

BAB 1 PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pasar modal syariah terus dikampanyekan oleh Direktorat Pasar Modal Syariah kepada khalayak umum hingga kini, meningkatkan jumlah investor di tahun 2017 secara signifikan. Tercatat bahwa investor syariah tumbuh, sesuai dengan data statistik yang dibebankan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK), sebesar 37% dari tahun 2016 dengan rincian 23,207 pengguna Sistem Online Trading Syariah (SOTS), 544 investor sukuk, dan 79,699 investor reksa dana syariah. Tidak hanya itu, produk-produk pasar modal syariah memiliki nasib serupa, yaitu berkembang hingga 43.52% dari tahun 2016. Data tersebut membuktikan bahwa pasar modal syariah telah menjadi tempat yang berpotensi untuk berinvestasi.

Investasi sendiri diartikan sebagai penggunaan suatu kekayaan untuk memperoleh keuntungan. Tandililin (2010:2) mengatakan definisi dari investasi adalah “komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa mendatang”. Perekonomian di Indonesia yang semakin maju dan modern menjadikan kegiatan investasi di pasar modal menjadi kesempatan yang besar bagi investor dan *investee* (perusahaan yang menerima modal dari investor). Investasi di pasar modal memberikan keuntungan bagi investor dengan diperolehnya dividen dan *capital gain*. Sedangkan perusahaan akan diuntungkan dengan diterimanya modal yang digunakan untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Modal dalam sebuah perusahaan akan mampu mengembangkan usaha untuk mencapai target yang diinginkan. Putri dan Baskoro (2014) berpendapat bahwa modal dapat memenuhi aspek-aspek yang dibutuhkan perusahaan, seperti teknologi, sumber daya, dan produk/jasa, membuat perusahaan dapat bersaing di tengah dunia bisnis yang dinamis. Aspek-aspek yang telah terpenuhi serta target-target yang sudah berjalan dapat meningkatkan nilai dan

kinerja perusahaan. Peningkatan tersebut kemudian memberikan kepercayaan bagi investor untuk kembali berinvestasi, serta timbul perasaan aman dan yakin jika modal yang telah ditanamkan berada di tangan yang tepat sehingga dapat menghasilkan *return* yang diharapkan. Sebab itu, perusahaan perlu memberlakukan manajemen keuangan yang tepat sebagai bentuk usaha untuk meningkatkan kinerja. Berusaha dalam berbuat sesuatu telah diperintahkan oleh Allah SWT dalam Al-Quran surat Ar-Ra'd ayat 11:

لَهُ مُعَقَّبَاتٌ مِّنْ بَيْنِ يَدَيْهِ وَمِنْ خَلْفِهِ يَحْفَظُونَهُ مِنْ أَمْرِ اللَّهِ ۗ إِنَّ اللَّهَ لَا يُغَيِّرُ مَا بِقَوْمٍ حَتَّىٰ يُغَيِّرُوا مَا بِأَنْفُسِهِمْ ۗ وَإِذَا أَرَادَ اللَّهُ بِقَوْمٍ سُوءًا فَلَا مَرَدَ لَهُ ۗ وَمَا لَهُمْ مِنْ دُونِهِ مِنْ وَالٍ

Lahū mu'aq-qibātum mim baini yadaihi wa min khalfihī yahfazūnahū min am-ril-lāh. Innal-lāha lā yugay-yiru mā biqawmin ḥat-tā yugay-yirū mā bianfusihim. Wa izā arādal-lāhu biqawmin sū,an falā marad-dalah. Wa mā lahum min dūnihī miw-wāl.

“Baginya (manusia) ada malaikat-malaikat yang selalu menjaganya bergiliran, dari depan dan belakangnya. Mereka menjaganya atas perintah Allah. Sesungguhnya Allah tidak akan mengubah keadaan suatu kaum sebelum mereka mengubah keadaan diri mereka sendiri. Dan apabila Allah menghendaki keburukan terhadap suatu kaum, maka tak ada yang dapat menolaknya dan tidak ada pelindung bagi mereka selain Dia.”

