

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Agency theory

Teori keagenan (*agency theory*) menjelaskan bahwa hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut (Jensen dan Meckling, 1976). Sedangkan Hendriksen dan Michael (2000) menyatakan agen menutup kontrak untuk melakukan tugas-tugas tertentu bagi prinsipal dan prinsipal menutup kontrak untuk memberi imbalan kepada agen. Analoginya seperti antara pemilik perusahaan dan manajemen perusahaan (Ika, 2010).

Perusahaan dipandang sebagai sekumpulan kontrak antara manajer perusahaan dan pemegang saham. Prinsipal atau pemilik perusahaan menyerahkan pengelolaan perusahaan terhadap pihak manajemen. Manajer sebagai pihak yang diberi wewenang atas kegiatan perusahaan dan berkewajiban menyediakan laporan keuangan akan cenderung untuk melaporkan sesuatu yang memaksimalkan utilitasnya dan mengorbankan kepentingan pemegang saham. Sebagai pengelola perusahaan, manajer akan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan

memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik sebagai wujud dari tanggung atas pengelolaan perusahaan namun informasi yang disampaikan terkadang diterima tidak sesuai dengan kondisi perusahaan sebenarnya sehingga hal ini memacu terjadinya konflik keagenan. Dalam kondisi yang demikian ini dikenal sebagai informasi yang tidak simetris atau asimetri informasi (*information asymmetric*) (Imanda dan Nasir, 2006, dalam Ika, 2010).

Eisenhardt (dikutip oleh Ujijantho dan Pramuka, 2008), menggunakan tiga asumsi sifat dasar manusia guna menjelaskan tentang teori agensi yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*boundedrationality*), dan (3) manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*). Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut manajer sebagai manusia kemungkinan besar akan bertindak berdasarkan sifat *opportunistic*, yaitu mengutamakan kepentingan pribadinya (Ika, 2010).

Menurut Jensen dan Meckling dalam Ika, 2010, adanya masalah keagenan memunculkan biaya agensi yang terdiri dari:

1. *The monitoring expenditure by the principle*, yaitu biaya pengawasan yang dikeluarkan oleh prinsipal untuk mengawasi perilaku dari

2. *The bounding expenditure by the agent (bounding cost)*, yaitu biaya yang dikeluarkan oleh agen untuk menjamin bahwa agen tidak bertindak yang merugikan prinsipal.
3. *The Residual Loss*, yaitu penurunan tingkat utilitas prinsipal maupun agen karena adanya hubungan agensi.

Konflik antara manajer dan pemegang saham atau yang sering disebut dengan masalah keagenan dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan tersebut sehingga timbul biaya keagenan (*agency cost*). Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, diantaranya adanya kepemilikan saham oleh institusional dan kepemilikan saham oleh manajemen (Tendi Haruman, 2008, dalam Ika, 2010)

2. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang perusahaan merupakan tindakan manajemen perusahaan yang akan mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang. Hal ini berkaitan erat dengan struktur modal yang dipilih perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan antara modal asing atau hutang dengan modal sendiri. Pemilik perusahaan lebih menyukai perusahaan menggunakan hutang pada tingkat tertentu agar harapan pemilik perusahaan dapat tercapai.

Ditambah itu, perilaku manajer dan komisaris perusahaan juga dapat

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan hutang ini berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Mamduh, 2004).

Menurut Mamduh (2004) terdapat beberapa faktor yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang, antara lain :

1. NDT (*Non-Debt Tax Shield*)

Manfaat dari penggunaan hutang adalah bunga hutang yang dapat digunakan untuk mengurangi pajak perusahaan. Namun untuk mengurangi pajak, perusahaan dapat menggunakan cara lain seperti depresiasi dan dana pensiun. Dengan demikian, perusahaan dengan NDT tinggi tidak perlu menggunakan hutang yang tinggi.

2. Struktur Aktiva

Besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan hutang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar karena

3. Profitabilitas

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasinya akan menggunakan hutang yang relatif kecil. Laba ditahannya yang tinggi sudah memadai membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

4. Risiko Bisnis

Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan hutang yang lebih kecil untuk menghindari risiko kebangkrutan.

5. Ukuran Perusahaan

Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Di samping itu, perusahaan yang besar lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal.

6. Kondisi Internal Perusahaan

Kondisi internal perusahaan menentukan kebijakan penggunaan hutang dalam suatu perusahaan.

