

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang pengaruh struktur kepemilikan saham perusahaan terhadap kinerja perusahaan telah banyak dilakukan, namun masih terdapat keterbatasan sehingga hasilnya menunjukkan belum konsisten. Wujud adanya keterbatasan dan belum konsistensi itu memungkinkan pembuktian lebih lanjut lewat penelitian selanjutnya, adapun penelitian terdahulu antara lain:

Jayesh Kumar (2004) melakukan pengujian empirik tentang hubungan daristruktur kepemilikan pada kinerja perusahaan dengan menggunakan 2478 panel perusahaan - perusahaan India periode 1994 - 2000. Didalam penelitiannya menjelaskan efek interaksi antara kepemilikan perusahaan, kepemilikan asing, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial terhadap kinerja perusahaan (diukur menggunakan ROA). Berdasarkan data panel kerangka yang digunakan, menunjukkan bahwa sebagian besar variasi cross-sectional, dalam kinerja perusahaan dapat dijelaskan oleh heterogenitas perusahaan yang diamati. Dan menyediakan bukti bahwa kepemilikan saham oleh investor institusional dan manajer perusahaan mempengaruhi kinerja non - linear. Dalam penelitian dinyatakan bahwa investor institusional terutama institusi pengembangan keuangan mempengaruhi kinerja perusahaan setelah kepemilikan mereka melewati level permulaan yaitu sekurang - kurangnya 15% ekuitas yang telah dimiliki. Juga ditemukan bahwa kepemilikan saham oleh pemegang saham asing

tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Tidak ditemukan bukti yang mendukung struktur kepemilikan.

Maman Setiawan (2006) mengadakan penelitian yang bertujuan untuk menyelidiki pengaruh struktur kepemilikan, karakteristik perusahaan, dan tatakelola korporasi terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini menggunakan model dimana variabel dependennya adalah tingkat profitabilitas yang mewakili kinerja perusahaan yang kemudian diestimasi dengan menggunakan variabel independen human dan non - human faktor, dan menggunakan analisis data panel dengan model pemilihan data terbaik. Dari hasil analisis didapatkan kesimpulan bahwa variabel struktur kepemilikan yang dilihat dari proporsi kepemilikan publik dan kepemilikan asing, keduanya memiliki hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Untuk variabel yang mencerminkan karakteristik perusahaan, seperti ukuran perusahaan, memberikan pengaruh yang positif dan signifikan.

Suranta dan Machfoedz (2003) mengadakan penelitian tentang struktur kepemilikan, nilai perusahaan, investasi dan ukuran dewan direksi. Dengan menggunakan persamaan OLS, hasil yang diperoleh menyatakan bahwa hubungan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan adalah linier dan negatif. Dengan menggunakan persamaan simultan 2SLS dan 3SLS serta memasukkan variabel kepemilikan institusional dan ukuran dewan direksi, hasil regresi menunjukkan bahwa nilai perusahaan hanya dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, institusional, dan ukuran dewan direksi.

Hexana Sri Lastanti (2004) meneliti hubungan antara struktur corporate governance dengan kinerja perusahaan dan reaksi pasar. Dalam penelitian tersebut digunakan struktur corporate governance berupa komposisi dewan komisaris independen, struktur kepemilikan terkonsentrasi dan kepemilikan institusional. Sedangkan kinerja perusahaan diproksi oleh nilai perusahaan (Tobin's Q) dan kinerja keuangan (ROA dan ROE). Hasil penelitian menyatakan terdapat hubungan positif signifikan antara independensi dewan komisaris dan Tobin's Q. Sementara variabel lain tidak berpengaruh secara signifikan, baik terhadap Tobin's Q, ROA, ataupun ROE.

Eddy Suranta, Pranata Puspita Midiastuty (2004) mengadakan penelitian dengan menggunakan sampel sebanyak 75 perusahaan. Penelitian ini mencoba meneliti hubungan antara *income smoothing*, *agency problems* dan kinerja perusahaan. Dengan menambahkan variabel kepemilikan publik serta menggunakan beberapa variabel control. Didapatkan hasil bahwa terdapat beberapa variabel yang menunjukkan hubungan negative dan tidak signifikan, yaitu variabel NPM, OPM, resiko pasar, nilai perusahaan, dan *size*. Sedangkan ditemukan hubungan positif pada variabel seperti *leverage*, ROA, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik.

Theresia Dwi Hastuti (2005) mengadakan studi penelitian yang bermaksud untuk mengetahui korelasi *Good Corporate Governance* dan struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan. *Good corporate governance* dan struktur kepemilikan sebagai variabel independen dan kinerja perusahaan sebagai variabel dependen. Dalam studi ini menggunakan dua pilar *Good Corporate Governance*, yaitu

transparansi dan akuntabilitas. Populasi yang diteliti adalah daftar perusahaan yang di LQ 45 selama 2 semester. Adapun hasil dari studi ini adalah: (1) tidak ada korelasi tentang struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan. (2) tidak ada korelasi tentang akuntabilitas dengan kinerja perusahaan. (3) ada korelasi yang signifikan tentang transparansi dengan kinerja perusahaan.