Keputusan pendanaan yang berhubungan dengan struktur modal harus diperhatikan oleh seorang manajer lantaran berkaitan erat dengan kinerja perusahaan (Haryono dkk., 2017). Struktur modal pada dasarnya membahas bagaimana suatu perusahaan memutuskan keputusan investasi jangka panjang serta mengidentifikasi sumber keuangan yang cocok bagi perusahaan (Kumar dkk, 2014). Struktur modal membicarakan penggunaan dana yang berasal dari dalam atau pun luar perusahaan. Di dunia literatur finansial, beberapa teori membahas struktur modal. Salah satunya adalah teori Modigliani dan Miller (MM).

Semenjak dipublikasikan di tahun 1958, teori MM memicu kemunculan teori lainnya, seperti *trade-off* oleh Kraus dan Litzenberger di tahun 1972, *agency theory*

oleh Jensen dan Meckling pada 1976, *pecking order* oleh Myres dan Majluf (1984) yang sebelumnya berkonsep dari pemikiran Stiglitz pada 1973, dan teori *signalling* oleh Ross di tahun 1977 (Kumar dkk, 2014). Teori MM menyatakan bahwa struktur modal, dengan berbagai asumsi yang menyertai, tidak mempengaruhi kinerja perusahaan. Asumsi tersebut dianggap tidak sesuai dengan realita karena struktur modal diasumsikan berada pada *perfect market*, dengan kondisi pasar yang tidak terdapat biaya palang, tidak ada biaya kebangkrutan, dan tidak ada pajak, sehingga manajer tidak perlu khawatir mengenai proporsi ekuitas dan utang yang termasuk sebagai struktur modal perusahaan (Dawar, 2014).

Pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan telah menjadi bahan penelitian. Marchyta dan Astuti (2015) menemukan hubungan signifikan dan negatif antara utang jangka pendek dan utang jangka panjang dengan kinerja (Tobin's Q) perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2005-2013. Beberapa penelitian lainnya yang mencari tahu pengaruh antara struktur modal terhadap kinerja perusahaan antara lain publikasi oleh Khan (2012), Salim dan Yadav (2012), serta Alhamdani dan Singapurwoko (2018).

Di samping penguatan struktur modal, satu hal yang mempengaruhi kinerja perusahaan adalah struktur kepemilikan. Dikatakan oleh Connelly (2010) bahwa struktur kepemilikan juga memiliki andil dalam penentuan aksi perusahaan. Keputusan keuangan, keputusan investasi, serta kebijakan deviden dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan yang diterapkan perusahaan (Haruman, 2008). Hal ini berkaitan dengan investor yang bisa dikatakan sebagai pemilik perusahaan untuk ikut serta dalam mencapai tujuan perusahaan, setelah dana yang mereka berikan kepada perusahaan terkait. Diturunkan oleh Jensen dan Meckling (1976) bahwa struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan ekuitas, melainkan presentase kepemilikan manajer dan institusional. Hal ini menyebabkan perbedaan pendapat antara manajer perusahaan dengan investor sebagai *owner* (pemilik) sehingga memunculkan konflik yang diketahui bernama *agency conflict* (konflik keagenan), sebagai akibat dari sifat *opportunistic* manajer (Ekadjadja dkk., 2018). Konflik ini pun dapat menjadi suatu permasalahan, yakni turunnya kinerja perusahaan.

