan (Myers, 1984). Sementara teori Modigliani dan Miller (1963) berargumen bahwa struktur modal optimal dapat dicapai melalui pemanfaatan *tax shield* di dalam rentang *debt ratio* yang aman. Beberapa studi melaporkan bahwa banyak perusahaan yang tidak mencapai struktur modal optimal mereka.

Berdasarkan pengujian dengan model berbasis teori Modigliani dan Miller, Nurhikmah (2013) menyatakan bahwa hampir semua perusahaan telekomunikasi di Indonesia belum mencapai struktur modal optimal mereka. Dia mengkaitkan hasil tersebut dengan keputusan perusahaan dalam menentukan sumber pendanaan mereka, terutama dalam perihal peminjaman utang.

Dhankar dan Boora (1996), yang juga menggunakan model berbasis teori Modigliani dan Miller, menyimpulkan baik di dalam pasar modal yang sempurna maupun tidak sempurna, perusahaan tidak akan menemukan cara yang tepat untuk menentukan struktur modal optimal karena belum terdapat model yang sesuai untuk menjelaskan hubungan antara struktur modal sebuah perusahaan dengan berbagai faktor yang mempengaruhinya.

Dengan menggunakan model *pecking order theory*, Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa perusahaan tidak bekerja mengikuti prediksi teori *static trade-off*, melainkan mengikuti hirarki preferensi dalam penentuan struktur modalnya. Menurut mereka, kesenjangan informasi (*information asymmetry*) yang terjadi diantara manajer sebuah perusahaan dengan investor eksternal cenderung akan mengakibatkan *undervaluation* nilai harga saham yang baru diterbitkan, sehingga meningkatkan *cost of capital* perusahaan. Untuk menghindari kejadian tersebut,

PENDAHULUAN

manajer cenderung akan memilih untuk mengambil keputusan pendanaan yang memiliki *cost of capital* paling kecil, dimulai dari laba ditahan, peminjaman utang jangka pendek, peminjaman utang jangka panjang dengan penerbitan saham sebagai preferensi paling terakhir.

Shyam-Sunder dan Myers (1999) yang membandingkan model *static tradeoff theory* dengan *pecking order theory* juga mendukung hasil penemuan Myers dan Majluf tersebut. Mereka menyebutkan bahwa perusahaan tidak menggunakan utang sebagai alat untuk mencapai struktur modal optimal.

Perbandingan kedua teori juga dilakukan oleh Frank dan Goyal (2008), yang menyimpulkan bahwa dikarenakan terdapat banyak faktor yang mempengaruhi struktur modal, titik optimal dari struktur modal perusahaan akan selalu bergerak secara dinamis dalam setiap jangka waktu tertentu. Selanjutnya mereka juga menyatakan bahwa penglibatan konflik keagenan beserta asimetris informasi dalam model yang lebih dinamis akan mampu menjembatani kedua pendekatan tersebut dengan lebih baik.

Konsensus dari beberapa hasil studi di atas adalah struktur modal optimal tidak dapat dicapai dikarenakan perusahaan selalu menyesuaikan *debt-to-equity ratio* mereka atau manajer sama sekali tidak tertarik untuk mencapai struktur modal optimal. Implikasi dari konsensus ini mendukung argumen Boodhoo (2009) bahwa tidak tercapainya struktur modal optimal dalam kehidupan nyata disebabkan oleh masalah *principal-agent*.

PENDAHULUAN

Pemisahan antara kepemilikan (*ownership*) dengan kendali (*control*) yang di dalam dunia bisnis menciptakan hubungan keagenan. Idealnya sang manager sebagai *agent* berlaku atas nama sang pemilik (*principal*), atau di dalam konteks yang lebih luas pemegang saham. Manajer diangkat untuk mengelola perusahaan milik pemegang saham dan diharapkan dapat meningkatkan nilai saham dan kekayaan pemegang saham semaksimal mungkin dari pengelolaan tersebut (Jensen dan Meckling, 1976).

Namun menurut Jensen (1986), sikap manajer yang cenderung opportunistik dalam pengelolaan perusahaan dapat merugikan pemegang saham dengan menimbulkan *agency cost* yang besar. Untuk mencegah manajer memanfaatkan *free cash flow* perusahaan untuk kepentingan dirinya, utang menjadi salah satu alternatif bagi pemegang saham untuk menyelaraskan tujuan manajer dengan pemegang saham. Pembayaran bunga secara periodik mengharuskan manajer untuk selalu mencapai target pendapatan minimum untuk menutupi biaya tersebut secara signifikan, selain itu *debtholder* akan melakukan proses *monitoring* tersendiri terhadap manajer, sehingga *agency cost* pemegang saham dapat berkurang. Akan tetapi, penambahan peran *debtholder* ke dalam hubungan ini akan menimbulkan *conflict of interest* yang baru (Gitman dan Zutter, 2011: 532).