Hutang dapat digolongkan ke dalam tiga jenis, yaitu (Riyanto, 1995, dalam Mega, 2010) :

1. Hutang jangka pendek (*short-term debt*), yaitu hutang yang jangka waktunya kurang dari satu tahun. Sebagian besar hutang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan, yaitu kredit yang diperlukan untuk dapat menjalankan operasi usahanya melalui kredit rekening

koran, kredit dari penjual (*levancier crediet*), kredit dari pembeli (*afnemers crediet*), dan kredit wesel.

2. Hutang jangka menengah (*intermediate-term debt*), yaitu hutang yang jangka waktunya lebih dari satu tahun dan kurang dari sepuluh tahun. Kebutuhan membelanjai usaha melalui kredit ini karena adanya kebutuhan yang tidak dapat dipenuhi melalui kredit jangka pendek maupun kredit jangka panjang. Bentuk utama dari hutang jangka menengah adalah *term loan* dan *lease financing*.
3. Hutang jangka panjang (*longterm debt*) yaitu hutang yang jangka waktunya lebih dari sepuluh tahun. Hutang jangka panjang ini digunakan untuk membiayai ekspansi perusahaan. Bentuk utama dari hutang jangka panjang adalah pinjaman obligasi (*bonds-payable*) dan pinjaman hipotik (*mortgage*).

a. Teori Kebijakan Hutang

1) *Trade off Theory*

Teori ini menganggap bahwa penggunaan hutang 100 persen sulit dijumpai. Kenyataannya semakin banyak hutang, maka semakin tinggi bebanyang harus ditanggung. Satu hal yang penting bahwa dengan meningkatnya hutang, maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan. Beban yang harus ditanggung saat menggunakan hutang yang lebih besar adalah

besar dan sebagainya. Menurut Mamduh (2004), bahwa biaya kebangkrutan dapat cukup signifikan dapat mencapai 20 persen nilai perusahaan. Biaya tersebut mencakup dua hal :

- a) Biaya langsung : biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, pengacara, dan lainnya yang sejenis.
- b) Biaya tidak langsung : biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan, perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal.

Teori *Trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey dan Myers, 1991). Teori ini memperbandingkan manfaat dan biaya atau keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang. Pada teori ini juga dijelaskan bahwa sebelum mencapai suatu titik maksimum, hutang akan lebih murah daripada penjualan saham karena adanya *tax shield*. Implikasinya adalah semakin tinggi hutang maka akan semakin tinggi nilai perusahaan (Mutamimah, 2003). Namun, setelah mencapai titik maksimum, penggunaan hutang oleh perusahaan menjadi tidak menarik, karena perusahaan harus menanggung biaya keagenan, kebangkrutan serta biaya bunga yang

Menurut Hermendito Kaaro (2001) dalam Mega (2010), bahwa terdapat tiga kesimpulan tentang penggunaan hutang sebagai berikut :

- a) Perusahaan dengan risiko yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak karena penggunaan hutang yang lebih besar.
- b) Perusahaan yang memiliki *tangible asset* dan *marketable asset* seharusnya dapat menggunakan hutang yang lebih besar dari pada perusahaan yang memiliki nilai terutama dari *intangible assets* seperti *patent* dan *goodwill*. Hal ini dikarenakan target rasio hutang yang tinggi akan mendapat manfaat pajak dari hutang.
- c) Perusahaan-perusahaan di negara dengan tingkat pajak yang tinggi seharusnya memiliki hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya daripada perusahaan yang membayar pajak pada tingkat yang lebih rendah, karena bunga yang dibayar diakui pemerintah sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan.

2) *Pecking Order Theory*

Teori *pecking order* menetapkan suatu urutan keputusan

untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004). Penggunaan hutang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk hutang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham.

Menurut Brealey dan Myers (1991), dalam mamduh (2004), urutan pendanaan menurut teori *pecking order* adalah sebagai berikut :

- a) Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
- b) Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi. Perusahaan berusaha menghindari perubahan dividen yang tiba-tiba. Dengan kata lain, pembayaran dividen diusahakan konstan atau, kalau berubah terjadi secara gradual dan tidak berubah dengan signifikan.
- c) Karena kebijakan dividen yang konstan (*sticky*), digabungkan dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada saat-saat tertentu, dan akan lebih kecil pada saat yang lain. Jika kas

membeli surat berharga. Jika kas tersebut lebih kecil, perusahaan akan menggunakan kas yang dipunyai atau menjual surat berharga.

- d) Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dulu. Perusahaan akan memulai dengan utang, kemudian dengan surat berharga campuran (*hybrid*) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian barangkali saham sebagai pilihan terakhir.

