

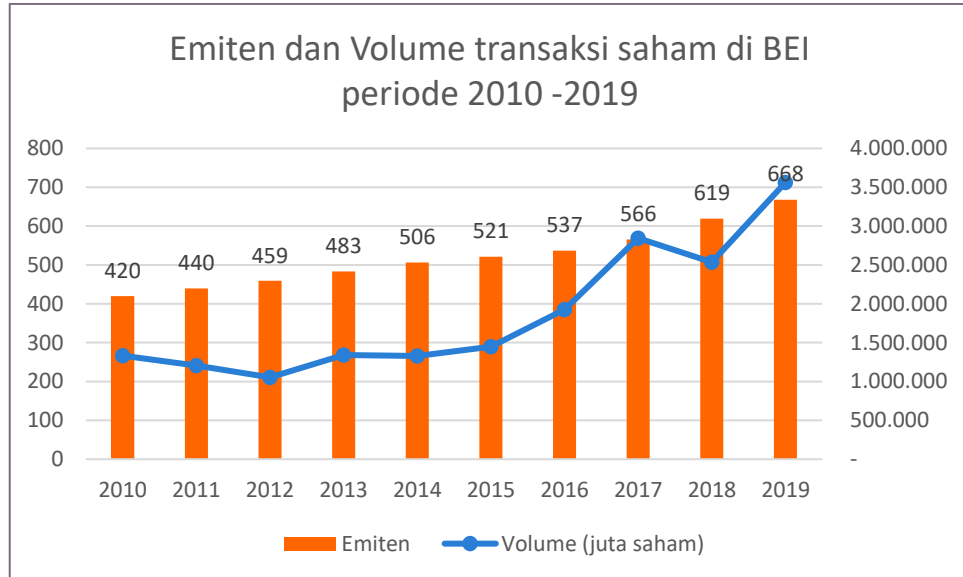
BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Nilai perusahaan merupakan salah satu topik penting dalam bidang keuangan dan manajemen, khususnya dalam konteks perusahaan publik di Indonesia. Hal ini dikarenakan nilai perusahaan tidak hanya semata-mata mencerminkan kinerja keuangan namun juga menjadi indikator utama bagi investor dalam menilai prospek investasi. Dari serangkain instrumen investasi, pasar modal masih menjadi pilihan menarik bagi investor terlebih jika melihat perkembangan satu dekade terakhir.

Perkembangan pasar modal di Indonesia bisa dikatakan cukup pesat (Gambar 1.1), tercatat hingga akhir 2019 ada sebanyak 668 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai emiten dan ini meningkat sebesar 69 % jika dibandingkan tahun 2010 yang berjumlah 420 emiten (BPS, 2020; IDX, 2020). Dari sisi volume perdagangan saham juga mengalami tren kenaikan tiap tahunnya dari 1.330.865 saham (2010) hingga 3.562.367 saham (2019).



Gambar 1.1 Perkembangan Emiten dan Volume Transaksi Saham di BEI (2010 – 2019)

Hal ini sangat menguntungkan karena pasar modal berfungsi sebagai intermediasi antara pihak yang membutuhkan modal dan pihak yang memiliki kelebihan modal. Untuk pelaku usaha, ini tentunya merupakan salah satu sumber

pembiayaan eksternal dan untuk investor, itu merupakan salah satu instrumen investasi. Dan agar dapat memenangkan persaingan dalam menggaet investor, untuk itu maka perusahaan akan selalu berusaha meningkatkan kinerjanya dari waktu ke waktu berupa peningkatan nilai perusahaan itu sendiri (Van Horne & Wachowicz, 2008; Womack & Jones, 2015).

Salah satu faktor yang diyakini mempengaruhi nilai perusahaan adalah kepemilikan manajerial, sebuah proporsi saham yang dimiliki oleh manajer perusahaan, karena kerap kali dianggap sebagai indikator tingkat kontrol dan pengaruh manajer terhadap keputusan perusahaan.