Struktur kepemilikan telah diuji pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan. Kao, Hodgkinson, dan Jaafar (2019) sebelumnya telah menggunakan 10,151 perusahaan di

Taiwan sebagai sampel penelitian yang diadakan. Hasil penelitian mengatakan bahwa nilai Tobin's Q perusahaan yang tercatat pada *Taiwan Stock Exchange* (TWSE) dipengaruhi secara signifikan dan positif oleh struktur kepemilikan keluarga. Struktur kepemilikan lainnya seperti *block-holders ownership*, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing juga terindikasi hal serupa terhadap Tobin's Q. Di Indonesia sendiri, penelitian yang diadakan oleh Adnantara (2013) menemukan Tobin's Q tidak dipengaruhi secara signifikan oleh kepemilikan institusional, publik, dan manajerial. Penelitian Adnantara terlihat menemukan hasil yang berbeda dengan penelitian Kao, Hodgkinson, dan Jaafar.

Meski sudah banyak penelitian yang menggunakan rasio profitabilitas untuk mengukur kinerja, seperti ROA dan ROE, penelitian ini hanya menggunakan Tobin's Q sebagai variabel independen guna mengukur kinerja, khususnya pada nilai pasar perusahaan. Alasan Ayem dan Nugroho (2016) memilih rasio Tobin's Q dalam penelitiannya lantaran rasio ini lebih rasional dalam mengukur nilai perusahaan. Dalam perhitungannya, Tobin's Q juga mempertimbangkan unsur kewajiban. Rasio ini sudah sering diuji dalam banyak penelitian, namun studi empiris mengenai hubungannya dengan struktur modal yang diukur dengan utang jangka pendek dan jangka panjang belum banyak dilakukan.

Populasi penelitian ini merupakan bagian dari kelompok ISSI, sebagai tempat berkumpulnya saham-saham syariah yang terdaftar pada BEI. Tercatat oleh OJK, indeks pasar ISSI berada pada angka 180 di tahun 2016, serta di tahun 2017 dan 2018 meraih angka masing-masing 189.86 serta 183.99. Selain itu, perusahaan-perusahaan pada Desember 2018 tercatat sebanyak 399, bertambah dari tahun 2016 dan 2017 yang masing-masing sebanyak 331 dan 365 perusahaan. Terdapat sembilan sektor yang mendiami ISSI, ditunjukkan pada tabel di bawah ini.

Tabel 1.1
Daftar Sektor yang Tercatat pada ISSI Per Bulan Desember 2018

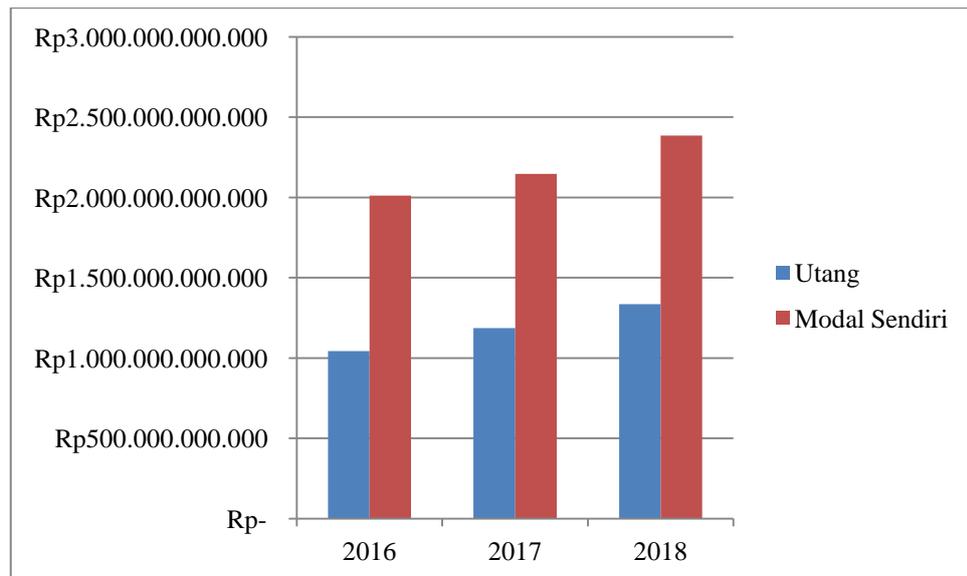
No.	Sektor	Jumlah Perusahaan
1.	Pertanian	11
2.	Pertambangan	35
3.	Industri Dasar dan Kimia	52
4.	Aneka Industri	29
5.	Industri Barang Konsumsi	39
6.	Properti, Real Estate, dan Konstruksi Bangunan	62
7.	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi	51
8.	Keuangan	4
9.	Perdagangan, Jasa, dan Investasi	116
Jumlah Perusahaan Tercatat		399

