

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

2.1.1 Joher, Ali, dan Nazrul (2005). Dalam penelitiannya yang berjudul *the Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy : Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach* menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang dengan menggunakan pendekatan model simultan 2SLS. Bahwa secara umum terdapat hubungan yang signifikan antara variabel utama (kepemilikan manjerial dan kebijakan hutang) dengan kepemilikan institusional, sedang koefisien variabel penjelas lainnya secara umum konsisten dengan interpretasi kerangka agensi.

2.1.2 Bathala, Moon, dan Rao (1994), dalam penelitiannya yang berjudul *Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective*, menguji pengaruh kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang terhadap kepemilikan institusional, dengan hasil penelitian bahwa hutang dan kepemilikan manajerial mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional dapat dijadikan sebagai salah satu *monitoring agent* selain kebijakan hutang dalam mengurangi *agency cost* perusahaan.

2.1.3 Chen dan Steiner (1999) dalam penelitiannya yang berjudul *Managerial Ownership and Agency Conflict: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividen Policy* menguji

tentang hubungan antar variabel dengan menggunakan persamaan non-linear. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan yang saling mempengaruhi antara kepemilikan manajerial dengan risiko. Penemuan ini menunjukkan pada level risiko yang rendah manajer akan meningkatkan kepemilikannya di dalam perusahaan untuk mengurangi konflik antara *equityholder* dengan manajer, namun pada saat level risiko yang tinggi manajer akan bersifat *risk averse* artinya manajer akan melindungi kekayaannya dengan mengurangi kepemilikan di dalam perusahaan.

2.1.4 Sartono (2001), dalam penelitiannya yang berjudul *Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)* menguji hubungan antara kepemilikan orang dalam, utang dan kebijakan dividen. Variabel control yang digunakan yaitu kepemilikan institusional, risiko bisnis, profitabilitas, asset tetap, pertumbuhan dan *firm size*. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa penelitian empiris dengan variabel-variabel kepemilikan orang dalam, utang dan kebijakan dividen secara serempak memiliki hubungan yang signifikan dan saling mempengaruhi

2.1.5 Jensen, Zolberg dan Zorn (1992) dalam penelitiannya yang berjudul *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividen Policies* menguji tentang kepemilikan insider, utang dan kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat interdependensi antara kepemilikan *insider*, utang dan dividen, secara khusus ditemukan bahwa kepemilikan *insider* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap utang dan dividen. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa saat biaya *outside equity* cenderung mahal maka

perusahaan akan menggunakan pandanaan internal untuk mendanai kesempatan investasi yang ada. Penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang menghasilkan profit menggunakan lebih sedikit hutang dalam struktur modalnya. Hasil koefisien yang signifikan dari aset tetap, *R&D*, kepemilikan orang dalam dan risiko bisnis menunjukkan biaya kebangkrutan dan agensi memiliki pengaruh dalam pengambilan kebijakan keuangan.

2.1.6 Friend dan Lang (1988) dalam penelitiannya yang berjudul *Empirical Test of The Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure* menguji tentang pengambilan keputusan struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh kepentingan manajer. Hasil penelitian ini menunjukkan adanya hubungan negatif antara hutang dengan kepemilikan saham manager di perusahaan, artinya pada saat level hutang naik maka kepemilikan saham manajer dalam perusahaan akan turun, hal ini dikarenakan manajer akan menanggung resiko yang lebih besar dari adanya resiko yang tidak dapat didiversifikasi dari hutang daripada resiko yang dirasakan investor luar, oleh karena itu manajer akan berusaha untuk menjaga hutang pada level yang rendah. Penelitian ini juga menemukan adanya hubungan positif antara hutang dengan size dan juga adanya hubungan positif antara hutang dengan profitabilitas.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Teori Keagenan

Teori agensi diperkenalkan pertama kali oleh Jansen dan Meckling (1976). Hubungan agensi merupakan kontrak baik bersifat eksplisit maupun implisit

dimana satu atau lebih orang (yang disebut prinsipal) meminta orang lain (yang disebut agen) untuk mengambil tindakan atas nama prinsipal. Dalam kontrak tersebut principal mendelegasikan wewenang kepada agen untuk membuat keputusan, tetapi tidak ada jaminan bahwa agen akan memaksimalkan kepentingan prinsipal (Arifin : 2005).