3) *Signaling Theory*

Brigham dan Houston (2001), dalam Mega (2010) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan hutang. Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak tahu informasi

tersebut sehingga terdapat informasi yang tidak simetri

(*asymmetric information*) antara manajer dan pemegang saham. Akibatnya, ketika struktur modal perusahaan mengalami perubahan, hal itu dapat membawa informasi kepada pemegang saham yang akan mengakibatkan nilai perusahaan berubah. Dengan kata lain, perilaku manajer dalam hal menentukan struktur modal, dapat dianggap sebagai sinyal oleh pihak luar (Mamduh, 2004).

Ross (1977), dalam Mamduh (2004), mengembangkan model dimana struktur modal (penggunaan hutang) merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Apabila manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan ingin agar harga saham meningkat, perusahaan ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Manajer dapat menggunakan hutang lebih banyak, sebagai sinyal yang lebih dapat dipercaya. Hal ini karena perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Dasar pertimbangannya adalah penambahan hutang menyebabkan keterbatasan arus kas dan meningkatnya biaya-biaya beban keuangan sehingga manajer hanya akan menerbitkan hutang baru yang lebih banyak apabila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi

bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian hutang merupakan tanda atau sinyal positif.

4) Pendekatan Teori Keagenan

Pada pendekatan teori keagenan, struktur modal perusahaan harus disusun sedemikian rupa sehingga dapat mengurangi konflik antara berbagai kelompok yang memiliki kepentingan dalam perusahaan. Pemegang saham lebih menyukai tindakan perusahaan yang akan menghasilkan keuntungan yang lebih besar, sehingga mereka akan memperoleh deviden atas saham yang mereka miliki juga akan meningkat. Namun pemegang hutang perusahaan tidak memperdulikan berapa besar tingkat keuntungan perusahaan, karena *pay-off* pemegang hutang perusahaan akan tetap sebesar bunga yang telah ditentukan.

3. Kebijakan Dividen

Perusahaan yang memiliki pertumbuhan baik pasti akan memperoleh laba. Dari laba tersebut dapat direinvestasikan dalam aktiva operasi, digunakan untuk membeli sekuritas, digunakan untuk melunasi utang perusahaan, atau dibagikan kepada pemegang saham berupa dividen.

Nilai perusahaan akan ditentukan oleh nilai modal sendiri dan nilai utang. Pembayaran dividen yang tinggi cenderung akan meningkatkan harga saham. Meningkatnya harga saham, maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Tetapi pembayaran dividen yang tinggi juga akan mengurangi kemampuan perusahaan untuk investasi sehingga akan menurunkan tingkat pertumbuhan perusahaan dan akan menurunkan harga saham.

Besarnya dana yang akan dibagikan kepada pemegang saham ditentukan dalam rapat umum pemegang saham. Dalam rapat tersebut dipertimbangkan pula peluang-peluang investasi yang mungkin akan diambil oleh perusahaan di masa yang akan datang. Besarnya peluang investasi yang akan digunakan dapat mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagikan. Semakin besar peluang investasi, maka kebutuhan tambahan dana perusahaan juga semakin besar. Kebutuhan dana tersebut dapat diambil dari laba perusahaan, dengan demikian bila laba perusahaan sebagian akan digunakan sebagai tambahan investasi, maka jumlah laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham akan berkurang (Murtini, 2008)

Ada tiga teori dari preferensi investor, antara lain teori ketidakrelevanan dividen, teori *bird in the hand* dan teori preferensi pajak (Brigham, 2001).

Beberapa kalangan berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan maupun terhadap biaya modal. Apabila kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, maka hal tersebut tidak relevan. Merton Miller dan Franco Modigliani mengatakan bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya.

Kesimpulan dari teori ini adalah bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat pengembalian yang disyaratkan atas ekuitas.

b. Teori *bird in the hand*

Myron Gordon dan John Lintner berpendapat bahwa ekuitas akan turun apabila rasio pembagian dividen dinaikkan karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gains*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan dengan seandainya mereka menerima dividen. Menurut Gordon dan Lintner sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen daripada pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal.

c. Teori preferensi pajak

Dalam teori ini dikatakan bahwa investor akan lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah daripada pembayaran dividen yang tinggi, alasannya karena:

- 1) Keuntungan modal dikenakan pajak dengan tarif maksimum 28%, sedangkan pendapatan dividen dikenakan pajak dengan tarif efektif mencapai 39,6%. Oleh karena itu investor lebih suka perusahaan menahan labanya.
- 2) Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual. Karena adanya efek nilai waktu, satu dolar pajak yang dibayarkan dimasa mendatang mempunyai biaya efektif yang lebih rendah daripada satu dolar yang dibayarkan hari ini.
- 3) Jika selembor saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang. Ahli waris tidak dapat menggunakan nilai saham pada hari kematian sebagai dasar biaya mereka.

4. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang terbentuk institusi seperti bank, perusahaan asuransi, dana pensiun dan institusi lainnya (wahidahwati, 2001, dalam Nurvida dan Irianto, 2008). Institusi biasanya dapat menguasai mayoritas saham karena mereka memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Oleh karena menguasai saham mayoritas, maka pihak institusional dapat melakukan pengawasan

Jensen dan mecking (1976), dalam Nurvida dan Irianto (2008), menyatakan dengan peningkatan kepemilikan institusional akan menggantikan peranan kepemilikan manajerial dalam rangka meminimumkan *agency cost* perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan presentase kepemilikan institusional dapat menurunkan presentase kepemilikan manajerial. Peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkan kinerja manajemen diawasi secara optimal sehingga manajemen menghindari perilaku yang merugikan prinsipal.

Semakin besar prosentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi akan menyebabkan usaha monitoring semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku portunis yang dilakukan manajemen. Dengan tingkat kepemilikan yang tinggi akan mengurangi biaya keagenan pada perusahaan serta penggunaan hutang oleh manajemen. Adanya kontrol ini akan menyebabkan manajemen menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadi financial distress dan risiko keuangan (Crutchley, 1999 dalam Nurvida dan Irianto, 2008).

Kepemilikan manajerial secara teoritis mempunyai hubungan dengan *leverage*. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham maka pengawasan yang dilakukan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman, sebab jumlah utang yang semakin meningkat akan menimbulkan

... dan ... Tingkat financial distress akan mengakibatkan nilai

perusahaan akan mengalami penurunan sehingga mengurangi kemakmuran pemilik (Hanindita, 2008).

Shleifer dan Vishny (1986) dalam Faisal (2000) menyatakan bahwa pemegang saham besar (*large shareholders*) mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan. Dengan adanya konsentrasi kepemilikan, para pemegang saham besar seperti investor institusional akan dapat memonitor manajemen secara lebih efektif, dan dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi *takeover*. Meningkatnya saham institusional investor juga dapat mengimbangi kebutuhan terhadap penggunaan hutang.

Bathala, *et al.* (1994), dalam Faisal (2000) pengetahuan dasar dalam perubahan perilaku investor institusional dari investor yang pasif menjadi investor yang aktif dalam melakukan *monitoring*. Adanya kepemilikan saham yang signifikan oleh investor institusional telah menghasilkan peningkatan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Pada waktu yang sama, biaya untuk keluar dari investasi yang mereka lakukan (*exit cost*) menjadi semakin mahal, karena adanya risiko saham akan terjual pada harga diskon. Bathala, *et al.* (1994) menemukan bahwa *institutional shareholdings* mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif dengan *debt ratio*. Penelitian ini membuktikan bahwa kehadiran *institutional investors* efektif dalam melakukan monitoring terhadap perilaku para manajer sehingga perusahaan cenderung

dengan tingkat pengembalian aktual (*actual return*). Semakin besar penyimpangannya berarti semakin besar tingkat risikonya.

Lestari (2004) menyatakan bahwa dalam konteks portofolio, risiko dibedakan menjadi dua, yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Risiko sistematis merupakan risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena fluktuasi risiko ini dipengaruhi oleh faktor-faktor makro yang dapat mempengaruhi pasar secara keseluruhan. Misalnya perubahan tingkat bunga, kurs valuta asing dan kebijakan pemerintah. Risiko ini bersifat umum dan berlaku bagi semua saham dalam bursa saham yang bersangkutan.

Risiko tidak sistematis merupakan risiko yang dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena risiko ini hanya ada dalam satu perusahaan atau industri tertentu. Fluktuasi risiko ini besarnya berbeda-beda antara satu saham dengan saham yang lain. Karena perbedaan itulah maka masing-masing saham memiliki tingkat sensitivitas yang berbeda terhadap setiap perubahan pasar. Misalnya faktor struktur modal, struktur aset, tingkat likuiditas dan tingkat keuntungan (Lestari, 2004).

Dalam ensiklopedia bebas, risiko dapat dikategorikan menjadi dua macam, yaitu (Wahyuni, 2011):

a. Risiko Spekulatif

Risiko spekulatif adalah suatu keadaan yang dihadapi perusahaan yang dapat memberikan keuntungan dan juga dapat memberikan

Menurut William, et.al. (1995) dalam Wahyuni (2011), Manajemen risiko juga merupakan suatu aplikasi dari manajemen umum yang mencoba untuk mengidentifikasi, mengukur, dan menangani sebab dan akibat dari ketidakpastian pada sebuah organisasi.