Kepemilikan saham manajerial memiliki dua sisi yang bertolak belakang. Di satu sisi, dapat menjadi insentif bagi mereka untuk memaksimalkan nilai perusahaan karena mereka memiliki kepentingan yang sama dengan pemegang saham. Namun di sisi lain, kepemilikan yang berlebihan dapat menimbulkan konflik kepentingan dimana manajer lebih fokus pada keuntungan pribadi daripada kesejahteraan perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan tidak selalu linier dan bersifat kompleks karena dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor baik itu internal (struktur perusahaan) dan eksternal (lingkungan ekonomi).

Sejumlah penelitian yang membahas dampak kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang dapat dikatakan inkonsistensi dan kondisi ini merupakan sebuah *gap*.

Pada konteks perusahaan publik di Indonesia struktur kepemilikan manajerial memiliki karakteristik yang unik yakni seringkali dimiliki oleh keluarga atau konglomerat dan cenderung terkonsentrasi. Akibatnya, pendiri perusahaan seringkali juga menjabat sebagai dewan direksi atau komisaris, yang dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemilik saham, yang pada gilirannya dapat mengurangi akuntabilitas manajer (Claessens et al., 2000).

Penelitian oleh Adam et al (2020) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi di perusahaan Indonesia tidak selalu berbanding lurus dengan peningkatan nilai perusahaan. Sebaliknya, terdapat risiko bahwa manajer akan lebih cenderung untuk melakukan tindakan yang merugikan perusahaan demi kepentingan pribadi mereka (Hersel et al., 2019; Hubbard, 2020:151). Kondisi

seperti itu tentunya dapat mengakibatkan penurunan nilai perusahaan dan kepercayaan investor, dan khusus di negara berkembang hubungan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan seringkali lebih rumit, menghadapi tantangan besar dalam hal perlindungan investor dan transparansi, serta seringkali mencerminkan karakteristik pasar yang berbeda dibandingkan dengan negara maju (La Porta et al., 1999).

Jika dibandingkan dengan perusahaan publik di negara maju seperti Amerika Serikat dan beberapa negara di Eropa, kepemilikan saham manajerial seringkali lebih terstruktur dan diatur dengan baik. Mekanisme *corporate governance* yang kuat membantu menjaga keseimbangan antara kepentingan manajer dan pemegang saham. Meskipun ada peraturan yang ketat, konflik kepentingan masih bisa muncul, terutama ketika manajer menerima insentif yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan dalam jangka panjang. Namun setidaknya regulasi yang ketat dan sistem pengawasan yang lebih baik mampu membantu mengurangi potensi konflik kepentingan. Bebchuk & Roe (1999) menjelaskan bahwa sistem *dual board* di Jerman memungkinkan pemegang saham memiliki suara yang lebih besar dalam keputusan strategi perusahaan sehingga mengurangi kemungkinan penyalahgunaan kekuasaan oleh manajer. Manajer perusahaan di negara maju masih dapat terjebak dalam *short-termism* dimana mereka lebih fokus pada hasil jangka pendek untuk memenuhi tuntutan pasar yang dapat berdampak negatif pada inovasi dan pertumbuhan jangka panjang perusahaan (Sewchurran, Dekker, & McDonogh, 2019).

Morck et al (1988) menyebutkan bahwa meskipun ada korelasi positif antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan akan tetapi hubungan ini tidak berlaku secara universal dikarenakan adanya pengaruh dari berbagai faktor seperti tata kelola perusahaan (efisiensi), ukuran perusahaan, dan tingkat risiko yang melekat di pasar. Namun dalam penelitiannya, Morck tidak melibatkan faktor-faktor tersebut sebagai variabel mediasi atau moderasi. Wu et al (2022) menunjukkan hasil penelitiannya bahwa efisiensi secara parsial memediasi hubungan antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. Demikian pula pada perusahaan kecil dan menengah bahwasannya efisiensi tidak memediasi pola hubungan ini (Flatten et al., 2011). Nampaknya dirasa cukup penting untuk turut

mempertimbangkan faktor-faktor tersebut dalam menganalisis hubungan antara kepemilikan saham manajerial dan nilai perusahaan.

Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki struktur manajerial yang lebih kompleks, sumber daya yang lebih banyak, kerap kali mendapatkan keuntungan dari skala ekonomi, menghadapi risiko yang lebih besar sekaligus mampu menyerap risiko dengan lebih baik sehingga dapat meningkatkan valuasi mereka. Dalam konteks ini, kepemilikan saham manajerial yang tinggi dapat berkontribusi pada pengambilan keputusan yang lebih baik karena manajer memiliki insentif untuk menjaga nilai perusahaan di tengah ketidakpastian. Namun, pada perusahaan besar juga dihadapkan dengan dilusi kepemilikan yang dapat menyebabkan masalah keagenan sehingga mengurangi manfaat potensial dari kepemilikan manajerial (Fama & Jensen, 1983). Sebaliknya, perusahaan yang lebih kecil mungkin tidak memiliki fleksibilitas yang sama dalam pengambilan keputusan, mengalami inefisiensi dan risiko yang lebih tinggi sehingga berdampak negatif pada valuasi mereka. Morck et al (1988) menjelaskan bahwa pada perusahaan kecil bisa saja kepemilikan manajerial dapat menghasilkan efisiensi yang lebih besar manakala adanya pengawasan dan kontrol yang lebih dekat.

Penelitian oleh Demsetz & Lehn (1985) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dapat memainkan peran moderasi dalam hubungan kepemilikan dan nilai, yang mana pada perusahaan besar menunjukkan hubungan positif yang lebih nyata antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Dengan memasukkan tingkat risiko yang terkait dengan operasi perusahaan dapat memperumit hubungan kepemilikan dan nilai. Perusahaan-perusahaan yang berisiko tinggi mungkin memerlukan struktur kepemilikan yang berbeda untuk mengurangi potensi masalah keagenan. Misalnya, perusahaan beroperasi di industri yang tidak stabil dapat mengambil manfaat dari kepemilikan manajerial yang lebih rendah untuk memastikan bahwa manajemen tetap selaras dengan kepentingan pemegang saham (Agrawal, 1990).

Pedersen (2003) menyelidiki hubungan antara kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan pada beberapa perusahaan besar di Eropa. Penemuannya menunjukkan bahwa dalam kasus di mana pemilik terbesar perusahaan adalah lembaga keuangan atau perusahaan lain, ada korelasi positif antara kepemilikan

manajemen dan nilai perusahaan. Jika pemiliknya adalah keluarga atau individu tunggal maka konsentrasi kepemilikan tidak mempengaruhi nilai perusahaan dan bahkan bisa berefek negatif jika pemilik terbesarnya adalah organisasi pemerintah. Klein, Shapiro, & Young, (2005) dalam studi empirisnya terhadap 263 perusahaan di Kanada menyatakan bahwa *corporate governance* sangatlah penting dan memiliki hubungan positif terhadap nilai perusahaan namun untuk kepemilikan keluarga tidaklah berpengaruh atau memiliki hubungan negatif terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya, riset Barontini (2006) terhadap 675 perusahaan di sebelas negara Eropa dan Villalonga & Amit (2006) terhadap perusahaan ternama dunia (Fortune-500) menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap nilai dan kinerja perusahaan namun perlu dicatat bahwa hal demikian terjadi jika melibatkan pendiri perusahaan atau berperan aktif sebagai CEO atau direktur non eksekutif. Penelitian lain di Ceko menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan terlepas dari kepemilikan asing dan non asing dikarenakan mereka memiliki kemampuan mengidentifikasi perusahaan mana yang menguntungkan (Makhija & Spiro, 2000).

Di sejumlah negara Asia Timur, struktur kepemilikan perusahaan baik itu manajerial maupun keluarga memainkan peranan yang sangat penting terhadap nilai dan kinerja perusahaan (Lemmon, 2003). Namun menariknya hasil riset di perusahaan negara berkembang di Asia, termasuk Indonesia, dan Amerika Latin menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dengan rentang 5% - 20% tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan terutama manakala perlindungan kepemilikan sahamnya masih rendah (Lins, 2003). Menurut penelitian yang dilakukan oleh Lusiana & Agustina (2018), hanya kepemilikan manajerial, profitabilitas, ukuran perusahaan, peluang investasi, dan aset tidak berwujud yang mempengaruhi nilai perusahaan; kebijakan dividen, rasio likuiditas, dan perputaran aset tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Soliha (2002) menemukan bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan *insider* dan nilai perusahaan. Manajer di perusahaan Jepang memiliki saham yang lebih kecil di perusahaan mereka dibandingkan dengan rekan-rekan mereka di AS, ada hubungan negatif antara nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang rendah dan hubungan positif manakala kepemilikan manajerialnya tinggi. Artinya