Anggapan yang melekat pada teori keagenan adalah bahwa terdapat konflik kepentingan antara agen dengan prinsipal. Konflik tersebut terjadi karena pada dasarnya setiap individu akan berusaha untuk memaksimalkan utilitas sendiri sehingga ada alasan untuk percaya bahwa agen tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaiknya prinsipal (Jansen dan Meckling : 1976) berarti dalam hal ini terdapat ketidakselarasan perilaku atau tujuan antara prinsipal dengan agen, sehingga muncullah masalah yang disebut masalah agensi.

2.2.2 Masalah Agensi

Masalah agensi muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol di dalam perusahaan. Manajer sebagai agen diberi wewenang untuk mengambil keputusan di dalam perusahaan, pemegang saham sebagai pemilik berharap manajer dapat memaksimalkan kekayaan mereka, namun kenyataanya manajer tidak menjalankan wewenang tersebut tetapi cenderung melakukan tindakan oportunistik untuk kepentingan diri sendiri.

Masalah agensi dalam manajemen keuangan terutama muncul antara (1) pemegang saham dengan manajer dan (2) Pemegang saham dengan kreditur (Brigham dan Dave : 2004). Masalah agensi pertama antara pemegang saham dengan manajer, pada konteks hubungan ini masalah agensi muncul ketika para

manajer diharapkan akan dapat melakukan tindakan yang terbaik bagi pemegang saham dengan memaksimalkan nilai perusahaan sehingga kesejahteraan para pemegang saham dapat tercapai, tetapi dalam kenyataannya manajer seringkali melakukan tindakan yang merugikan pemegang saham dengan mengambil keputusan yang lebih menguntungkan mereka seperti dana untuk memperkaya diri sendiri (*perquisitis*). Bukti adanya masalah agensi antara pemegang saham dengan manajer juga diungkapkan oleh Jensen (1986) yang menemukan penyebab permasalahan antara keduanya muncul dari adanya kelebihan *free cashflow*, kelebihan aliran kas oleh manajer sering digunakan untuk berinvestasi dalam investasi yang kadang tidak menguntungkan. Kelebihan *free cashflow* ini juga kadang cenderung digunakan oleh manajer untuk tindakan *perquisites* yaitu kegiatan konsumsi yang berlebihan (bermewah-mewahan). Masalah agensi kedua muncul antara pemegang saham dengan kreditur, pada konteks hubungan ini para kreditur menginginkan bunga yang besar ketika risiko yang diperoleh tinggi, tetapi dari pihak pemegang saham jika bunga yang dibayarkan cukup tinggi maka return yang akan diterima oleh pemegang saham menjadi semakin kecil sehingga muncul konflik antara pemegang saham dengan kreditur.

2.2.3 Mengurangi Masalah Agensi

Masalah agensi dapat diminimalkan dengan menggunakan dua mekanisme (Jansen dan Meckling: 1976). Mekanisme pertama adalah *monitoring*, seperti dikutip dalam Arifin (2005) dapat dilakukan dengan :

- (1) Pembentukan dewan komisaris independen

Jika dewan komisaris didominasi oleh anggota dari luar (*independent board of director*) maka *monitoring* dewan komisaris terhadap manajer akan efektif.

(2) Pasar *corporate control*

Adanya pasar untuk *corporate control* dimana perusahaan yang menurun nilainya akibat adanya masalah agensi akan diambil alih oleh perusahaan lain, merupakan mekanisme yang lebih bagus untuk mengurangi masalah agensi.

(3) Pemegang saham besar

Pemegang saham besar layak melakukan pengawasan yang lebih teliti, terkait dengan bertambah besarnya dana pengawasan yang disediakan karena manfaat yang akan diperoleh juga akan semakin besar.

(4) Kepemilikan terkonsentrasi

Kepemilikan dikatakan terkonsentrasi jika untuk mendapat kontrol dominasi atau mayoritas dibutuhkan penggabungan sedikit investor, jika kontrol dapat dipegang oleh semakin sedikit investor maka akan semakin mudah kontrol tersebut dijalankan.