Konari Uchida (2006) menginvestigasi apakah hubungan antara kinerja perusahaan dan kepemilikan manajerial bergantung pada *leverage*. Peneliti tersebut memprediksikan adanya hubungan positif antara kinerja perusahaan dengan lemahnya kepemilikan manajerial seperti peningkatan *leverage*. Prediksi tersebut diuji menggunakan suatu rancangan panel data dari perusahaan-perusahaan manufaktur di Jepang tahun 1989-1996. Kesimpulan hasil yang didapat yaitu bahwa tingkat kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap Tobin's Q dan sebaliknya. Sebagai tambahan, hubungan interaksi antara tingkat kepemilikan manajerial dan *leverage* memiliki koefisien negative dalam regresi Tobin's Q.

2.2. Landasan Teori

2.2.1. Teori Keagenan (*agency theory*)

Perspektif hubungan keagenan merupakan dasar yang digunakan untuk memahami *corporate governance*. Manajer mempunyai kewajiban untuk memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham. Namun disisi lain, manajer juga mempunyai kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka. Penyatuan kepentingan seperti ini, seringkali menimbulkan konflik yang dinamakan konflik keagenan (Dessy, 2008).

Jensen dan Meckling (1976) menggambarkan hubungan *agency* sebagai suatu kontrak dibawah satu atau lebih (*principal*) yang melibatkan agen untuk melaksanakan beberapa layanan bagi mereka dengan melibatkan pendelegasian wewenang pengambilan keputusan kepada agen. Berle dan Means (1932) menyatakan bahwa dalam teori agensi yang memiliki saham sepenuhnya adalah pemilik (pemegang saham), dan manajer diminta untuk memaksimalkan tingkat pengembalian pemegang saham. Baik *principal* maupun agen diasumsikan sebagai orang ekonomi yang rasional dan semata-mata termotivasi oleh kepentingan pribadi.

Eisendhart (1989) mengemukakan beberapa teori yang melandasi teori agensi. Teori-teori tersebut dibedakan menjadi tiga jenis asumsi yaitu asumsi tentang sifat manusia, asumsi keorganisasian, dan asumsi informasi. Asumsi sifat manusia menekankan bahwa manusia memiliki sifat untuk mementingkan dirinya sendiri (*self interest*), memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*) dan tidak menyukai resiko (*risk aversion*). Asumsi keorganisasian menekankan bahwa adanya konflik antar anggota organisasi dan adanya asimetri informasi antara *principal* dan *agent*. Sedangkan asumsi informasi menekankan bahwa informasi sebagai barang komoditi yang bisa diperjual belikan. Jadi yang dimaksud dengan teori keagenan yaitu membahas tentang hubungan keagenan antara *principal* dan *agent*. Konflik kepentingan antara agen dan *principal* dalam mencapai kemakmuran yang dikehendakinya disebut sebagai masalah keagenan (*agency problem*). Masalah keagenan tersebut dapat terjadi akibat adanya asimetri informasi antara pemilik dan manajer. Dalam konteks ini asimetri informasi

memiliki maksud manajer memiliki informasi yang lebih dibandingkan oleh pihak luar. Asimetri informasi ini terjadi ketika manajer memiliki informasi internal perusahaan yang relatif lebih banyak dan mendapatkan informasi relatif lebih cepat dibanding pihak eksternal, seperti investor dan kreditor. Kondisi ini memberikan kesempatan kepada manajer untuk menggunakan informasi yang diketahuinya untuk memanipulasi pelaporan keuangan sebagai usaha untuk memaksimalkan kemakmurannya (Richardson, 1998).

Menurut Scott (1967) asimetr informasi mempunyai dua tipe, yaitu :

1. *adverse selection.*

Pada tipe ini, pihak yang merasa memiliki informasi lebih sedikit dibandingkan pihak lain tidak akan mau untuk melakukan perjanjian dengan pihak lain tersebut apapun bentuknya, dan jika tetap melakukan perjanjian, dia akan membatasi dengan kondisi yang sangat ketat dan biaya yang sangat tinggi. Contohnya, adalah kemungkinan konflik yang terjadi antara orang dalam atau manajer dengan orang luar atau investor potensial. Berbagai cara dapat dilakukan oleh manajer untuk memperoleh informasi lebih dibandingkan investor, misalnya dengan menyembunyikan, menyamarkan, memanipulasi informasi yang diberikan kepada investor. Akibatnya, investor tidak yakin terhadap kualitas perusahaan, atau membeli saham perusahaan dengan harga sangat rendah. Contoh lain dari asimetri informasi adalah ketika kreditor dan pemegang saham minoritas memiliki informasi yang lebih sedikit dibandingkan manajer dan pemegang saham mayoritas.

2. *moral hazard*.

Moral hazard terjadi ketika manajer melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemilik untuk keuntungan pribadinya dan menurunkan kesejahteraan pemilik. Contohnya, pada perusahaan yang relatif besar, dengan terpisahnya kepemilikan dan pengendalian manajemen, maka sulit bagi pemegang saham dan kreditur untuk melihat sejauh mana kinerja manajer sejalan dengan tujuan yang diinginkan pemegang saham, manajer mungkin cenderung bekerja kurang optimal. *Moral hazard* juga menghambat operasi perusahaan secara efisien.