Aldi Akbar, 2025

EFEK MEDIASI EFISIENSI PERUSAHAAN DALAM PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN YANG DIMODERASI UKURAN PERUSAHAAN DAN FAKTOR RISIKO
Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

kondisi ini bersifat monoton (R Morck, 2000) sekaligus menunjukkan ada keselarasan yang lebih besar antara kepentingan manajerial dengan pemegang saham (Chen, Guo, & Mande, 2003). Hasil studi di AS dan Eropa menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial yang terlalu besar (blockholders) justru tidak berdampak sistematis terhadap kinerja dan nilai perusahaan (Thomsen, 2006), blockholders bisa jadi memiliki tujuan yang berbeda dan ini sebagai bukti konflik kepentingan antara pemegang saham dan investor minoritas.

Dengan menggunakan 1708 sampel perusahaan kecil Ang, Cole, & Lin (2007) menyelidiki hubungan antara struktur kepemilikan saham dan kinerja perusahaan. Mereka menemukan bahwa: (1) ada hubungan negatif jika saham luar manajemen lebih banyak daripada saham dalam manajemen, (2) ada hubungan positif jika keadaan kepemilikan perusahaan berbalik, dan (3) ada hubungan negatif jika jumlah saham non manajemen meningkat.

Menurut teori keagenan, Lauterbach & Vaninsky (1999) berpendapat berbeda tentang faktor lain yang memengaruhi tingkat kinerja perusahaan. Mereka berpendapat bahwa ukuran dan risiko return saham perusahaan menentukan kinerja keuangan perusahaan. Secara umum, bisnis dengan ukuran besar memiliki pendapatan neto yang lebih besar daripada bisnis dengan ukuran kecil. Perusahaan berukuran besar membayar untuk memilih anggota tim manajemen yang baik dan berpengalaman. Manager yang berpengalaman akan meminta gaji yang lebih tinggi, dan perusahaan memiliki kesempatan untuk menyeleksi dalam input manajer. Pembayaran yang tinggi pada manajer yang berbakat dan berbakat diharapkan menghasilkan keuntungan yang lebih besar. Oleh karena itu, ada korelasi positif antara ukuran perusahaan dan kinerja, serta korelasi negatif antara risiko dan kinerja.

Pemilik dan manajer perusahaan perseorangan selalu berusaha untuk meningkatkan keuntungan dan mengurangi biaya. Karena jumlah manajer yang memegang lebih dari seratus persen saham perusahaan, masalah agensi sangat mungkin terjadi di perusahaan besar. Dalam prakteknya, manajer sering melakukan hal-hal tidak untuk memaksimalkan keuntungan bagi pemegang saham mereka dengan cara memperluas bisnis berupa aksi membeli perusahaan lain atau ekspansi. Motif utamanya adalah bahwa dengan memperluas bisnis, manajer dapat lebih

aman dari pengambil alihan oleh perusahaan lain. Manajer juga mengatakan bahwa ini akan meningkatkan kekuatan, status, dan gaji manajer selain meningkatkan peluang bagi manajer di tingkat menengah dan bawah (Sartono, 2008: 21-22). Perusahaan dapat kehilangan nilai karena konflik antara pemilik dan manajer. Kerugian ini merupakan *agency cost equity* bagi perusahaan (Jensen & Meckling, 1976).