Risiko bisnis adalah kemungkinan kerugian yang timbul dari suatu investasi. Risiko bisnis menjadi indikator ketidakstabilan *return* yang akan diterima pemegang saham (Gitman, 2006 dalam Imanta, 2011). Perilaku manager terhadap risiko dibagi menjadi dua kelompok, yaitu manager *risk aversion*, yaitu manager yang apabila dihadapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama dengan risiko yang berbeda, maka ia akan lebih suka dengan risiko yang lebih besar dan *risk seeker*, yaitu manager yang apabila dihadapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama dengan risiko yang berbeda, maka ia akan lebih suka dengan risiko yang lebih kecil. Preferensi atas risiko tersebut berpengaruh pada besarnya persentase keterlibatan manager dalam kepemilikan saham perusahaan (Nuringsih, 2006).

6. Ukuran Perusahaan

Firm size (ukuran perusahaan) adalah skala besar kecilnya perusahaan yang ditentukan oleh beberapa hal antara lain adalah total penjualan, total aktiva, dan rata-rata tingkat penjualan perusahaan.

Sehingga, semakin besar perusahaan tersebut, maka investor akan lebih mudah

percaya untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Untuk tetap menjaga agar perusahaan tersebut menjadi perusahaan yang sesuai dengan harapan investor maka dibutuhkan dana yang besar untuk tetap bisa mengawasi dan mengontrol perusahaan. Proses pengawasan ini dilakukan agar bisa mengendalikan konflik keagenan. Apabila terjadi konflik keagenan juga berpengaruh terhadap *agency cost* perusahaan (Juni, 2011).

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aktiva atau total penjualan bersih. Semakin besar total aktiva maupun penjualan maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. Semakin besar aktiva maka semakin besar modal yang ditanam, sementara semakin banyak penjualan maka semakin banyak juga perputaran uang dalam perusahaan. Dengan demikian, ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan. Ukuran perusahaan secara langsung mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas operasi suatu perusahaan. Pada umumnya semakin besar suatu perusahaan maka akan semakin besar pula aktivitasnya. Dengan demikian, ukuran perusahaan juga dapat dikaitkan dengan besarnya kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan (Nisa Fidyati, 2003). Menurut Weston dan Brigham (2000) menyatakan bahwa suatu perusahaan yang besar dan mapan (*stabil*) akan lebih mudah untuk ke pasar modal. Kemudahan untuk ke pasar modal juga berarti fleksibilitas bagi perusahaan besar lebih tinggi. Serta kemampuan untuk

dana dalam jangka pendek juga lebih besar daripada perusahaan kecil (Fitri, 2010).

Ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai *equity*, nilai perusahaan, ataupun hasil nilai total aktiva dari suatu perusahaan (Bambang Riyanto, 1995). Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal asing juga semakin besar. Hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya, dan salah satu alternatif pemenuhannya adalah dengan modal asing apabila modal sendiri tidak mencukupi. Menurut Haruman (2008) ukuran perusahaan (*SIZE*) berhubungan dengan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan penjualan perusahaan (Juni, 2011).

Perusahaan yang memiliki ukuran besar akan lebih mudah memasuki pasar modal sehingga dengan kesempatan ini perusahaan membayar dividen besar kepada pemegang saham. Perusahaan yang memiliki aset besar cenderung membayar dividen besar untuk menjaga reputasi di kalangan investor aktual maupun potensial. Tindakan ini dilakukan untuk memudahkan perusahaan memasuki pasar modal apabila

Perusahaan melakukan emisi saham baru. Selain menggunakan *natural*

logaritma of sales, proksi ukuran perusahaan dapat menggunakan *natural log total asset* atau *natural log capitalization* (Juni, 2011).

7. Volatilitas Pendapatan

Volatilitas adalah kecepatan naik turunnya return sebuah pendapatan atau tingkat fluktuasi pendapatan. Gitman (2000), dalam Melvina dan Merlin (2009) menyatakan Perusahaan yang mempunyai pendapatan yang stabil sering kali tepat meramalkan pendapatannya di masa depan. Perusahaan seperti ini lebih dimungkinkan membayar dividen dalam presentase yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang pendapatannya fluktuasi. Perusahaan yang labil tidak dapat memastikan apakah harapan pendapatannya bisa direalisasi, karena untuk berjaga-jaga, perusahaan lebih memilih untuk membagikan dividen dalam jumlah yang lebih kecil untuk menghindari pemotongan dividen di masa yang akan datang.

