

## **BAB II** **TINJUAN PUSTAKA**

### **2.1 Penelitian Sebelumnya**

Najjar (2010), melakukan penelitian tentang hubungan antara struktur kepemilikan dan tata kelola perusahaan, yaitu faktor yang menentukan keputusan investasi investor institusional di Yordania selama rentang waktu tahun 1994-2003. Penelitian dilakukan dengan menggunakan regresi berganda. Lebih lanjut, penelitian tersebut menggunakan analisis fundamental industri dan fundamental perusahaan. Analisis industri digunakan untuk mengetahui pilihan investor institusional dalam berinvestasi pada industri manufaktur atau industri jasa, sedangkan analisa fundamental perusahaan digunakan sebagai pertimbangan dalam pemilihan perusahaan untuk berinvestasi. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *leverage*, *profitability*, *business risk*, *asset structure*, *asset liquidity*, *growth rate*, dan *firm size*. Variabel tergantung yang digunakan dalam penelitian ini adalah institusional investor yang diukur dengan menggunakan PIO (*Percentage of Institutional Ownership*).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa investor institusional di Jordan mempertimbangkan faktor-faktor *leverage*, *profitability*, *business risk*, *asset structure*, *asset liquidity*, *growth rate*, dan *firm size* ketika melakukan keputusan investasi. Investor institusional di Jordania cenderung berinvestasi pada perusahaan industri jasa daripada perusahaan industri manufaktur. Lebih lanjut ditemukan bahwa investor institusional di Jordan tidak terpengaruh oleh kebijakan dividen perusahaan.

Setyobekti (2011) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi kepemilikan institusional pada perusahaan dalam LQ45 di Indonesia. Penelitian tersebut menganalisa faktor fundamental perusahaan dengan menggunakan variabel independen *leverage ratio*, *dividend payout ratio*, *return on earning*, *tangibility*, *liquidity*, *market to book ratio*, dan *size* dan variabel dependen PIO (*Percentage of Institutional Ownership*). Pengujian dilakukan dengan metode estimasi OLS (*Ordinary Least Square*) yang menggunakan data panel perusahaan yang tercatat pada indeks LQ45 periode tahun 2004-2008. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa secara parsial variabel *leverage* berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional, sedangkan variabel *liquidity*, *market to book ratio*, *dividend*, *profitability*, *tangibility*, dan *size* berpengaruh positif terhadap kepemilikan institusional.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu terletak pada variabel bebas dan objek penelitiannya. Pada penelitian Najjar (2010), menggunakan *leverage*, *profitability*, *business risk*, *asset structure*, *asset liquidity*, *growth rate*, dan *firm size* sebagai variabel bebas, dan objek penelitian yang digunakan yaitu pada investor institusional di Yordania. Dan penelitian Setyobekti (2011), menggunakan *leverage ratio*, *dividend payout ratio*, *return on earning*, *tangibility*, *liquidity*, *market to book ratio*, dan *size* sebagai variabel bebas dan objek penelitian yang digunakan yaitu pada perusahaan yang tercatat pada indeks LQ45. Pada penelitian ini variabel yang diteliti adalah *industri indeks*, *leverage*, *profitability*, *asset tangibility* sebagai variabel bebas dan objek penelitian yang digunakan yaitu perusahaan manufaktur sektor farmasi yang terdaftar di Bursa

Efek Indonesia periode 2009-2013. Sedangkan persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah penggunaan kepemilikan investor institusional sebagai variabel terikat.

## **2.2 Landasan Teori**

### **2.2.1 Kepemilikan Saham Instutisional dan Pengendalian Perusahaan**

Kepemilikan saham dilihat dari proporsi saham yang dimiliki dapat dikategorikan menjadi kepemilikan mayoritas dan kepemilikan minoritas. Pada pasar modal yang kepemilikannya terkonsentrasi seperti di Indonesia, untuk menjadi kepemilikan mayoritas harus mempunyai persentase kepemilikan saham yang besar untuk dapat memiliki kendali atas sebuah perusahaan. Di samping itu, kepemilikan saham dapat dilihat dari aspek siapa yang memiliki, yakni individu atau institusi. Masyarakat, manajer, maupun karyawan yang memiliki saham dapat digolongkan sebagai investor individu, sedangkan institusi pemerintah maupun swasta dapat digolongkan sebagai investor institusional.