(5) Pasar manajer

Masalah agensi akan sangat berkurang dengan sendirinya karena manajer akan dicatat kinerjanya oleh pasar manajer baik yang ada dalam perusahaan maupun yang ada di luar perusahaan sehingga

manajer akan bekerja semaksimal mungkin untuk memberikan nilai tambah bagi perusahaan.

Mekanisme kedua adalah mekanisme *bonding* dengan cara pihak manajer melakukan pembatasan atas tindakan yang dilakukan. Mekanisme *bonding* yang dapat dipakai manajemen untuk menunjukkan bahwa mereka berusaha meminimumkan *agency cost* dengan membuat kebijakan untuk memperkecil jumlah *free cash flows* yang ada diperusahaan. Kebijakan *free cash flows* yang lebih rendah yang diambil oleh manajemen akan menunjukkan kepada pemegang saham bahwa mereka melakukan upaya menahan diri (*bonding*) untuk tidak menciptakan peluang menggunakan dana untuk kepentingan pribadi yang bertentangan dengan peningkatan nilai perusahaan sehingga masalah agensi akan semakin berkurang ketika *free cash flows* semakin kecil. Mekanisme kontrol dengan *bonding* untuk mengurangi biaya agensi dapat dilakukan dengan cara yaitu *bonding* dengan meningkatkan hutang serta *bonding* dengan meningkatkan dividen. Mekanisme kontrol dengan *bonding* yang terkait atau digunakan dalam penelitian ini yaitu *bonding* dengan hutang, dimaksudkan bahwa salah satu cara untuk dapat memperkecil *free cash flows* yaitu meningkatkan hutang, ketika hutang meningkat maka manajer mempunyai tanggung jawab menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga serta pokok pinjaman sehingga dana yang tersisa menjadi kecil. Untuk mengaktifkan kedua mekanisme tersebut terdapat biaya yang harus dikeluarkan, tetapi calon investor juga akan mengantisipasi adanya biaya lain meskipun sudah dilakukan mekanisme *monitoring* dan *bonding* yaitu *residual cost*. Ketiga Biaya yang mungkin akan

ditanggung investor untuk mengurangi masalah agensi disebut biaya agensi (*agency cost*) yang tercermin dari harga saham yang terdiskon saat perusahaan menjual sahamnya. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* adalah penjumlahan dari: biaya *monitoring* (oleh prinsipal), biaya *bonding* oleh agen, serta *Residual loss*.

2.2.4 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara langsung ikut aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur/*officer* dan manajer). Kepemilikan manajerial digunakan sebagai pemantauan internal yang penting dan telah diargumenkan sebagai fungsi sebuah risiko. Disamping itu kepemilikan manajerial merupakan salah satu mekanisme *bonding* yang digunakan untuk mengurangi masalah agensi antara manajemen dengan pemegang saham. Menurut Bathala, Moon dan Rao (1994) model agensi yang dikemukakan Jansen dan Meckling menyatakan bahwa perusahaan merupakan subjek terhadap kenaikan masalah agensi, hal ini dimaksudkan karena pengambilan keputusan berada pada banyak pihak termasuk risiko yang ditanggung perusahaan.

Peningkatan dalam proporsi kepemilikan manajer pada perusahaan akan menimbulkan kesesuaian kepentingan antara manajer dengan pemegang saham seperti diungkapkan Jensen dan Meckling (1976), ini berarti mengurangi *agency cost of equity* yang muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Dalam contoh yang ekstrim misalnya kepemilikan manajer di dalam perusahaan sebesar 100% berarti manajer sama dengan pemilik,

maka *agency cost equity* sama dengan nol karena pemilik tidak perlu mengeluarkan biaya untuk memastikan bahwa manajer melakukan sesuatu yang benar untuk kepentingan mereka karena disini manajer sama dengan pemilik.