Isu *good corporate governance* muncul sekitar tahun 1934 karenaterjadinya pemisahan antara kepemilikan dengan pengelolaan perusahaan. Dalam pemisahan ini pemilik memberikan kewenangan kepada pengelola (manajer atau direksi) untuk mengurus jalannya perusahaan, seperti mengelola dana dan mengambil keputusan perusahaan atas nama pemilik (Berle & Jeans, 1934). *Corporate governance* dapat digunakan untuk mengurangi permasalahan keagenan antara pemilik dengan manajer, sebagai upaya penyatuan kepentingan antara pemilik perusahaan dengan pengelola perusahaan.

2.2.2. Biaya Keagenan

(Jensen & Meckling, 1976 dalam Nuraeni 2010) permasalahan keagenan ditandai dengan adanya perbedaan kepentingan dan asimetri informasi antara pemilik perusahaan (*principal*) dan manajer (*agent*). Perbedaan kepentingan ini dikarenakan oleh kemungkinan bahwa *agent* tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan *principal*. Oleh karena itu perlu adanya suatu mekanisme

pengawasan untuk meminimumkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Munculnya mekanisme pengawasan atau kegiatan pemantauan ini akan menyebabkan timbulnya suatu biaya yang disebut dengan *agency cost*. Biaya keagenan (*agency cost*) adalah biaya yang dikeluarkan pemilik untuk mengatur dan mengawasi kinerja para manajer sehingga mereka bekerja untuk kepentingan perusahaan. Jensen & Meckling (1976) menyebutkan tiga jenis biaya keagenan yaitu meliputi *monitoring cost*, *bonding cost*, *residual losses*.

1. *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh *principal* untuk memonitor perilaku para *agent*, yaitu untuk mengukur, mengamati dan mengontrol perilaku agen, contohnya seperti biaya audit dan biaya untuk menetapkan rencana kompensasi manajer, pembatasan anggaran, dan aturanaturan operasi.
2. *Bonding cost* adalah biaya yang ditanggung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa *agent* akan bertindak untuk kepentingan *principal*. Contohnya seperti biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk menyediakan laporan keuangan kepada pemegang saham. Sedangkan
3. *Residual loss* timbul dari kenyataan bahwa tindakan *agent* kadangkala berbeda dari tindakan yang memaksimumkan kepentingan *principal*.

2.2.3. Struktur Kepemilikan Saham

Pengelolaan perusahaan yang semakin dipisahkan dari kepemilikan perusahaan merupakan salah satu ciri perekonomian modern, hal ini sesuai dengan *agency theory* yang menginginkan pemilik perusahaan (*principal*) menyerahkan

pengelolaan perusahaan kepada tenaga profesional (*agent*) yang lebih mengertidalam menjalankan bisnis. Tujuan dipisahkannya pengelolaan dan kepemilikan perusahaan yaitu agar pemilik memperoleh keuntungan maksimal dengan biaya yang efisien.

Wicaksono (2000) menjelaskan bahwa keberhasilan penerapan *corporate governance* tidak terlepas dari struktur kepemilikan perusahaan. Struktur kepemilikan tercermin baik melalui instrumen saham maupun instrumen utang sehingga melalui struktur tersebut dapat ditelaah kemungkinan bentuk masalah keagenan yang akan terjadi. Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam struktur kepemilikan, antara lain:

1. Kepemilikan sebagian kecil perusahaan oleh manajemen mempengaruhi kecenderungan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham dibanding sekedar mencapai tujuan perusahaan semata.
2. Kepemilikan yang terkonsentrasi memberi insentif kepada pemegang saham mayoritas untuk berpartisipasi secara aktif dalam perusahaan.
3. Identitas pemilik menentukan prioritas tujuan sosial perusahaan danmaksimalisasi nilai pemegang saham, misalnya perusahaan milik pemerintahcenderung untuk mengikuti tujuan politik dibanding tujuan perusahaan.

Menurut Ittuiraga & Saz (1998) dalam Carolina (2007) masalah keagenan timbul karena adanya benturan keinginan antara pemilik perusahaan (pemegang saham mayoritas) dengan manajer pengelola. Karena itu, struktur kepemilikan dianggap sebagai sebagai hal yang krusial untuk mengatasi masalah keagenan karena

dengan struktur kepemilikan yang baik terwujud suatu kinerja perusahaan yang layak karena manajer sebagai pihak yang berkompeten dalam pengelolaan perusahaan mempunyai wewenang cukup untuk menjalankan tugasnya.

2.2.3.1. Kepemilikan Saham Manajerial

Shleifer & Vishny (1986) menyatakan bahwa kepemilikan saham yang besar dari segi ekonomi memiliki insentif untuk memonitor. Secara teoritis ketika kepemilikan manajerial rendah maka insentif untuk memonitor terhadap kemungkinan terjadinya perilaku opportunistik manajer akan meningkat. Kepemilikan manajer akan saham perusahaan dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham diluar manajemen sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sebagai seorang pemilik (Jensen & Meckling, 1976).