Pada umumnya investor institusi memiliki orientasi investasi jangka panjang yaitu untuk mengendalikan sebuah perusahaan. Salah satu bentuk pengendalian yang dilakukan oleh pemegang saham adalah melalui perekrutan manajer untuk menjalankan kepentingan investor institusional (Ross,dkk., 2009;34). Manajer ditunjuk sebagai *agent* yang harus memenuhi tanggung jawabnya kepada *principal* (pemegang saham). Menurut Jensen dan Meckling (2008;15) pemberian kepercayaan oleh pemilik perusahaan kepada manajer dianggap sebagai bentuk pemisahan fungsi *decision making*. Pembagian tugas ini dilakukan supaya *agent* lebih fokus dalam melakukan tugasnya yaitu mengelola

perusahaan. Pemilik (*principal*) menyertakan modal, sedangkan pengelolaan perusahaan dilakukan oleh manajemen. Hubungan antara pemegang saham dengan manajer ini berpotensi menimbulkan konflik keagenan (*agency conflict*).

Jensen dan Meckling (2008;17) menyatakan bahwa *agency conflict* muncul akibat adanya pemisahan antara pemilik perusahaan dan pengelola perusahaan. Pemisahan tersebut menyebabkan terjadinya gap informasi antara manajer dengan pemegang saham, karena manajer sebagai pihak internal perusahaan lebih mengetahui informasi aktual perusahaan dibandingkan dengan investor. Adanya kesenjangan informasi tersebut menjadi masalah tersendiri dan harus dikelola. Pengelolaannya membutuhkan biaya, yang disebut dengan *agency cost*. Beberapa cara dapat ditempuh supaya *agency cost* dapat diminimalkan, yaitu dengan meningkatkan *insiders ownership* dengan cara memberikan kesempatan kepada karyawan maupun manajer untuk memiliki saham perusahaan, meningkatkan *dividend payout ratio*, dan kehadiran investor institusional sebagai *monitoring device* (Bathala,dkk., 2004;21). Peran investor institusional sebagai *monitoring device* memiliki arti penting bagi perusahaan karena selain mengawasi kinerja perusahaan secara efektif, peranan investor institusional sebagai monitoring diyakini mampu mereduksi *agency cost* (Jensen, 2008;308) dan (Pound, 2008;67).

Selain mampu meningkatkan pengawasan (*monitoring*) yang efektif terhadap perusahaan, investor institusional memainkan peranan penting dalam menyampaikan informasi kepada investor lain maupun kepada pasar finansial. Gillan and Starks (2006;11) menyatakan bahwa "*Institutional owners may affect*

*managements activities directly through their ownership, and indirectly by their capability to trade their shares.”* Hal ini didukung oleh pendapat Parrino,dkk. (2007;12) yang menyatakan bahwa *“There are several effects when institutions sell their stocks. One potential effect is to give a negative signal to other investors, which will depress the stock price, particularly if other individual owners follow the institutional owners in selling their stocks”*. Dengan demikian investor institusional berperan penting sebagai *signalling device* yang membantu menciptakan transparansi mengenai kondisi perusahaan yang sesungguhnya. Hal tersebut diperkuat oleh pendapat Chidambaran and John (2005;19), *“The large shareholders play an important role in transmitting information to other shareholders. Large shareholders can obtain private information from management and transmit the information to other shareholders”*. Dampaknya investor lain terutama investor individu cenderung terpengaruh oleh keputusan-keputusan yang dilakukan oleh investor institusional.