Chen dan Jiang (2001) dalam Vidyantie dan Handayani (2006), menemukan bahwa terdapat pengaruh yang negatif antara volatilitas pendapatan dan tingkat leverage perusahaan. Volatilitas pendapatan perusahaan yang tinggi dianggap oleh pasar sebagai hasil kinerja manajemen yang buruk, oleh karena itu perusahaan seperti ini sulit untuk

8. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002, dalam Fitria 2010). Menurut Jensen dan Mecking (1976) istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh hutang dan ekuitas saja tetapi juga ditentukan oleh presentase kepemilikan saham oleh manajemen dan institusi. *Agency problem* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan. Hal ini perlu sebab akan terjadi penyebaran pengambilan keputusan dan risiko. Para manajer umumnya cenderung untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik. Dan ini akan menyebabkan beban hutang karena risiko kebangkrutan meningkat, sehingga *agency cost of debt* meningkat dan gilirannya akan pada penurunan akan nilai perusahaan (Juni, 2011).

Salah satu cara untuk mengatasinya adalah kepemilikan manajerial untuk menyamakan kepentingan *principal* dan *agent*. Kepemilikan Manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Kepemilikan manajerial ini diukur dengan proporsi saham yang dimiliki perusahaan

proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri (Mahadwartha, 2002). Namun Grosman dan Hart (1982) dalam Juni (2011) menyatakan bahwa tingkat kepemilikan insider yang terlalu tinggi berdampak buruk terhadap perusahaan. Karena pemegang saham tidak bisa kesulitan kontrol. Karena manajer mempunyai hak voting yang tinggi atas kepemilikan yang tinggi. Jadi pengendalian perusahaan akan berpindah dari *outsider* ke *insider*. Jadi proporsi kepemilikan saham oleh manajer harus ditentukan dengan tepat sehingga memberikan dampak positif bagi perusahaan dalam hal kaitannya dengan kebijakan hutang yang merupakan otoritas manajer sebagai pengelola.

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan utang dan dividen mempunyai peranan penting yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering disebut *bonding mechanism*. *Bonding mechanism* berusaha menyamakan kepentingan dari pemegang saham dengan kepentingan dari manajemen melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan. Kebijakan utang dan dividen akan mengurangi konflik antara pemegang saham dan agen (Jensen dan

B. Hasil Penelitian Terdahulu dan Penurunan Hipotesis

Hasil penelitian yang dilakukan Vidyantie dan Handayani (2006) bahwa variabel kebijakan hutang mempunyai koefisien sebesar $-0,012$. Hal ini berarti semakin tinggi kebijakan hutang suatu perusahaan, maka semakin kecil presentase kepemilikan manajerialnya. Namun pengaruh kebijakan hutang dalam penelitian ini tidak signifikan karena nilai signifikansinya sebesar $0,380$ yang lebih besar dari pada $0,05$.

Nurvida dan Irianto (2008) melakukan penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan sebaran kepemilikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan semua variabel sebagai proksi dari struktur kepemilikan yang terdiri atas kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan sebaran kepemilikan mempunyai pengaruh negatif (berbanding balik) terhadap kebijakan hutang perusahaan. Artinya seiring dengan bertambahnya kepemilikan ekuitas oleh pihak manajemen, pihak institusi dan penyebarannya akan meminimalisir penggunaan hutang sebagai suatu mekanisme untuk mengurangi *agency conflict* serta membuat perilaku manajer menjadi lebih terkontrol sehingga manajer akan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan secara optimal.

Penelitian yang dilakukan Ismiyanti dan Hanafi (2004), dalam penelitian Vidyantie dan Handayani (2006) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan managerial dan kebijakan hutang.

meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial.

Penelitian yang dilakukan Friend dan Lang (1988), Crutchley dan Hansen (1989) dan Jensen, Solberg dan Zorn (1992) dalam Almilia dan Meliza (2006) terdapat hubungan negative antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Penggunaan hutang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* dan *nondiversifiable risk* sehingga kebijakan hutang berhubungan negatif dengan kepemilikan manajerial.

Kebijakan hutang menggambarkan total hutang jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya (Vidyantie dan Handayani, 2006). Hutang merupakan salah satu alternatif yang dapat digunakan perusahaan untuk mengatasi kesulitan keuangan (Christiawan dan Tarigan 2007 dalam Imanta, 2011). Namun tingkat hutang yang terlalu tinggi juga dapat meningkatkan risiko kebangkrutan karena perusahaan mengalami *financial distress*. Oleh sebab itu, manajer akan berusaha menekan serendah mungkin jumlah hutang yang dimiliki perusahaan.