2.2.5 Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional adalah pemegang saham yang berasal dari luar perusahaan yang merupakan suatu bentuk kelembagaan misalnya dana pensiun, dana bersama, asuransi jiwa perusahaan, property dan lain-lain. Shleiven dan Vishny (1986) menyatakan bahwa *outside shareholder* mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku *insider*. Kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer. Suatu tingkat kepemilikan yang tinggi akan mengurangi biaya keagenan, sehingga diharapkan variabel ini memiliki koefisien yang negatif terhadap rasio hutang dan tingkat kepemilikan manajerial. Mohd', et. al (1988) dalam Wahidawati (2002) menyatakan bahwa pemegang saham luar seperti kepemilikan institusi dapat mengurangi agensi cost, hal tersebut karena kepemilikan mewakili sumber kekuasaan yang akan digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap manajemen sehingga adanya investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Kepemilikan yang tinggi dari investor institusional akan memunculkan usaha untuk melakukan tindakan pengawasan yang lebih tinggi dan lebih efektif dalam mengendalikan dan meminimalkan perilaku oportunistik manajer untuk mengurangi masalah agensi, kepemilikan yang tinggi oleh investor tersebut

memang efektif untuk mengurangi masalah agensi namun mekanisme ini menimbulkan biaya yang harus ditanggung perusahaan. Biaya yang jelas muncul yaitu karena pemegang saham besar terbatas kesempatan untuk melakukan diversifikasi sehingga dia menanggung risiko yang lebih besar.

2.2.6 Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah kebijakan untuk menentukan jumlah proporsi hutang yang harus diambil oleh pihak manajer. Kebijakan hutang merupakan salah satu mekanisme *bonding* yang dianjurkan oleh Jansen (1986), semakin besar hutang maka semakin banyak dana kas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan yang membayar bunga dan angsuran dengan demikian akan mengurangi jumlah dan kas yang disimpan perusahaan. Jansen dan Meckling (1976) juga menganjurkan memakai peningkatan hutang untuk mengurangi biaya agensi meskipun dengan alasan yang berbeda, yaitu agar *outside equity* tidak bertambah sehingga konflik antara investor luar dengan manajemen tidak meningkat sehingga *agency cost* bisa dikurangi. Namun demikian penggunaan utang akan menimbulkan masalah baru antara *shareholder* dengan *debtholder* yang menimbulkan *agency cost of debt*, *shareholder* menginginkan peningkatan kekayaan mereka walaupun mungkin melalui keputusan investasi yang berisiko, sedangkan *debtholder* khawatir karena investasi yang berisiko yang diambil akan meningkatkan risiko tidak terbayarkannya bunga dan pokok pinjaman yang diberikan.

Kebijakan hutang juga dapat dijadikan sinyal dari bagi perusahaan jika dikaitkan dengan teori *signaling model of financial structure*, yang

mengasumsikan adanya *asymmetric information* (yaitu kondisi dimana ada satu pihak yang memiliki informasi lebih baik daripada pihak yang lain) antara manajer dengan pemegang saham. Kebijakan hutang yang tinggi digunakan oleh perusahaan untuk memberikan sinyal bahwa hanya perusahaan yang benar-benar kuat yang berani menanggung risiko kesulitan keuangan dengan porsi hutang yang tinggi, sehingga porsi hutang yang tinggi tersebut digunakan manajer sebagai sinyal untuk menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai kinerja yang baik, namun adanya ketimpangan informasi tersebut akan menimbulkan masalah agensi.

2.3 Pengajuan Hipotesis

2.3.1 Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Hutang

Friend dan Lang (1988) menyatakan bahwa struktur kepemilikan perusahaan mempengaruhi pengambilan kebijakan hutang perusahaan, adanya *inverse relationship* antara kepemilikan manajerial dengan hutang. Kepemilikan manajerial yang tinggi akan menurunkan penggunaan hutang karena penggunaan hutang yang tinggi menyebabkan biaya kebangkrutan dan *financial distress* atau dengan kata lain manajer menanggung resiko yang lebih besar dari adanya resiko yang tidak dapat didiversifikasi dari hutang daripada resiko yang dirasakan investor luar, sehingga manajer akan berusaha untuk menjaga hutang pada level yang rendah karena kepemilikan manajerial yang meningkat berarti semakin besar kekayaan manajer yang terikat di perusahaan.

Chen dan Steiner (1999) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap hutang. Jika keduanya memiliki hubungan substitusi (efek substitusi), maka perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi akan cenderung mengurangi tingkat hutang perusahaan untuk meminimalkan *agency cost of debt* dan dampaknya juga dapat mengurangi *agency cost of equity*. Efek substitusi disini dimaksudkan bahwa jika salah satu kebijakan sudah diambil maka pengambilan kebijakan yang lain untuk tujuan yang sama menjadi tidak efektif lagi dan akan mengakibatkan pemborosan karena adanya biaya yang harus ditanggung pada tiap-tiap kebijakan.