Dalam melakukan keputusan berinvestasi pada sebuah perusahaan, investor institusional akan melakukan banyak pertimbangan. Investor institusional akan melakukan analisis *top-down approach* yaitu analisis terhadap berbagai variabel ekonomi makro dalam melakukan analisis penilaian saham dan membuat keputusan alokasi investasi (Bodie,dkk., 2009;28). Tujuan dari analisis *top-down approach* adalah untuk mengetahui prospek sebuah perusahaan. Analisis secara *top-down* meliputi:

1. Analisis variabel-variabel ekonomi makro yang mempengaruhi kinerja seluruh perusahaan. Analisis ini digunakan untuk mengetahui kondisi ekonomi sebuah negara.
2. Analisis industri-industri pilihan yang berprospek paling baik.
3. Analisis perusahaan dan penentuan saham perusahaan mana yang terbaik.



**Gambar 2.1**  
**Ilustrasi Analisis *Top-Down***

## 2.3 Faktor-faktor yang Menentukan Institusional

### 2.3.1 Faktor Fundamental Ekonomi

Analisis ekonomi adalah salah satu analisis yang perlu dilakukan oleh investor dalam penentuan keputusan investasinya. Analisis ekonomi perlu dilakukan karena adanya hubungan yang kuat antara apa yang terjadi pada lingkungan ekonomi makro dan kinerja suatu pasar modal (Tandelilin, 2010;31). Investor melakukan analisis ekonomi dengan tujuan untuk membuat keputusan alokasi investasi dana di beberapa negara atau dalam negeri dalam bentuk saham, obligasi, dan sebagainya.

Beberapa variabel ekonomi makro yang dapat digunakan investor dalam melakukan analisis ekonomi adalah *GDP (Gross Domestic Product)*, inflasi, tingkat bunga, kurs, dan seterusnya. *Gross Domestic Product* merupakan penjumlahan seluruh barang dan jasa yang diproduksi oleh suatu negara baik oleh perusahaan dalam negeri maupun oleh perusahaan asing yang beroperasi di dalam negara tersebut pada suatu periode waktu tertentu. Bodie, dkk. (2009;20) menyatakan bahwa “*rapidly growing GDP indicates an expanding economy with ample opportunity for a firm to increase sales*”. Sebuah negara dengan nilai *GDP* yang tinggi mengindikasikan prospek ekonomi yang baik, karenanya *GDP* berdampak positif terhadap pertumbuhan industri dan perusahaan di negara tersebut, sehingga investor akan lebih menyukai untuk berinvestasi di negara dengan pertumbuhan *GDP* tinggi.

Dalam penelitian ini, faktor ekonomi tidak dimasukkan ke dalam variabel karena penelitian ini hanya dilakukan di Indonesia, sehingga faktor ekonominya sama bagi semua industri dan perusahaan di Indonesia.

### **2.3.2 Faktor Fundamental Industri**

Analisis industri merupakan salah satu bagian dalam analisis fundamental, analisis industri biasanya dilakukan setelah melakukan analisis ekonomi. Dalam analisis industri, investor membandingkan kinerja dari berbagai industri untuk mengetahui jenis industri apa saja yang memberikan prospek paling menjanjikan ataupun sebaliknya. Analisis industri merupakan tahap penting yang perlu dilakukan investor untuk meminimalkan risiko dan juga untuk mengidentifikasi industri yang mempunyai prospek yang menguntungkan.

Emiten yang tercatat di BEI diklasifikasikan ke dalam 9 sektor menurut klasifikasi industri yang telah ditetapkan BEI, yang diberi nama JASICA (*Jakarta Industrial Classification*). Kesembilan sektor tersebut adalah:

1. Sektor-sektor Primer (Ekstraktif) :
  - a. Sektor 1 : Pertanian
  - b. Sektor 2 : Pertambangan
2. Sektor-sektor Sekunder (Industri Pengolahan / Manufaktur) :
  - a. Sektor 3 : Industri Dasar dan Kimia
  - b. Sektor 4 : Aneka Industri
  - c. Sektor 5 : Industri Barang Konsumsi
3. Sektor-sektor Tersier (Industri Jasa / Non-manufaktur) :
  - a. Sektor 6 : Properti dan Real Estate
  - b. Sektor 7 : Transportasi dan Infrastruktur
  - c. Sektor 8 : Keuangan
  - d. Sektor 9 : Perdagangan, Jasa dan Investasi

