

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Keberadaan grup bisnis merupakan hal yang lazim dalam dunia bisnis. Mulai dari *chaebols* di Korea, *keiretsu* di Jepang, *business house* di India dan kumpulan perusahaan Amerika Latin lainnya. Grup bisnis banyak terdapat di berbagai negara di seluruh dunia dan merupakan salah satu bentuk perusahaan yang dominan di sebagian besar negara berkembang.¹ Di Indonesia lingkungan bisnis di dominasi oleh perusahaan grup. Dominasi tersebut dapat dilihat dari perusahaan-perusahaan berskala besar tidak lagi dijalankan dalam bentuk perusahaan tunggal, tetapi menggunakan konstruksi perusahaan grup. Penelitian yang dilakukan oleh Claessens *et al* menunjukkan bahwa perusahaan yang terafiliasi dengan grup bisnis di Indonesia jumlahnya hampir 70%.² Bahkan di tahun 2010, jumlah *revenue* dari 10 besar perusahaan grup di Indonesia mencapai 9,27% dari *product domestic bruto* Indonesia.³

Dalam rangka mempertahankan kelangsungan hidup atau meningkatkan pertumbuhannya perusahaan membutuhkan investasi. Dalam berinvestasi tersebut tentunya perusahaan membutuhkan suatu

¹ Tianshu Zhang dan Jun Huang, *The Value of Group Affiliation: Evidence From The 2008 Financial Crisis*. (*International Journal of Managerial Finance*, 9, 2013).

² Stijn Claessens, Simeon Djankov, dan Larry H.P. Lang, *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*. (*Journal of Financial Economics* 58, 2000), p. 85

³ Sulistiowaty, *Doktrin-Doktrin Hukum Mengenai Tanggung Jawab Hukum Dalam Perusahaan Grup*. (*Jurnal Fakultas Hukum-Universitas Gajah Mada*, 2011), p. 2

pendanaan. Terdapat dua sumber dana yang bisa diperoleh perusahaan, yaitu sumber dana eksternal dan internal. Pada sumber eksternal dapat diperoleh dengan cara penerbitan saham baru dan penerbitan obligasi, sementara sumber internal bisa diperoleh dengan cara menggunakan laba ditahan.⁴ Menurut Fazzari *et al* perusahaan mengeluarkan biaya modal untuk mendapatkan suatu pendanaan. Biaya modal merupakan biaya atas dana yang diperoleh perusahaan. Adanya perbedaan biaya modal dari sumber pendanaan internal dan eksternal, dimana biaya modal dari eksternal lebih mahal dibandingkan sumber internal membuat perusahaan kesulitan untuk mendapatkan dana dari sumber eksternal. Selain itu diketahui bahwa meningkatnya informasi asimetri antara perusahaan dengan pemberi pinjaman, mengakibatkan perusahaan yang mencari pendanaan dari sumber eksternal, baik pasar modal maupun bank mengalami kendala keuangan dalam mendanai investasinya.⁵

La Porta *et al* dalam penelitiannya menyatakan bahwa sistem hukum di negara berkembang kurang efektif dalam melindungi hak para investor, tidak adanya perlindungan hukum yang memadai membuat perusahaan kesulitan untuk memperoleh pendanaan eksternal dikarenakan biaya *monitoring* yang mahal. Sehingga perusahaan-perusahaan tersebut membentuk grup bisnis yang dapat memberikan manfaat pendanaan

⁴ Stijn Claessens, Simeon Djankov, dan Larry H.P. Lang, *The Benefits and Costs of Group Affiliation: Evidence from East Asia*. (*Emerging Markets Review* 7, 2006), p. 8

⁵ Steven M. Fazzari, R. Glenn Hubbard, dan Bruce C Petersen, *Financing Constraint and Corporate Finance*. (*Papers on Economic Activities*, 1998), p. 150

internal.⁶ Khanna dan Palepu menyatakan bahwa ketersediaan pembiayaan internal membuat usaha dalam bentuk grup bisnis menjadi sumber modal utama di pasar negara berkembang.⁷ Menurut He *et al* grup bisnis dapat berfungsi sebagai *internal capital market* dimana modal dapat dialokasikan antara perusahaan yang berafiliasi sehingga menyebabkan manfaat ekonomi, terutama ketika pendanaan eksternal langka dan tidak pasti.⁸ Khanna dan Palepu menyatakan bahwa perusahaan India yang terafiliasi dan terdiversifikasi dalam bisnisnya lebih unggul dibandingkan perusahaan yang tidak terafiliasi dengan grup bisnis, yang disebabkan *internal capital market* perusahaan grup di India efektif menyerupai fungsi-fungsi yang disediakan pada pasar keuangan di negara maju.⁹