Jensen (1986) menyatakan bahwa hubungan antara hutang dengan *managerial ownership* dapat dijelaskan dengan *free cash flow hypothesis*. Diasumsikan jika perusahaan menggunakan level hutang yang tinggi maka beban biaya keuangan tetap dari adanya hutang akan semakin tinggi sehingga akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia. Jika antara hutang dengan *managerial ownership* mempunyai efek substitusi dalam mengontrol masalah agensi maka dapat diperkirakan adanya pengaruh negatif hutang terhadap kepemilikan manajerial. Peneliti menduga adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan hutang.

H1 : Terdapat hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan hutang

2.3.2 Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Kepemilikan Manajerial

Brickley, Lease dan Smith (1988), serta McConnel dan Servaes (1990) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara negatif terhadap kepemilikan manajerial. Kepemilikan institusi yang semakin meningkat berarti kontrol pihak eksternal juga meningkat, maka akan mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikannya.

Crutchley, et.al (1999) berpendapat bahwa kepemilikan institusional mampu mengurangi konflik keagenan dan karenanya manajer akan mengurangi kepemilikannya. Pendapat yang sama diungkapkan oleh Joher, Ali dan Nazrul (2005) bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif dengan kepemilikan institusional yaitu bahwa proporsi kepemilikan manajerial akan menurun seiring dengan meningkat level kepemilikan institusional, ini dikarenakan adanya tambahan pengawasan dan kontrol dari investor institusional untuk mengurangi tindakan *opportunistic* manajer. Peneliti menduga adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusi dengan kepemilikan manajerial.

H2 : Terdapat hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan kepemilikan manajerial

2.3.3 Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Hutang

Kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dengan kebijakan hutang. Kepemilikan institusional berperan sebagai *monitoring agent*, hal ini dikarenakan keputusan pendanaan yang dibuat manajer perusahaan akan selalu diawasi dan dievaluasi untuk tetap dapat mengakomodasi kepentingan investor

tersebut. Hal itu pada akhirnya menjadikan keinginan akan pendanaan hutang dapat ditekan sehingga menurunkan biaya keagenan.

Sartono (2001), dalam penelitiannya menemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan hutang. Kepemilikan institusional sebagai agen pengawas karena keputusan pendanaan yang dibuat oleh manajer perusahaan akan selalu dievaluasi untuk menjamin terakomodasinya kepentingan institusi tersebut, yang pada akhirnya keinginan akan pendanaan dari hutang dapat ditekan sehingga menurunkan biaya keagenan

Crutchley, et.al (1999) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dengan hutang, semakin besar prosentase kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan sehingga dapat mengurangi *agency cost*. Adanya kontrol oleh pihak investor institusional tersebut menjadikan manajer menggunakan hutang pada tingkat yang lebih rendah untuk mengurangi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan. Peneliti menduga adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusi dengan hutang.

H3 : Terdapat hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan hutang

2.4 Model Empiris

$$MGROWN = c_1 + c_2 DEBT + c_3 INST + c_4 GROWTH + c_5 RISK + c_6 SIZE + e \dots (1)$$

$$INST = c_7 + c_8 MGROWN + c_9 DEBT + c_{10} GROWTH + c_{11} RISK + e \dots (2)$$

$$DEBT = c_{12} + c_{13} MGROWN + c_{14} INST + c_{15} RISK + c_{16} PROFIT + c_{17} FA + e \dots (3)$$

Keterangan :

MGROWN = Rasio proporsi saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur

INST = Rasio proporsi saham yang dimiliki oleh investor institusional

DEBT = Rasio total hutang dengan nilai buku total aset

GROWTH = Standar deviasi dari pertumbuhan penjualan

RISK = Standar deviasi dari pendapatan operasi perusahaan

SIZE = Log natural dari kapitalisasi perusahaan

PROFIT = Rasio pendapatan operasi dengan total aset

FASET = Rasio aset tetap dengan total aset