Selain sembilan sektor tersebut di atas, Bursa Efek Indonesia juga mengukur indeks industri manufaktur (industri pengolahan) yang merupakan gabungan dari emiten-emiten yang terklasifikasikan dalam sektor industri dasar dan kimia, sektor aneka industri, dan sektor industri barang konsumsi. Indeks tersebut dapat digunakan investor institusional sebagai pertimbangan dalam memilih sektor industri yang dianggap berprospek baik di masa mendatang.

### 2.3.3 Faktor Fundamental Perusahaan

Setelah melakukan analisis ekonomi dan analisis industri, investor perlu melakukan analisis fundamental perusahaan untuk mengetahui prospek perusahaan di masa mendatang. Prospek perusahaan tercermin pada laporan keuangan perusahaan yang dapat memberikan informasi kepada investor, dan informasi tersebut berupa rasio-rasio keuangan yang dapat digunakan dalam penilaian kinerja sebuah perusahaan, diantaranya:

#### 1. *Leverage* keuangan

Kebijakan utang berkaitan dengan penentuan komposisi pendanaan perusahaan dengan sumber dana yang berasal dari utang dan modal sendiri yang tercermin pada *financial leverage* perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2001;14), *leverage* keuangan mengukur seberapa besar sekuritas berpenghasilan tetap yaitu utang digunakan dalam struktur modal perusahaan. Besar kecilnya rasio *financial leverage* dapat dihitung menggunakan *debt ratio*, *times interest earned ratio*, *cash coverage ratio*, dan *long term debt to equity ratio*. Untuk mengukur proporsi dana yang bersumber dari utang untuk membiayai aktiva perusahaan digunakan *debt ratio*. Semakin besar rasio ini menunjukkan bahwa semakin besar porsi penggunaan utang dalam membiayai investasi pada aktiva, yang berarti risiko keuangan meningkat (Sudana, 2011).

*Debt ratio* dapat dirumuskan :

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{total debt}}{\text{total asset}}$$

## 2. *Profitability*

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan sumber-sumber yang dimiliki perusahaan seperti aktiva, modal, atau penjualan perusahaan. Profitabilitas dapat diukur dengan beberapa cara, yaitu *gross profit margin*, *operating margin*, *net profit margin*, *earning per share*, *return on asset*, dan *return on equity*. Dalam penelitian ini, *profitability* diukur dengan menggunakan *return on equity*, karena terkait dengan kepentingan pemegang saham. *Return on equity* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan modal sendirinya. Besar kecilnya *ROE* dapat dihitung dengan menggunakan:

$$ROE = \frac{\text{net income}}{\text{owners equity}}$$

## 3. *Asset tangibility*

*Tangible asset* adalah aset fisik atau berwujud seperti mesin, bangunan, tanah, dan sebagainya yang mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk memberikan jaminan atas pinjaman. Brigham,dkk. (2006;23) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki jaminan terhadap utang akan lebih mudah dalam mendapatkan utang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan. Kemudahan tersebut diperoleh karena aktiva berwujud dapat dijadikan jaminan atas penggunaan utang, sehingga jika suatu saat perusahaan mengalami kesulitan dalam melunasi utangnya, kreditur dapat menjual aset yang dijaminan untuk melunasi utang. Hal ini diperkuat oleh pendapat Najjar (2010) “*If tangible assets are used to indicate the ability of firms to have secured debt financing, as such assets can be used as collateral, then firms*