Pemegang saham memiliki preferensi *risk-seeking* untuk memaksimalkan nilai saham mereka, sedangkan manajer cenderung berperilaku *risk-averse* (menghindari resiko) dalam mengelola perusahaan. Seringkali manajer mengambil keputusan investasi yang suboptimal dengan tingkat return moderat untuk melindungi kesejahteraan pribadi (Easterbrook, 1984) serta reputasi mereka (Harris dan Raviv,

PENDAHULUAN

1991). Sebab jika perusahaan berkinerja buruk atau harus menghadapi likuidasi akibat ruginya suatu investasi, maka manajer akan kehilangan pekerjaan mereka (Easterbrook, 1984).

Di lain pihak, dikarenakan pemegang saham mendapatkan nilai residu laba perusahaan setelah perusahaan memenuhi kewajibannya kepada *debtholder*, mereka akan mendorong manajer untuk mengambil proyek yang memiliki return tinggi supaya semakin banyak nilai residu yang dapat mereka terima. *Shareholder* adalah pihak yang sangat diuntungkan oleh potensial pertumbuhan perusahaan, akan tetapi *debtholder* tidak, sebab nilai klaim mereka terhadap perusahaan adalah konstan (Kalay dan Lemmon, 2008). Hal ini mendorong *debtholder* untuk mendukung perilaku *risk-averse*-nya sang manajer untuk melindungi dirinya dari resiko *default* yang akan timbul ketika manajer berinvestasi pada proyek-proyek yang volatil dengan cara menerapkan berbagai pembatasan yang bersifat kontraktual (Gitman dan Zutter, 2011: 532)..

Akibatnya, pemegang saham dan *debtholder* akan berusaha memberlakukan strategi mereka masing-masing melalui kebijakan struktur modal untuk mencapai tujuan mereka masing-masing (Gitman dan Zutter, 2011: 533). Dalam konflik ini, manajer sebagai pengelola perusahaan, dan juga sebagai mediator antara kedua pihak, memiliki kendali terhadap resiko perusahaan melalui penyesuaian *debt-to-equity ratio* (Easterbrook, 1984).

1.2. Rumusan Masalah

Konflik tersebut selanjutnya akan diperumit oleh fenomena *dual-holder*, institusi non-bank yang memiliki klaim dalam satu perusahaan dengan memiliki saham dan utang secara bersamaan (Jiang, et al, 2010), serta keterlibatan institusi keuangan di dalam *corporate governance* perusahaan melalui kepemilikan saham (Ferreira et al., 2010). Hal ini tentunya akan menambah kompleksitas hubungan antara investor institusional sebuah perusahaan dengan kebijakan struktur modalnya.

Hubungan antara struktur kepemilikan dengan struktur modal dijelaskan oleh Jensen dan Meckling (1976), seperti yang dilansir oleh Al-Najjar dan Taylor (2010), yang menyatakan bahwa pengelolaan kedua struktur yang baik dapat meminimalisir *agency cost*. Struktur kepemilikan yang dimaksud adalah kepemilikan manajerial (*managerial ownership* ataupun *insider holdings*) beserta kepemilikan institusional luar (*institutional ownership* ataupun *external holdings*).

Kepemilikan institusional luar sebuah perusahaan memiliki definisi yang luas dan dapat dibagi ke dalam berbagai kategori, seperti kepemilikan institusi pemerintah, kepemilikan institusi asing, dsb (Çelik dan Isaksson, 2014). Penelitian ini berupaya untuk menjelaskan hubungan beberapa jenis kepemilikan institusional dan struktur modal, dengan mengambil sampel dari perusahaan publik non-finansial di Indonesia dalam periode 2010-2014. Beberapa determinan struktur modal akan dilibatkan sebagai variabel kontrol. Adapun pertanyaan yang akan dijawab dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

PENDAHULUAN

1. Apakah pengaruh kepemilikan institusional domestik terhadap struktur modal perusahaan?
2. Apakah pengaruh kepemilikan institusional asing terhadap struktur modal perusahaan?
3. Apakah pengaruh kepemilikan institusional keuangan/bank terhadap struktur modal perusahaan?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional domestik terhadap struktur modal perusahaan.
2. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional asing terhadap struktur modal perusahaan.
3. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional keuangan/bank terhadap struktur modal perusahaan.

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi beberapa pihak, antara lain:

1. Akademisi, diharapkan tulisan ini dapat menambah referensi studi literatur mengenai struktur modal dari perspektif teori keagenan.

PENDAHULUAN

2. Praktisi, diharapkan tulisan ini dapat menjadi masukan dalam pengambilan keputusan struktur modal perusahaan.