Kepemilikan saham manajerial adalah proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajemen, yang dapat diukur dari presentase saham biasa yang dimiliki oleh pihak manajemen yang secara aktif terlibat dalam pengambilan keputusan perusahaan. Sedangkan menurut Bagnani dkk (1996) struktur kepemilikan saham manajerial diukur sebagai presentase saham biasa dan atau opsi saham yang dimiliki direktur dan *officer*. Dan menurut Setiyono (2000) struktur kepemilikan saham manajerial diukur sebagai persentase saham biasa yang dimiliki oleh komisaris atau *Board of Management*. Itturiaga & Sanz (2000) berpendapat bahwa struktur kepemilikan manajerial dapat dijelaskan dari dua sudut pandang yaitu melalui pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidak seimbangan (*asymmetric information approach*). Pendekatan

keagenan menganggap struktur kepemilikan manajerial sebagai sebuah instrumen atau alat untuk mengurangi konflik keagenan diantara beberapa klaim (*claim holder*) terhadap perusahaan. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara pihak dalam dan pihak luar melalui pengungkapan informasi didalam pasar modal.

Menurut Jensen, 1993 Dalam Faisal (2005), hipotesis pemusatan kemungkinan (*convergence of interest hypothesis*) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial dapat membantu penyatuan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Semakin meningkatnya proporsi kepemilikan saham manajerial maka kinerja perusahaan juga semakin baik. Dengan meningkatkan kepemilikan saham manajerial akan mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga manajer temotivasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Kebangkrutan perusahaan bukan hanya menjadi tanggungan pemilik utama, namun manajer juga ikut menanggungnya. Semakin besar proporsi kepemilikan manajerial pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham karena bila terdapat keputusan yang salah manajemen juga akan menanggung konsekuensinya. Hal ini sesuai dengan pendapat Demsey & Laber (1993) bahwa masalah keagenan banyak dipengaruhi oleh *insider ownership*. *Insider ownership* adalah pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar *insider ownership*, maka perbedaan kepentingan antara pemegang saham (pemilik) dengan pengelola perusahaan (manajemen) semakin kecil karena

mereka akan bertindak dengan lebih hati-hati karena manajer juga ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang dilakukan. Apabila kepemilikan *insider ownership* kecil berarti hanya sedikit jumlah pemegang saham yang ikut terlibat dalam mengelola perusahaan sehingga semakin tinggi pula kemungkinan munculnya masalah keagenan karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan pengelola perusahaan yang semakin besar. Dengan demikian kepemilikan saham oleh insider merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini juga konsisten dengan penelitian Cruthley & Hansen (1989) serta Bathala dkk (1994) yang menyimpulkan bahwa level kepemilikan manajerial yang lebih tinggi dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan. Hal ini didasarkan pada logika bahwa peningkatan proporsi saham yang dimiliki manajer akan menurunkan kecenderungan manajer untuk melakukan tindakan konsumsi yang hanya mementingkan dirinya sendiri, dengan demikian akan menyatukan kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

2.2.3.2. Kepemilikan Saham Institusional

Husnan (2001) menyatakan bahwa ada dua jenis *ownership* dalam perusahaan Indonesia yaitu perusahaan dengan kepemilikan sangat menyebar dan perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi. Dalam tipe perusahaan dengan kepemilikan sangat menyebar, masalah keagenan yang sering timbul adalah antara agen (pihak manajemen) dengan *owners* (pemegang saham). Perusahaan yang kepemilikannya lebih menyebar memberikan imbalan yang lebih besar kepada pihak manajemen dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi (Goldberg

& Idson, 1995 dalam Husnan, 2001). Jenis kepemilikan perusahaan yang kedua adalah perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi.

Dalam tipe perusahaan seperti ini, timbul dua kelompok pemegang saham yaitu, *controlling* dan *minority shareholders* (Asian Development Bank, 2000 dikutip dalam Husnan, 2001). Pemegang saham pengendali atau pemegang saham mayoritas (*controlling shareholders*) dapat bertindak sama dengan kepentingan pemegang saham atau bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Disamping itu juga mempunyai informasi yang lebih lengkap daripada pemegang saham minoritas, dan hal ini akan mempengaruhi perilaku perusahaan (The Business Roundtable, 1997).

Menurut Wening (2007) konflik yang terjadi akibat pemisahan kepemilikan dapat berdampak pada pengendalian dan pelaksanaan pengelolaan perusahaan yang menyebabkan para manajer bertindak tidak sesuai dengan keinginan pemilik perusahaan. *Agency cost* dapat diminalisir dengan beberapa alternatif, salah satunya dengan adanya kepemilikan investor institusional yang dapat berfungsi sebagai agen monitor. Moh'd dkk (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu investor institusional akan mengurangi biaya agensi. Keberadaan pemegang saham institusional dapat mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Pengawasan terhadap perusahaan tidak hanya terbatas dilakukan oleh pihak dalam perusahaan, namun juga dapat dilakukan dari pihak eksternal perusahaan yaitu dengan adanya pengawasan melalui investor-investor institusional. Kepemilikan perusahaan oleh institusi akan mendorong pengawasan

yang lebih efektif, karena institusi merupakan profesional yang memiliki kemampuan dalam mengevaluasi kinerja perusahaan. Pozen (2004) mengungkapkan beberapa metode yang digunakan oleh pemilik institusional dapat mempengaruhi pengambilan keputusan manajerial, mulai dari diskusi informal dengan manajemen, sampai dengan pengendalian seluruh kegiatan operasional dan pengambilan keputusan perusahaan. Adanya kepemilikan oleh investor institusional yang didefinisikan sebagai investor yang berasal dari sektor keuangan seperti perusahaan efek, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, perbankan, dana pensiun dan kepemilikan institusi lain akan mendorong peningkatan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen perusahaan. Kepemilikan institusional merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Dengan adanya kepemilikan oleh investor institusional dapat mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau malah memperburuk kinerja manajemen. Brous & Kini (1994) menyatakan bahwa ketatnya pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional sangat tergantung pada besarnya investasi yang dilakukan. Bathala dkk (1994) juga menemukan bahwa kepemilikan institusional menggantikan kepemilikan manajerial dalam mengontrol *agency cost*. Semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan juga akan meningkat.