Berbeda dengan banyak perusahaan di Amerika Serikat dan Eropa dimana struktur kepemilikannya lebih tersebar, perusahaan di Asia kebanyakan memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Ketika suatu kepemilikan saham tersebar luas, maka para pemilik saham mempercayakan operasional perusahaan kepada manajemen sebagai pihak profesional untuk menjalankan kegiatan perusahaan. Konflik keagenan yang mungkin terjadi adalah tarik-menarik kepentingan antara pihak manajemen dan pemilik saham yang sama-sama ingin mengoptimalkan utilitasnya masing-masing atau yang dikenal sebagai *agency problem type*

⁶ Rafael La Porta al., *Legal Determinants External Finance*. (Journal of Finance, 1997), p. 1141

⁷ Tarun Khanna dan Krishna G. Palepu, *Why Focused Strategies May Be Wrong For Emerging Markets*. (Harvard Business Review, 1997), p. 45

⁸ Jia He al., *Business groups in China*. Journal of Corporate Finance, Vol.22, 2013), p. 170

⁹ Tarun Khanna dan Krishna G. Palepu, *Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups*. (The Journal of Finance 2000), p. 870

I. Namun ketika kepemilikan suatu perusahaan terkonsentrasi pada pemegang saham mayoritas, konflik keagenan yang mungkin terjadi adalah tarik-menarik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas atau yang dikenal sebagai *agency problem type II*.¹⁰

Kepemilikan pada suatu perusahaan akan memberikan jenis hak bagi pemegang saham, yaitu hak arus kas dan hak kontrol. Pada perusahaan-perusahaan yang terafiliasi dengan grup bisnis dimana kepemilikan sahamnya terkonsentrasi maka hak arus kas dan hak kontrol terdapat pada pihak tertentu (keluarga, pemerintah, dan institusi keuangan yang dimiliki secara luas) sebagai pemegang saham pengendali.¹¹ Struktur kepemilikan yang terkonsentrasi menimbulkan potensi pada pemegang saham pengendali untuk terlibat jauh dalam pengelolaan perusahaan sehingga konflik keagenan yang timbul adalah konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Konflik keagenan tersebut dapat diperburuk pada kondisi ketika pemegang saham pengendali meningkatkan kontrolnya melalui struktur kepemilikan piramida atau *cross shareholding* dengan tetap mempertahankan jumlah kepemilikan yang rendah namun mempunyai hak kontrol yang lebih besar dari kepemilikan sahamnya. Kondisi ini dapat menimbulkan masalah *entrenchment*. *Entrenchment* merupakan tindakan pemegang saham

¹⁰ Belen Villalonga dan Raphael Amit, *How do a family ownership, control, and management affected firm value?*. *Journal of Financial Economics*, 80, 2006), p. 390

¹¹ Rafael La Porta, Florencio Lopez De Silanes, dan Andrei Shleifer, *Corporate ownership around the world*. (*Journal of Finance*), 54, 1999), p. 475

pengendali yang dilindungi oleh hak kontrolnya untuk melakukan ekspropriasi.¹² Pemegang saham pengendali akan termotivasi untuk melakukan ekspropriasi dikarenakan pemegang saham pengendali dapat memanfaatkan hak kontrolnya yang tinggi untuk mengambil keuntungan pribadi namun hanya menanggung sebagian kecil dari biaya yang diakibatkan dari tindakan ekspropriasi tersebut. Tindakan ekspropriasi yang dapat dilakukan oleh pemegang saham pengendali dapat berupa tindakan untuk melakukan transaksi yang menguntungkan pemegang saham pengendali yaitu dengan melakukan transaksi pihak berelasi antar perusahaan yang berada dalam pengendalian yang sama oleh pemegang saham pengendali sehingga tidak memaksimalkan profit atau penurunan pembagian dividen kepada pemegang saham minoritas.¹³

Penelitian yang dilakukan oleh Cai *et al* (2016) menunjukkan bahwa afiliasi grup bisnis memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *cash holdings*. Hasil ini menjelaskan bahwa perusahaan yang berafiliasi dalam grup bisnis memiliki tingkat *cash holdings* yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak terafiliasi dengan grup bisnis. Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh Locorotondo *et al* (2014) bahwa afiliasi grup bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap *cash holding*. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa perusahaan yang berafiliasi dalam

¹² Randall Morck, Daniel Wolfenzon, dan Bernard Yeung, *Corporate governance, economic entrenchment, and growth. Journal of economic literature*, 43(3), 2005), p. 660

¹³ Stijn Claessens al., *The Expropriation of Minority Shareholders : Evidence from East Asia. (World Bank Policy Research Working Paper, SSRN 202390, 1999)*, p. 5

grup bisnis tidak perlu *cash holdings* berlebih karena adanya *internal capital market*. Perusahaan yang terafiliasi dalam grup bisnis dengan *cash holdings* yang lebih rendah berarti perusahaan tersebut mempunyai akses terhadap *internal capital market*. Maka menjadi tidak relevan apabila perusahaan yang berada pada grup bisnis memiliki *cash holdings* yang berlebih.