*with more tangible assets are more able to have debt financing.”. Asset tangibility diukur menggunakan *fixed asset ratio* :*

$$\text{Fixed asset ratio} = \frac{\text{fixed asset}}{\text{total asset}}$$

## **2.4 Hubungan variabel-variabel dengan Kepemilikan Saham Institusional**

### **2.4.1 Hubungan antara *Industri Indeks* dengan Kepemilikan Saham Institusional**

Indeks harga saham industri merupakan salah satu indikator yang dapat digunakan investor dalam mengambil keputusan investasi. Hal ini karena dalam suatu kondisi ekonomi tertentu, misalnya kondisi ekonomi baik tidak semua industri memiliki kinerja yang baik, demikian pula sebaliknya saat kondisi ekonomi buruk, terkadang terdapat industri yang tetap berkinerja dengan baik. Hal ini karena masing-masing industri memiliki karakteristik berbeda-beda tergantung kelompok sektor industrinya. Dengan demikian *industry index* memiliki pengaruh positif terhadap kepemilikan saham investor institusional, baik yang diukur dengan *PIO*.

### **2.4.2 Hubungan antara *Leverage* dengan Kepemilikan Saham Institusional**

Dalam kondisi ekonomi yang baik, penggunaan utang yang besar dapat berdampak positif pada kemampuan perusahaan dalam meningkatkan laba bagi pemegang saham. Hal ini terjadi karena perusahaan mampu melunasi utang-utangnya dan mampu mengoptimalkan penggunaan utang, sehingga manfaat yang diterima dari penggunaan utang tersebut lebih besar daripada beban bunga yang dikeluarkan. Dalam kondisi ekonomi buruk, penggunaan utang yang besar akan berakibat perusahaan kesulitan memenuhi kewajibannya yang berupa beban

bunga. Kesulitan tersebut dapat berdampak pada kebangkrutan bagi perusahaan. Investor institusional tentunya tidak menginginkan kondisi ini terjadi. Hal ini sesuai dengan pendapat Tong (2004) “high leveraged firm provide negative signal that the firm faces future financial problems, and therefore institutional investors favor low leveraged firms.”. Dengan kata lain *leverage ratio* yang tinggi pada sebuah perusahaan berpengaruh negatif terhadap kepemilikan saham investor institusional baik diukur dengan PIO

#### **2.4.3 Hubungan antara *Profitability* dengan Kepemilikan Saham Institusional**

Besarnya *ROE* mengindikasikan tingkat efisiensi perusahaan dalam mengelola modal sendiri untuk menghasilkan keuntungan. Investor tentu akan lebih suka memilih saham perusahaan yang mampu mengelola modal sendiri dengan lebih efisien. Investor institusional lebih menyukai perusahaan dengan *ROE* yang tinggi (Barucci,2005). Dengan demikian *profitability* memiliki pengaruh positif terhadap kepemilikan saham investor institusional.

#### **2.4.4 Hubungan antara *Asset Tangibility* dengan Kepemilikan Saham Institusional**

Masalah yang berkaitan dengan *tangible asset* muncul ketika perusahaan tidak mampu melunasi utangnya kepada kreditur. Apabila terjadi gagal bayar, maka aset perusahaan yang dijamin akan disita oleh kreditur sehingga menimbulkan kerugian bagi investor. Adanya risiko kerugian tersebut menyebabkan perusahaan dengan rasio *asset tangibility* yang tinggi menjadi kurang menarik di mata investor. Hal ini didukung oleh Najjar (2010), “institutional investor consider

tangible assets as an indication for the debt capability of the firm and hence institutional investor prefer to invest in firms with low tangible asset.”. Dengan demikian *asset tangibility* berpengaruh negatif terhadap kepemilikan saham investor institusional.

## **2.5 Hipotesis dan Kerangka Berpikir**

### **2.5.1 Hipotesis**

Berdasarkan perumusan masalah yang ada dan tinjauan pustaka, pengaruh antara variabel dan hasil penelitian sebelumnya, maka peneliti mengajukan sebuah hipotesis yang merupakan jawaban sementara dan masih harus diuji kebenarannya dengan menggunakan data dari hasil penelitian.