Ndaruningputri (2005) mengemukakan bahwa struktur kepemilikan perusahaan publik di Indonesia sangat terkonsentrasi pada institusi. Institusi yang dimaksudkan adalah pemilik perusahaan publik berbentuk lembaga, bukan pemilik atas nama perseorangan atau pribadi. Loderer & Peyer (2002) menggunakan struktur kepemilikan sebagai mekanisme eksternal corporate governance. Beiner dkk (2003) menemukan bahwa ada hubungan positif antara struktur kepemilikan dengan kinerja. Selain itu, jenis pemegang saham (institusional, individual, *corporation*) juga akan mempengaruhi *corporate governance* (Riyanto, 2003). Gunarsih (2003) melakukan pengujian empiris yang hasilnya menyatakan bahwa kepemilikan institusi domestik mempengaruhi pengelolaan perusahaan dan semakin tinggi proporsi kepemilikan institusi domestik maka semakin rendah kinerja perusahaan.

Stiglitz (1985) dan Shleifer & Vishny (1986) dalam Beiner dkk (2003) menegaskan bahwa untuk memperbaiki *corporate governance*, dapat dilakukan dengan meyakinkan bahwa perusahaan memiliki satu atau lebih pemegang saham besar. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Morck, Shleifer & Vishny (1998) memperlihatkan bukti bahwa pemegang saham besar memiliki peran campuran. Peneliti lainnya menemukan bahwa ada hubungan signifikan negatif antara struktur kepemilikan dengan kinerja, karena investor yang memiliki jumlah hak suara besar cenderung lebih menuju kepada kinerja perusahaan yang rendah. Hal ini karena pemegang saham yang jumlahnya besar (*large shareholder*) menggunakan kekuatan suara mereka untuk memperbaiki posisi mereka sendiri pada pengeluaran pemegang saham lainnya.

2.2.3.3. Kepemilikan Saham Publik

Untuk mencapai tujuan utama suatu perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaannya, diperlukan pendanaan yang dapat diperoleh baik melalui pendanaan internal maupun pendanaan eksternal. Masalah pendanaan berpengaruh pada tingkat kapitalisasi modal. Tingkat kapitalisasi modal yang rendah merupakan salah satu alasan kegagalan perusahaan (Gladstone & Gladstone, 2002, p. 2-4). Sumber pendanaan eksternal yang dimaksud yang dimaksud diatas dapat diperoleh antara lain melalui saham dari masyarakat (publik). Untuk menggerakkan ekonomi secara riil tidak bisa hanya dari konsumsi, secara fundamental diperlukan investasi. Salah satunya adalah pasar modal, terutama untuk memulihkan kepercayaan investor. Oleh karena itu diperlukan upaya yang besar dan waktu yang panjang untuk memulihkan kepercayaan, jika strategi yang diambil mengundang investasi langsung di sektor riil (Purba, 2004).

Berdasarkan fakta, pasar modal Indonesia digerakkan oleh investor dengan jumlah terbatas. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia belum berakar. Pemerintah perlu memberikan perhatian terhadap pengembangan pasar modal, dengan tujuan untuk membangun pasar modal kita yang efisien dan berdaya saing kuat. Salah satu alternative untuk mengatasi permasalahan ini yaitu dengan meningkatkan proporsi kepemilikan saham oleh masyarakat (publik).

Penyertaan saham oleh masyarakat mencerminkan adanya harapan dari masyarakat bahwa pihak manajemen perusahaan akan mengelola saham tersebut dengan sebaik-baiknya dan dibuktikan dengan tingkat laba dan kinerja perusahaan

yang baik (Purba, 2004). Menurut Rosma (2007) kepemilikan publik menunjukkan besarnya *private information* yang harus dibagikan manajer kepada publik. *Private information* tersebut merupakan informasi internal yang semula hanya diketahui oleh manajer, seperti standar yang dipakai dalam pengukuran kinerja perusahaan, keberadaan perencanaan bonus, dan sebagainya. Jensen (1976) menyatakan bahwa publik mempunyai peran penting dan bertindak independen dalam menilai manajemen. Semakin besar persentase saham yang ditawarkan kepada publik, maka semakin besar pula internal yang harus diungkapkan kepada publik sehingga kemungkinan dapat mengurangi intensitas terjadinya manajemen laba. Oleh karena itu kepemilikan publik dianggap berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

2.2.4. Kinerja

Pengertian kinerja atau *performance* merupakan gambaran mengenai tingkat pencapaian pelaksanaan suatu program kegiatan atau kebijakan dalam mewujudkan sasaran, tujuan, visi dan misi organisasi yang dituangkan melalui perencanaan strategis suatu organisasi (Moeheriono, 2012; 95).