Sumber: www.idx.co.id

Tabel 1.1 memperlihatkan bahwa sektor keuangan menempati posisi terendah dengan tercatatnya empat perusahaan sedangkan 116 perusahaan pada sektor perdagangan, jasa, dan investasi mendominasi keseluruhan sektor. Kondisi perdagangan saham pada sektor perdagangan, jasa, dan investasi sangat baik. Data dari OJK mensinyalir bahwa frekuensi dan volume perdagangan saham sektor tersebut terus meningkat. Di tahun 2016, rata-rata frekuensi perdagangan adalah 39.91 kali dan meningkat di tahun 2017 dan 2018 sebesar masing-masing 54.16 dan 65.65 kali. Selain itu, volume perdagangan di tahun 2016 adalah 1,359.09 juta dan di tahun 2017 serta 2018 sebesar 2,020.97 juta dan 2,449.78 juta. Meningkatnya frekuensi dan volume perdagangan menunjukkan bahwa investor aktif melakukan transaksi saham sehingga keadaan pasar dapat dikatakan menguat (Ang, 1997). Berdasarkan penjelasan tersebut beserta data dari OJK, terlihat bahwa sektor perdagangan, jasa, dan investasi mengalami penguatan pasar setiap tahunnya. Selain itu, sektor tersebut juga memiliki investor yang aktif sehingga menarik untuk diteliti.

Selain itu, komposisi struktur modal pada perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi mengalami peningkatan dari tahun 2016 hingga 2018. Struktur modal yang semakin meningkat menandakan perusahaan-perusahaan tersebut terus

melakukan kegiatan operasionalnya. Berdasarkan Gambar 1.1 yang tercantum di bawah, terlihat bahwa sumber dana dari dalam perusahaan (modal sendiri) yang sering digunakan dibandingkan dengan modal dari luar perusahaan. Tetapi, gambar di bawah menunjukkan pula bahwa utang mengalami peningkatan dari tahun ke tahun.