Adapun hipotesis yang diajukan oleh peneliti adalah sebagai berikut :

H1 : Diduga terdapat pengaruh yang signifikan anatar *industri indeks* terhadap kepemilikan saham investor institusional (*PIO*) pada perusahaan manufaktur sektor farmasi di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2013.

H2 : Diduga terdapat pengaruh yang signifikan anatar *leverage* terhadap kepemilikan saham investor institusional (*PIO*) pada perusahaan manufaktur sektor farmasi di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2013.

H3 : Diduga terdapat pengaruh yang signifikan anatar *profitability* terhadap kepemilikan saham investor institusional (*PIO*) pada perusahaan manufaktur sektor farmasi di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2013.

H4 : Diduga terdapat pengaruh yang signifikan anatar *asset tangibility* terhadap kepemilikan saham investor institusional (*PIO*) pada perusahaan manufaktur sektor farmasi di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2013.

H5 : *Industri indeks, leverage, profitability, asset tangibility* secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan saham investor institusional pada perusahaan manufaktur sub sektor farmasi di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2013.

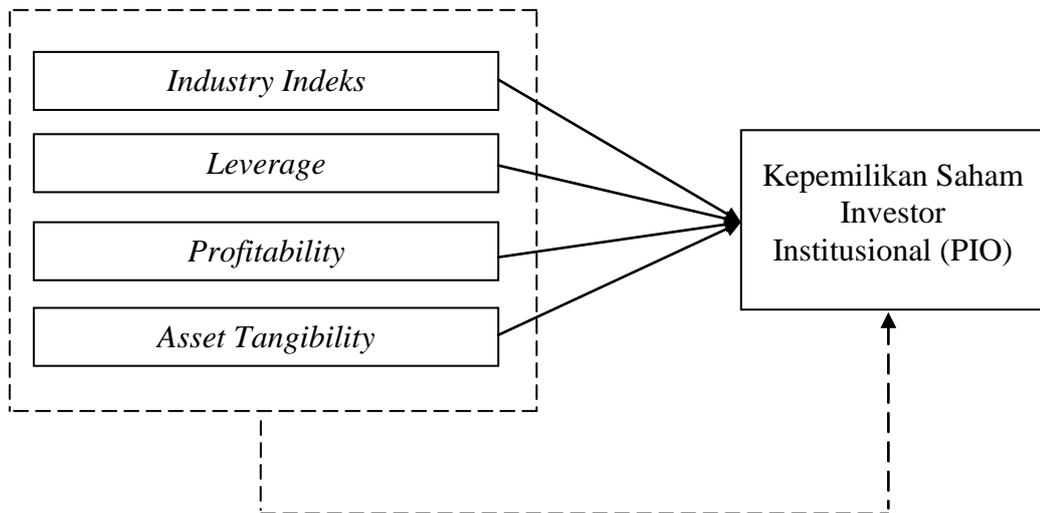
### 2.5.2 Kerangka Berpikir

Penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda untuk mengetahui pengaruh *industry index, leverage, profitability, dan asset tangibility* terhadap *institutional investor* yang diukur dengan PIO. Variabel kepemilikan saham institusional diukur dengan persentase (PIO).

$$PIO_{it} = \alpha + \beta_1(II)_{it} + \beta_2(LEV)_{it} + \beta_3(PROF)_{it} + \beta_4(TANG)_{it}$$

Keterangan :

$PIO_{it}$	= proporsi kepemilikan saham institusional investor
$\alpha$	= intersepsi dari persamaan regresi
$\beta_i$	= koefisien regresi variabel ke i
$II_{it}$	= indeks industri
$LEV_{it}$	= <i>leverage ratio</i> perusahaan i pada periode t
$PROF_{it}$	= <i>return on equity ratio</i> perusahaan i pada periode t
$TANG_{it}$	= <i>fixed asset ratio (tangibility)</i> perusahaan i pada periode t



Keterangan :

- > = secara parsial
- - - - -> = secara simultan

**Gambar 2.2**  
**Kerangka Berfikir**