Hutang yang tinggi dapat menyebabkan risiko kebangkrutan karena keharusan untuk membayar bunga dan *principal* tepat waktu. Peningkatan hutang akan mengurangi *cash flow* karena sebagian besar *cash flow* tersebut digunakan untuk membayar hutang, dengan demikian tidak terdapat *cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan yang *perquisites* yang dapat merugikan *shareholder*. Dengan begitu manajer akan mengurangi tingkat kepemilikannya.

Kebijakan dividen menentukan berapa banyak laba perusahaan yang harus dibayarkan kepada pemegang saham, berupa dividen, dan berapa banyak yang harus ditanam kembali di dalam perusahaan, berupa laba ditahan (*retained earning*). Perusahaan yang menetapkan dividen yang rendah memiliki laba ditahan yang tinggi atau memiliki laba internal yang relatif besar (Nuringsih, 2006). Sebaliknya jika perusahaan menetapkan dividen yang tinggi, perusahaan memiliki laba ditahan yang relatif rendah sehingga berdampak pada keterbatasan sumber dana internal.

Pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen yang stabil sebab dividen adalah pendapatan kena pajak. Makin besar dividen yang dibayar, makin besar pula pajak yang dibayarkan. Dengan stabilnya jumlah dividen yang dibayar maka akan berdampak pada meningkatnya ketersediaan jumlah dana internal. Hal ini dapat membantu manajemen mengurangi penggunaan hutang yang dapat mengakibatkan *financialceditress* (Crutchley dan Hansen, dalam Sindhu, 2007). Berkurangnya *financialceditress* juga akan menurunkan tingkat risiko perusahaan sehingga memberikan sinyal positif kepada manajer untuk meningkatkan kepemilikan manajerial di perusahaan.

Dividen yang tinggi menyebabkan tingkat kepercayaan manajer atas tingkat pendapatan perusahaan di masa depan akan mengalami peningkatan, sehingga manajer yang menginginkan keuntungan dari dari pembagian dividen di masa depan akan meningkatkan kepemilikan sahamnya. Selain itu manajer akan menggunakan dividen tersebut untuk investasi kembali di

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₂: Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Vidyantie dan Handayani (2006) melakukan penelitian tentang hubungan kepemilikan institusional terhadap kepemilikan manajerial, menyatakan terdapat hubungan yang negatif dan tidak signifikan. Hal ini berarti semakin tinggi kepemilikan institusional suatu perusahaan, maka semakin kecil presentase kepemilikan manajerialnya.

Hasil penelitian Nuringsih (2006) menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dengan kepemilikan manajerial. Semakin besar kepemilikan institusional akan meningkatkan pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan sehingga mengurangi minat manager untuk memperbesar kepemilikannya

Hasil penelitian dari Tandelilin dan Turyasingura (2002) dalam Vidyantie dan Handayani (2006) menyimpulkan bahwa variabel *institutional ownership* mempunyai hubungan negatif. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002) dalam Vidyantie dan Handayani (2006). Selain itu Chen dan Steiner (1999) dalam Vidyantie dan Handayani (2006), menyatakan bahwa salah satu mekanisme pemantauan yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan adalah dengan cara meningkatkan kepemilikan

dengan kepemilikan institusional.

Sementara hasil penelitian Shleifer dan Vishny (1986) dalam Vidyantie dan Handayani (2006) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial. Hal ini disebabkan, kepemilikan institusional secara mayoritas akan mengurangi kemungkinan perusahaan diakuisisi, sehingga meningkatkan keinginan manajer untuk memperbesar kepemilikannya pada perusahaan.

Putri dan Nasir (2006) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial. Dengan meningkatnya saham institusional dapat menyebabkan berkurangnya hak bicara manajer dalam pembuatan keputusan. Oleh sebab itu, untuk menghindari hal tersebut, manajer akan meningkatkan kepemilikannya di dalam perusahaan.

Struktur kepemilikan saham dalam perusahaan terdiri dari proporsi kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial (Harjito dan Nurfauziah 2006). Kepemilikan institusional adalah proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak institusional (eksternal), seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi dan lembaga lain (Imanta, 2011).