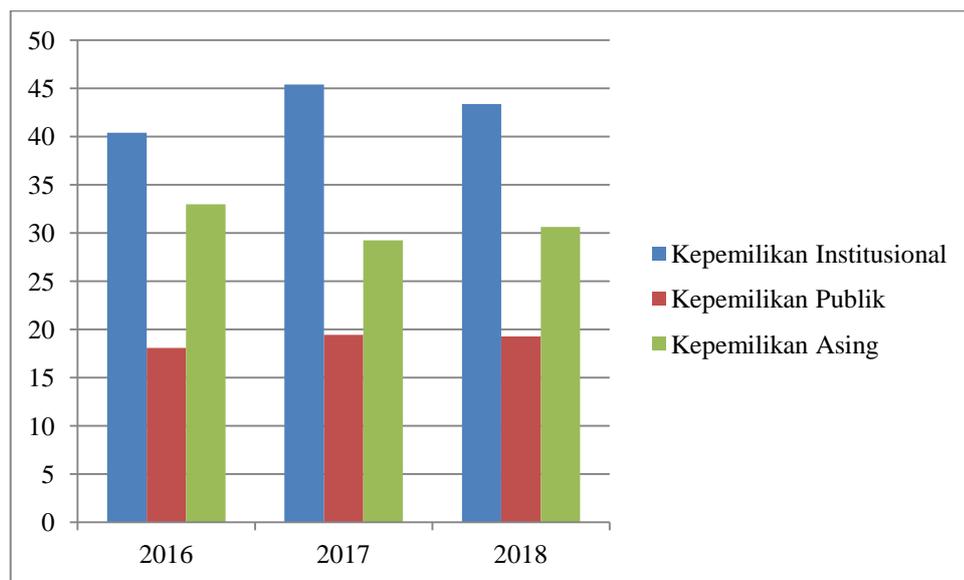


Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan (data diolah peneliti)

Gambar 1.1
Struktur Modal Perusahaan Sektor
Perdagangan, Jasa, dan Investasi yang Tercatat pada ISSI
(dalam rupiah)

Struktur kepemilikan yang diteliti pada penelitian ini antara lain kepemilikan institusional, publik, dan asing. Dikatakan oleh Setiawan dkk. (2016) kepemilikan asing merupakan salah satu struktur kepemilikan yang banyak digunakan pada perusahaan di Indonesia. Di sisi lain, Ekadjadja dkk. (2018) memiliki pendapat yang sama pada kepemilikan institusional, yakni kepemilikan institusional di Indonesia relatif banyak, entah itu dalam jumlah perusahaan yang menerapkan kepemilikan ini ataupun dari segi persentase kepemilikan pada masing-masing perusahaan. Pernyataan tersebut dapat dibuktikan pada perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan keuangan yang tercatat pada ISSI. Kedua kepemilikan memiliki angka yang relatif

banyak, meski selama periode penelitian terjadi fluktuatif. Sementara kepemilikan publik dari tahun 2016 hingga 2018 mengalami kenaikan. Hal ini dikarenakan kampanye investasi pasar modal sedang digencarkan oleh pihak OJK sehingga mengalami peningkatan. Kondisi pada kepemilikan institusional, publik, dan asing dapat dilihat pada grafik di bawah ini:



Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan (data diolah peneliti)

Gambar 1.2
Struktur Kepemilikan Perusahaan
Perdagangan, Jasa, dan Investasi yang Tercatat pada ISSI
(dalam persentase)

Berdasarkan pernyataan-pernyataan yang telah dijelaskan di atas, peneliti ingin mengetahui keterlibatan struktur modal dan struktur kepemilikan dalam mempengaruhi kinerja perusahaan, dengan memilih sektor perdagangan, jasa, dan investasi yang tergolong dalam kelompok ISSI periode 2016-2018 sebagai sampelnya. Peneliti melakukan penelitian yang berjudul *Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan Sektor Perdagangan, Jasa, dan Investasi yang tercatat pada ISSI periode 2016-2018*.

1.2 Kesenjangan Penelitian

Seperti yang telah dijelaskan di latar belakang, berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu, diketahui bahwa hasil setiap penelitian tidak konsisten. Contoh inkonsistensi tersebut adalah penelitian yang dilakukan Salim dan Yadav (2012). Penelitian menyatakan utang jangka pendek atau pun jangka panjang mempengaruhi kinerja perusahaan yang tercatat pada Bursa Malaysia, sementara penelitian Alhamdani dan Singapurwoko (2018) mengatakan struktur modal tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan keluarga yang tercatat pada BEI. Struktur kepemilikan pun mengalami hal serupa. Salah satu contoh adalah struktur kepemilikan institusional, yang disebutkan oleh Kao dkk. (2019), memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan di Taiwan. Adnantara (2013) menemukan pengaruh pada kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan di Indonesia. Haryono, Fitriany, dan Fatima (2017) telah meneliti struktur modal dengan proksi *debt-to-equity ratio* (DER) serta struktur kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan (Tobin's Q). Melihat penelitian yang dilakukan Haryono, dkk., peneliti mengadakan penelitian yang menggunakan utang jangka pendek dan jangka panjang sebagai proksi struktur modal dan tiga struktur kepemilikan, yaitu kepemilikan institusional, publik, dan asing. Hal ini dikarenakan kedua variabel tersebut, yang pada penelitian terdahulu, diuji secara terpisah dan masih belum banyak diteliti di Indonesia. Jangka waktu penelitian, yaitu periode 2016 hingga 2018 dengan data *annual* juga menjadi pembeda penelitian ini dengan penelitian lainnya.