Berdasarkan fenomena dan penelitian-penelitian sebelumnya, kepemilikan saham dan kinerja keuangan perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan. Sementara itu ukuran perusahaan dan risiko return saham mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Dan di sisi lain efek mediasi efisiensi hanya bersifat parsial dan bahkan tidak memberikan dampak sama sekali pada pola hubungan antar variabel tersebut. Dalam konteks ini, akan diteliti lebih dalam lagi permasalahan kepemilikan saham manajerial dan nilai perusahaan dengan melibatkan parameter proses efisiensi bagaimana perusahaan tersebut dijalankan, pada skala perusahaan dan pada tingkat risiko seperti apa fenomena ini terjadi. Dan konteks tersebut sekaligus menjadi *novelty* dalam penelitian ini. Hasil yang diperoleh bisa saja dapat berbeda secara signifikan baik yang terjadi di perusahaan negara maju maupun di perusahaan negara berkembang (yang mana Indonesia sebagai salah satu contoh negara berkembang).

Supaya fenomena tersebut dapat terkuak maka peneliti menggunakan analisis mediasi guna memahami mekanisme di mana suatu efek beroperasi dan analisis moderasi untuk memahami kontinjensi atau kondisi batas dari efek tersebut (Hayes & Rockwood, 2020). Dengan memoderasi dampak langsung dan tidak langsung tersebut diharapkan pola hubungan yang dihasilkan dapat menjelaskan secara signifikan sesuai batasan yang ditetapkan. Untuk itu peneliti menuangkannya dalam Disertasi dengan judul: “Efek Mediasi Efisiensi Perusahaan Dalam Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan yang Dimoderasi Ukuran Perusahaan dan Faktor Risiko” (Studi Empiris Emiten Bursa Efek Indonesia Periode 2010 -2019). Kontribusi unik penelitian ini yaitu analisis terintegrasi mediasi dan moderasi untuk konteks perusahaan Indonesia dan penerapan *conditional process analysis* sebagai pendekatan baru.

1.2 Identifikasi Masalah

Keberhasilan perusahaan dalam meningkatkan nilainya perlu ditunjang dengan kecakapan manajemen (kepemilikan manajerial) dalam mengelola operasional perusahaan (Jensen & Meckling, 1976; Morck, Shleifer, & Vishny, 1988), efisiensi perusahaan (Hall & Brummer, 1999; Asiri & Hameed, 2014), ukuran perusahaan dan juga faktor risiko (Fama & French, 1992; Barber & Lyon, 1997; Soliha & Taswan, 2002; Nurhayati, 2013).

Penelitian sebelumnya berfokus pada faktor-faktor yang menentukan (*determinant*) nilai perusahaan. Penelitian ini mengkaji pengaruh kepemilikan manajemen terhadap nilai perusahaan dengan melihat ukuran perusahaan dan risiko sebagai moderator serta efisiensi sebagai mediasi pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Dengan demikian rumusan-rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Apakah mekanisme efisiensi memediasi pengaruh kepemilikan saham manajerial terhadap nilai perusahaan yang masing-masing secara bersama dimoderasi oleh ukuran perusahaan dan risiko?
- b. Apakah kepemilikan saham manajerial mempengaruhi nilai perusahaan yang masing-masing secara bersama dimoderasi oleh ukuran perusahaan dan risiko?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan:

- a. Untuk mengetahui pengaruh tidak langsung efisiensi dalam memediasi hubungan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi oleh ukuran perusahaan dan tingkat risiko.
- b. Untuk mengetahui pengaruh langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi oleh ukuran perusahaan dan tingkat risiko.

1.4 Manfaat Penelitian

Secara teoritis penelitian ini disusun dengan harapan, pertama, dapat memberikan manfaat berupa pemahaman komprehensif mengenai nilai perusahaan Indonesia yang tercatat di bursa efek. Kedua, diharapkan penelitian ini mampu

mengisi kekosongan dalam literatur tentang hubungan antara kepemilikan manajerial, efisiensi, ukuran perusahaan, risiko, dan nilai perusahaan dalam konteks pasar modal Indonesia. Secara praktis penelitian ini diharapkan mampu memberikan informasi tambahan bagi investor, terutama investor domestik, yang berniat berinvestasi di pasar modal Indonesia terutama saat mengidentifikasi perusahaan dengan struktur kepemilikan yang optimal.

Diharapkan pula bahwa penelitian ini bisa bernilai strategis karena memberikan informasi yang dapat dijadikan rujukan terutama bagi Pemerintah baik di tingkat pusat maupun daerah dalam setiap pengambilan keputusan terkait kebijakan yang berhubungan dengan investasi.