2.2.5. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah penentuan ukuran-ukuran tertentu yang dapat mengukur keberhasilan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba (Dessy, 2008). Kinerja juga merupakan hal penting yang harus dicapai oleh setiap perusahaan dimanapun, karena kinerja merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan dalam mengalokasikan sumber dayanya. Penilaian kinerja adalah penentuan secara

periodik efektivitas operasional suatu organisasi, bagian organisasi dan karyawan berdasarkan sasaran, standar dan kinerja yang telah ditetapkan sebelumnya. Sedangkan Kinerja perusahaan sendiri adalah kemampuan perusahaan dalam menjelaskan operasionalnya. Penilaian kinerja perusahaan dapat dilihat dari segi analisis laporan keuangan dan dari segi perubahan harga saham. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya (Fama, 1978 dalam Dessy, 2008). Kinerja merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan dalam mengelola dan mengalokasikan sumberdayanya. Tujuan dari penilaian kinerja adalah untuk memotivasi karyawan dalam mencapai sasaran organisasi dan dalam memenuhi standar perilaku yang telah ditetapkan sebelumnya agar membedakan hasil dan tindakan yang diinginkan. Standar perilaku dapat berupa kebijakan manajemen atau rencana formal yang dituangkan dalam anggaran.

Beiner dkk (2003); Jensen (1993) serta Lipton & Lorsch (1992) menegaskan bahwa kinerja perusahaan merupakan hasil dari tindakan direktur. Sedangkan Keats, dkk (1998) beranggapan bahwa kinerja merupakan sebuah konsep yang sulit, baik definisi maupun dalam pengukurannya, karena sebagai sebuah konstruk, kinerja bersifat multidimensional dan oleh karena itu pengukuran menggunakan dimensi pengukuran tunggal tidak mampu memberikan pemahaman yang komprehensif. Venkatraman dkk (1986) berpendapat bahwa pengukuran kinerja hendaknya menggunakan atau mengintegrasikan dimensi pengukuran yang beragam. Sampai saat ini masih muncul perdebatan tentang pendekatan yang tepat bagi konseptualisasi dan pengukuran kinerja organisasi (Venkatraman dkk, 1998), sehingga ukuran kinerja yang cocok dan layak

tergantung pada keadaan unik yang dihadapi peneliti. Berikut ini adalah beberapa rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan (Ang, 1997):

1. Rasio likuiditas

Rasio likuiditas adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial yang berjangka pendek tepat pada waktunya.

2. Rasio aktivitas

Rasio aktivitas adalah rasio yang menunjukkan bagaimana sumber daya telah dimanfaatkan secara optimal, kemudian dengan cara membandingkan rasio aktivitas dengan standar industri, maka dapat diketahui tingkat efisiensi perusahaan dalam industri.

3. Rasio profitabilitas

Rasio profitabilitas dapat mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan memperoleh laba baik dalam hubungan penjualan, aset maupun laba modal sendiri. Rasio profitabilitas dibagi menjadi enam antara lain:

- a. *Gross profit margin* (GRM) yaitu rasio yang mengukur efisiensi pengendalian harga pokok atau biaya produksinya
- b. *Net profit margin* (NPM) yaitu rasio yang mengukur laba bersih setelah pajak terhadap penjualan
- c. *Return on assets* (ROA) yaitu rasio antara saldo laba bersih setelah pajak dengan jumlah aset perusahaan secara keseluruhan
- d. *Return on equity* (ROE) yaitu perbandingan antara laba bersih sesudah pajak dengan total ekuitas

e. *Operating ratio* (OR) yaitu biaya yang dikorbankan dalam penjualan atau berapa persentase biaya yang dikeluarkan dalam penjualan

4. Rasio solvabilitas (*Leverage*)

Financial leverage menunjukkan proporsi atas penggunaan utang untuk membiayai investasinya. Perusahaan yang tidak mempunyai leverage berarti menggunakan modal sendiri 100%.

5. Rasio Pasar (*Market ratio*)

Rasio ini menunjukkan informasi penting perusahaan yang diungkapkan dalam basis per saham. Rasio nilai pasar perusahaan memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan dimasa lampau dan prospeknya dimasa yang akan mendatang. Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan, Antara lain :

- a. *price earning ratio* (PER) yaitu Rasio ini menunjukkan berapa banyak investor bersedia membayar untuk tiap rupiah dari laba yang dilaporkan
- b. *market-to-book ratio* yaitu Rasio ini menunjukkan berapa besar nilai perusahaan dari apa yang telah atau sedang ditanamkan oleh pemilik perusahaan
- c. *Tobin's Q* yaitu perbandingan antara nilai pasar perusahaan dengan nilai buku total aktiva

Masing-masing rasio memiliki karakteristik yang berbeda, dan memberikan informasi bagi manajemen maupun investor mengenai hal yang berbeda pula. Simons (2000) mengemukakan bahwa untuk menjamin tercapainya tujuan-tujuan kinerja, para manajer harus merancang ukuran-ukuran hasil yang

diinginkan. Suatu pengukuran adalah nilai kuantitatif yang dapat digunakan untuk menjadi skala dan tujuan-tujuan perbandingan. Pengukuran kinerja dapat berupa keuangan dan bukan keuangan. Pengukuran keuangan dinyatakan dalam ketentuan moneter. Sedangkan pengukuran bukan keuangan adalah data kuantitatif yang diciptakan diluar sistem akuntansi yang formal. Horne (1995) menyebutkan bahwa untuk mengevaluasi kondisi keuangan dan kinerja perusahaan, analisis keuangan membutuhkan ukuran keuangan yang pasti.