Berbeda dengan penelitian yang disebutkan sebelumnya Tsai (2012) menunjukkan bahwa afiliasi grup bisnis memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cash holdings*, yang berarti bahwa perusahaan yang berafiliasi dengan grup bisnis memiliki tingkat *cash holdings* yang tinggi dibandingkan perusahaan yang tidak berafiliasi. Hal ini disebabkan *entrenchment effect of large shareholdership* dimana pemegang saham mayoritas memiliki kontrol dominan terhadap perusahaan dan mempengaruhi manajer untuk mengambil keputusan dengan mempertimbangkan kepentingan sendiri tanpa memperhatikan kepentingan pemilik saham minoritas salah satunya dengan memegang *cash holding* dalam jumlah yang menyebabkan ketidakseimbangan antara *marginal cost* dengan *marginal benefit* kas.

Penelitian terdahulu mengenai hubungan afiliasi grup bisnis dan *cash holdings* belum mendapatkan hasil yang pasti. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisa apakah perusahaan yang terafiliasi dalam grup bisnis cenderung memiliki tingkat *cash holding* yang rendah atau tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan yang tidak terafiliasi dengan

grup bisnis. Dalam penelitian ini dibutuhkan studi kasus pada perusahaan yang nyata agar hasilnya dapat dipertanggungjawabkan. Maka dari itu penulis memilih indeks KOMPAS 100 sebagai sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini. KOMPAS 100 merupakan kumpulan 100 saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia yang paling aktif diperdagangkan sehingga memiliki liquiditas yang tinggi dan saham-saham tersebut juga memiliki fundamental yang baik. Setiap periodenya saham-saham yang terdaftar dalam KOMPAS 100 akan diperbaharui. Jadi 100 saham yang berada dalam indeks KOMPAS 100 merupakan saham-saham yang memiliki kinerja baik berdasarkan periodenya. Selain itu indeks KOMPAS 100 tidak terbatas hanya pada satu sektor saja yaitu terdiri dari berbagai sektor saham. Maka dari itu KOMPAS 100 dinilai dapat mencerminkan tingkat *cash holdings* yang tercatat pada bursa efek Indonesia secara keseluruhan. Selain itu pemilihan periode penelitian yaitu pada periode 2011-2015 dikarenakan merupakan periode setelah terjadinya krisis global yang melanda pada tahun 2007-2008. Hal ini bertujuan untuk mengetahui apakah perusahaan dalam sampel penelitian cenderung memiliki tingkat *cash holdings* yang tinggi atau rendah pada periode setelah terjadinya krisis dimana *cash holding* digunakan untuk menjaga likuiditas perusahaan dan menghindari perusahaan dari terjadinya *financial distress*.

Berdasarkan uraian dan permasalahan pada latar belakang di atas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul “**Analisis**

Pengaruh Afiliasi Grup Bisnis Terhadap *Corporate Cash Holdings* (Studi pada Perusahaan yang tergabung pada indeks KOMPAS 100 di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015)”.

B. Rumusan Masalah

Bagaimana pengaruh afiliasi grup bisnis terhadap *corporate cash holdings* yang dikontrol oleh variabel *cash flow*, *leverage*, *size*, *growth opportunity* dan *net working capital* pada perusahaan yang tergabung pada indeks KOMPAS 100 di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015?

C. Tujuan Penelitian

Untuk menganalisis pengaruh afiliasi grup bisnis terhadap *corporate cash holdings* yang dikontrol oleh variabel *cash flow*, *leverage*, *size*, *growth opportunity* dan *net working capital* pada perusahaan yang tergabung pada indeks KOMPAS 100 di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015.

D. Manfaat Penelitian

Manfaat yang dapat diambil dari penelitian ini adalah:

1. Bagi ilmu pengetahuan, penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi mengenai faktor grup afiliasi dan *cash holdings* yang dapat digunakan sebagai acuan untuk penelitian yang akan datang.
2. Bagi perusahaan, penelitian ini diharapkan dapat menjadi tolak ukur bagi para manajemen perusahaan dalam mengambil keputusan

khususnya terkait dengan hal-hal yang menyangkut permasalahan *Cash Holdings*.

3. Bagi investor, penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi. Hal ini dapat digunakan oleh investor sebagai salah satu pertimbangan dalam membuat suatu keputusan, misalnya keputusan investasi terhadap suatu perusahaan yang terafiliasi dengan grup bisnis.