1.3 Tujuan

Setelah mengetahui latar belakang, penelitian ini diadakan untuk memenuhi tujuan penelitian sebagai berikut:

1. mengetahui pengaruh utang jangka pendek, utang jangka panjang, struktur kepemilikan institusional, struktur kepemilikan publik, dan struktur kepemilikan asing terhadap kinerja perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi yang terindeks pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2016-2018 secara parsial; dan
2. mengetahui pengaruh utang jangka pendek, utang jangka panjang, struktur kepemilikan institusional, struktur kepemilikan publik, dan struktur kepemilikan

asing terhadap kinerja perusahaan sektor perdagangan, jasa, dan investasi yang terindeks pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2016-2018 secara simultan.

1.4 Ringkasan Penelitian

Pengaruh struktur modal dan struktur kepemilikan pada kinerja perusahaan akan diuji pada penelitian ini. Variabel dependen adalah rasio *short-term debt to total assets* dan *long-term to total assets*, kepemilikan institusional, publik, dan asing, serta Tobin's Q sebagai variabel independen. Setelah mengalami seleksi, 21 perusahaan di sektor perdagangan, jasa, dan investasi yang tercatat pada ISSI periode 2016 hingga 2018 terpilih sebagai sampel. Metode regresi data panel yang diterapkan pada penelitian ini kemudian menghasilkan pernyataan bahwa terdapat pengaruh signifikan serta positif antara utang jangka pendek dan utang jangka panjang dengan Tobin's Q. Berbanding terbalik dengan hasil uji variabel struktur kepemilikan yang berpengaruh tidak signifikan terhadap Tobin's Q. Tetapi, hanya kepemilikan publik yang memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan, sedangkan kepemilikan institusional dan asing berhubungan positif dan tidak signifikan.

1.5 Sistematika

Sesuai dengan penulisan penelitian pada umumnya, sistematika penelitian ini secara ringkas tersusun sebagai berikut:

BAB 1: PENDAHULUAN

Bab ini memperkenalkan latar belakang peneliti dalam melakukan penelitian. Pemaparan kesenjangan penelitian saat ini dengan penelitian lampau, tujuan penelitian, ringkasan penelitian, dan sistematika proposal penelitian juga berada pada bab pendahuluan.

BAB 2: TINJAUAN PUSTAKA

Tinjauan pustaka dalam penelitian ini menjelaskan landasan teori yang berkaitan dan relevan dengan struktur modal, struktur kepemilikan, serta kinerja perusahaan. Hubungan antar variabel, penelitian terdahulu, hipotesis, akan dijelaskan pula pada bab ini.

BAB 3: METODE PENELITIAN

Bab ini menguraikan pendekatan penelitian, identifikasi variabel, definisi operasional, jenis dan sumber data, prosedur penentuan sampel. Proses pengumpulan data, dan teknis analisis yang digunakan.

BAB 4: HASIL DAN PEMBAHASAN

Seluruh hasil pengolahan data yang dilakukan beserta pembahasannya akan dituangkan pada bab ini. Secara keseluruhan, bab 4 berisi gambaran umum subjek dan objek penelitian, hasil analisis, dan pembahasan.

BAB 5: SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi mengenai ringkasan atas penelitian yang telah dilakukan dan kemudian diringkas menjadi suatu kesimpulan. Saran untuk beberapa pihak yang berkaitan dengan topik penelitian juga akan ditulis pada bab ini.