Informasi kinerja perusahaan, terutama profitabilitas, diperlukan untuk menilai perubahan potensial sumber daya ekonomi yang mungkin dikendalikan dimasa depan. Informasi kinerja bermanfaat untuk memprediksi kapasitas perusahaan dalam arus kas dari sumber daya yang ada dan juga untuk perumusan pertimbangan tentang efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya (IAI, 2001).

Menurut Riyanto (2001), *return on assets* (ROA) merupakan salah satu bentuk dari rasio profitabilitas untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang digunakan untuk operasional perusahaan agar menghasilkan keuntungan. Besarnya ROA dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Return on Assets (ROA)} = \frac{\text{Earning after tax}}{\text{Total Assets}}$$

Earning after tax (EAT) merupakan laba bersih setelah pajak. *Total Assets* merupakan nilai buku total aktiva. Pengukuran kinerja keuangan perusahaan

dengan ROA menunjukkan kemampuan atas modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva yang dimiliki perusahaan untuk menghasilkan laba. ROA yang negatif disebabkan laba perusahaan dalam kondisi negatif pula atau rugi. Hal ini menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan secara keseluruhan belum mampu untuk menghasilkan laba (Hakim, 2006).

ROA memiliki keunggulan, diantaranya yaitu (Hakim, 2006):

1. Merupakan ukuran yang komprehensif dimana seluruhnya mempengaruhi laporan keuangan yang tercermin dari rasio ini.
2. Mudah dihitung, dipahami, dan sangat berarti dalam nilai absolut.
3. Merupakan denominator yang dapat diterapkan pada setiap unit organisasi yang bertanggung jawab terhadap profitabilitas dan unit usaha.

Namun menurut Lisa (1999), selain memiliki keunggulan terdapat pula beberapa kelemahan atas penggunaan ROA yaitu:

1. Pengukuran kinerja dengan menggunakan ROA membuat manajer divisimemiliki kecenderungan untuk melewatkan *project-project* yang menurunkan divisional ROA, meskipun sebenarnya proyek-proyek tersebut dapat meningkatkan tingkat keuntungan perusahaan secara keseluruhan.
2. Manajemen juga cenderung untuk berfokus pada tujuan jangka pendek dan bukan tujuan jangka panjang.
3. Sebuah projectdalam ROA dapat meningkatkan tujuan jangka pendek, tetapi *project* tersebut mempunyai konsekuensi negatif dalam jangka panjang. Yang berupa pemutusan beberapa tenaga penjualan, pengurangan *budget*

pemasaran, dan penggunaan bahan baku yang relatif murah sehingga menurunkan kualitas produk dalam jangka panjang.

2.3. Pengembangan Hipotesis

Hipotesis adalah suatu pernyataan tentang konsep yang diperkirakan sebagai kebenaran atau kesalahan tentang suatu fenomena yang sedang diamati yang kemudian diformulasikan untuk pengujian yang bersifat empirik. Jadi hipotesis merupakan suatu rumusan yang menyatakan adanya hubungan tertentu antara dua variabel atau lebih (Emory, 1996).

2.3.1. Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kinerja Perusahaan

Setelah Indonesia mengalami masa krisis yang berkepanjangan sejak tahun 1998, isu mengenai *corporate governance* mulai mengemuka. Dampak dari terjadinya krisis ekonomi yang terjadi masih bisa dirasakan oleh berbagai sendi kehidupan bangsa Indonesia hingga saat ini. Salah satu masalah yang sekarang masih terus dipulihkan ialah masalah daya saing ekonomi negara di tingkat internasional. Banyak pihak yang mengatakan lamanya proses perbaikan di Indonesia disebabkan oleh sangat lemahnya *corporate governance* yang diterapkan dalam perusahaan di Indonesia. *Corporate Governance* merupakan tata kelola perusahaan yang menjelaskan hubungan antara berbagai partisipan dalam perusahaan yang menentukan arah dan kinerja perusahaan (Monks & Minow, 2001). Upaya pengembangan *good corporate governance* ditujukan untuk mendorong optimalisasi alokasi atau penggunaan sumber daya perusahaan agar pertumbuhan dan kesejahteraan pemilik perusahaan terjaga.

Wicaksono (2000) menjelaskan bahwa keberhasilan penerapan *corporate governance* tidak terlepas dari struktur kepemilikan perusahaan, karena struktur kepemilikan tersebut menjelaskan komitmen dari pemiliknya untuk menyelamatkan perusahaan. Menurut Wahyudi & Pawesti (2006) struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karena adanya kontrol yang mereka miliki.