Moh'd *et al*, dalam Wahidawati (2002) mengatakan pemilik eksternal dapat dimaksimalkan sebagai *monitoring agent*. Hal ini disebabkan adanya kepemilikan eksternal mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau memonitor kinerja manajemen

H₃: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Hasil penelitian Vidyantie dan Handayani (2006) menemukan bahwa variabel risiko bisnis mempunyai koefisien sebesar 0,001. Hal ini berarti semakin tinggi risiko bisnis suatu perusahaan, maka semakin besar persentase kepemilikan manajerial. Hubungan ini terjadi pada manager *risk seeker*, di mana peningkatan risiko menyebabkan perusahaan mengurangi pembayaran dividen serta meningkatkan kepemilikan manajerial dan hutang.

Tandelilin dan Turyasingura (2002) mengemukakan bahwa variabel *business risk* mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan variabel *insider ownership*. Hasil ini berarti bahwa pada saat *business risk* mengalami peningkatan, maka pihak *insider* akan menjadi enggan untuk memiliki *controlling shares* dari perusahaan tersebut.

Sementara Ismiyanti dan Hanafi (2003) dalam Vidyantie dan Handayani (2006) menyimpulkan bahwa tingkat risiko menunjukkan hubungan negatif tapi tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Bagi manajer yang *risk averse*, manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham dan mengurangi *supply* kepemilikan manajerial pada tingkat risiko tinggi. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan hasil penelitian Chen, Steiner dan Whyte (1998) dalam Vidyantie dan Handayani (2006). Penelitian ini menyimpulkan bahwa pada tingkat risiko tinggi

kepemilikan saham. Manajer mengalihkan risiko pribadi dengan strategi diversifikasi pada alternatif lain atau menyimpan pada lembaga keuangan.

Penelitian Chen dan Steiner (1999) dalam Nuringsih (2006), menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif dengan risiko sehingga hubungan tersebut mengarah pada *wealth transfer effect hypothesis*. Ketika manajer menghadapi risiko tinggi, manajer menyiasati dengan menjalin kerja sama dengan kreditor sehingga dapat menekan konflik keagenan dengan pihak pemegang saham, tetapi sebagai konsekuensinya kerjasama tersebut dapat memicu konflik keagenan hutang.

Peningkatan risiko menyebabkan perusahaan mengurangi dividen, mengurangi kepemilikan manajerial dan hutangnya. Hal ini berlaku bagi manajer *risk aversion* yaitu manajer yang apabila dihadapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama dengan risiko yang berbeda, maka ia akan lebih suka dengan risiko yang lebih kecil. Manajer dengan karakter tersebut lebih cenderung bersikap hati-hati dalam mengambil keputusan investasi. sehingga semakin tinggi risiko bisnis maka manajer akan mengurangi kepemilikan manajerialnya.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₁: Risiko bisnis berpengaruh positif signifikan terhadap kepemilikan

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₅: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan manajerial

Penelitian yang dilakukan oleh Vidyantie dan Handayani (2006) menyatakan bahwa semakin tinggi volatilitas pendapatan suatu perusahaan, maka semakin kecil presentase kepemilikan manajerialnya. Perusahaan yang memiliki volatilitas pendapatan yang rendah akan menyebabkan manajer memiliki intensif untuk mengikuti *managerial ownership program*. Tetapi pengaruh volatilitas pendapatan terhadap kepemilikan manajerial dalam penelitian tersebut tidak signifikan.

Menurut penelitian Jensen et al. (1992) dalam Vidyantie dan Handayani (2006), keputusan manajer untuk memiliki saham perusahaan dilakukan melalui beberapa pertimbangan seperti tingkat diverse dan *earning volatility*. Perusahaan yang memiliki volatilitas pendapatan yang rendah akan menyebabkan manajer memiliki insentif untuk mengikuti *managerial ownership program*. Crutchley dan Hansen (1989) dalam Vidyantie dan Handayani (2006) menyatakan bahwa volatilitas pendapatan mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Volatilitas pendapatan menggambarkan besarnya tingkat risiko bisnis dan tingkat kebangkrutan perusahaan (Vidyantie dan Handayani, 2006).

memiliki rasio keuangan yang rendah. Volatilitas pendapatan juga menjadi indikator yang menunjukkan risiko bisnis perusahaan yang digunakan *debtholder* untuk melihat *future earning* sebagai proteksi terhadap dana yang dipinjamkan.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₆: Volatilitas pendapatan berpengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Penelitian yang dilakukan oleh Vidyantie dan Handayani (2006) menyatakan bahwa kebijakan hutang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, risiko bisnis, ukuran perusahaan dan volatilitas pendapatan berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kepemilikan manajerial.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H₇: Kebijakan hutang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, risiko bisnis, ukuran perusahaan dan volatilitas pendapatan berpengaruh

secara signifikan secara bersama-sama terhadap kepemilikan

C. Model Penelitian

Gambar 2.1
Model Penelitian