Menurut Jensen (1993) hipotesis pemusatan kemungkinan (*convergence of interest hypothesis*) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial dapat membantu penyatuan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Semakin meningkat proporsi kepemilikan saham manajerial maka manajemen akan cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang tidak lain adalah dirinya sendiri. Dengan meningkatkan kepemilikan saham manajerial akan mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga manajer ikut merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Hal tersebut menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai arti penting dalam struktur kepemilikan perusahaan.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) menunjukkan bahwa untuk meminimalkan adalah dengan meningkatkan kepemilikan manajerial didalam perusahaan. Karena semakin besar kepemilikan manajerial dalam perusahaan akan memotivasi manajemen agar berusaha

meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang saham dan untuk kepentingannya sendiri.

Namun tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi juga dapat berdampak buruk terhadap perusahaan. Dengan kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer mempunyai hak voting yang tinggi sehingga manajer mempunyai posisi yang kuat untuk mengendalikan perusahaan. Hal ini dapat mengakibatkan para pemegang saham eksternal mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan manajer. Dengan semakin meningkatnya kepemilikan manajerial menyebabkan keputusan yang diambil oleh pihak manajemen akan lebih cenderung untuk menguntungkan kandirinya sendiri dan akhirnya merugikan perusahaan sehingga kemungkinan nilai perusahaan akan menurun.

H1: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

2.3.2. Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kinerja Perusahaan

Wening (2007) berpendapat bahwa konflik yang terjadi akibat pemisahan kepemilikan dapat berdampak pada pengendalian dan pelaksanaan pengelolaan perusahaan yang menyebabkan para manajer bertindak tidak sesuai dengan keinginan pemilik perusahaan. Hal ini dapat diminalisir dengan adanya pengawasan terhadap perusahaan tidak hanya terbatas dilakukan oleh pihak dalam perusahaan, namun juga dapat dilakukan dari pihak eksternal perusahaan yaitu dengan cara mengaktifkan pengawasan melalui investor - investor institusional (Putri dan Natsir, 2006). Adanya kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan efek, perbankan, perusahaan asuransi, dana pensiun dan kepemilikan institusi lain akan mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja

manajemen sehingga kinerja perusahaan juga akan meningkat. Semakin besar kepemilikan oleh institusi maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan juga akan meningkat.

H2: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

2.3.3. Hubungan Kepemilikan Publik dengan Kinerja Perusahaan

Penelitian yang dilakukan Sudarma (2004) menghasilkan kesimpulan bahwa struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) saham berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini memberikan asumsi bahwa semakin berkurangnya komposisi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional serta meningkatnya kepemilikan publik akan berpengaruh terhadap naiknya nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia perlu memperbesar struktur kepemilikan publik untuk mendorong agar pihak manajemen perusahaan lebih transparan dan ada keinginan untuk melakukan penyebaran kepemilikan, sehingga perusahaan tidak dikendalikan oleh kalangan keluarga tertentu saja.

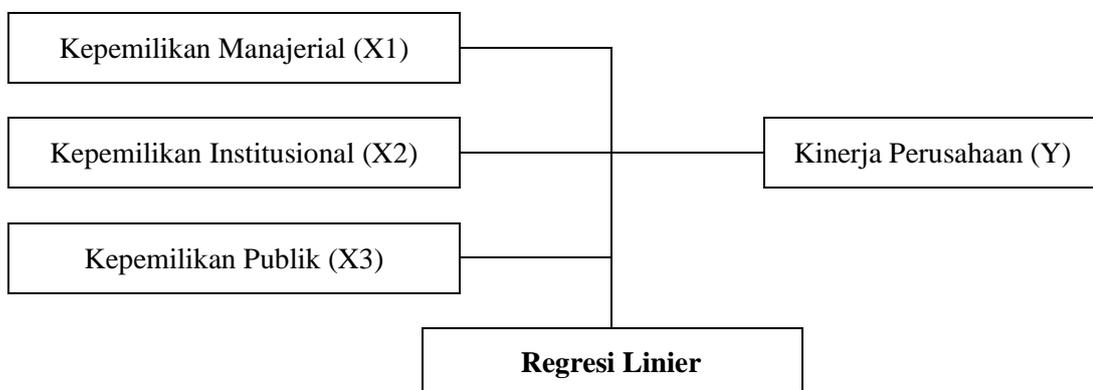
Pada kondisi saat ini diketahui bahwa proporsi kepemilikan saham perusahaan publik di Indonesia masih relatif rendah, dan juga diperoleh gambaran bahwa kinerja perusahaan sebagai wujud implementasi *good corporate governance* juga masih lemah. Berdasarkan kedua hal tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa besarnya proporsi saham publik memiliki hubungan positif dengan kinerja perusahaan. Kesimpulan ini juga dapat menjelaskan bahwa

lemahnya kinerja perusahaan dan rendahnya implemementasi *good corporate governance* di Indonesia antara lain disebabkan oleh lemahnya pemilikan saham oleh perusahaan oleh publik. Pengujian ini menekankan bahwa kinerja perusahaan akan semakin baik bila proporsi saham milik publik dapat ditingkatkan.

H3: Kepemilikan publik berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

2.4. Kerangka Konseptual

Kerangka penelitian yang akan dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:



Gambar 1.1
Model Kerangka Konseptual