

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

LANDASAN TEORI

1. *Agency Theory.*

Pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Untuk itu maka manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering ada konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik ini disebabkan adanya perbedaan-perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham.

Pemisahan antara pemilik dengan yang mengelola perusahaan dalam perusahaan modern mempunyai potensi pada permasalahan (konflik) keagenan antara pemilik (*owner/outsider*) dengan pihak manajer (*agent/insider*) dan antara pemilik dengan pemegang uang (*debt/bondholders*). Konflik keagenan ini akan memunculkan ketidakefisien dalam perusahaan yang lahir dari keputusan-keputusan yang kurang optimal. Efisiensi yang rendah, keputusan yang tidak optimal dan pengorbanan lain yang muncul dari adanya perbedaan kepentingan (*conflict of interest*) oleh Jensen dan Meckling dalam Fitri dan Mamduh (2003)

... yang di samping itu, juga dipengaruhi oleh bagaimana proporsi

kepemilikan dalam perusahaan akan mengakibatkan perubahan dalam struktur modal perusahaan.

2. Struktur Kepemilikan dalam Teori Keagenan.

Penelitian yang dilakukan oleh Demsetz dan Lehn dalam Fitri dan Mamduh (2003), menemukan bahwa risiko membentuk dua pengaruh terhadap kepemilikan manajerial, yaitu tingkat risiko berpengaruh positif dan negatif terhadap kepemilikan manajerial. Perusahaan yang beroperasi pada pasar berisiko tinggi kesulitan dalam mengawasi kondisi eksternal sehingga manajer meningkatkan kepemilikan saham sebagai cara untuk mengawasi kondisi internal. Pada tingkat risiko yang semakin tinggi, manajer tidak berani menanggung risiko (*risk aversion*) sehingga menyebabkan hubungan negatif antara risiko dengan kepemilikan manajerial. Manajer mengurangi kepemilikan manajerial disebabkan pada tingkat risiko tinggi manajer melakukan diversifikasi kekayaan pribadi. Tindakan tersebut dilakukan untuk mengurangi risiko tetapi sebagai konsekuensi dari keputusan ini manajer kehilangan kekuasaan dalam mengambil keputusan.

Cruthley dan Hansen dalam Fitri dan Mamduh (2003), melakukan pengujian teori keagenan mengenai kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan kebijakan dividen perusahaan. Mereka berpendapat bahwa tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi mungkin digunakan untuk menurunkan *agency cost*. Penggunaan kepemilikan manajerial yang berlebihan menjadikan portofolio kekayaan pribadi manajer kurang terdiversifikasi (*not diversified*).

3. Interdependensi Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen, Struktur Kepemilikan dan Risiko.

Kebijakan utang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. Oleh karena itu semakin rendah utang maka semakin tinggi kemampuannya untuk membayar seluruh kewajibannya. Semakin besar proporsi utang yang digunakan dalam struktur modal maka semakin besar pula kewajibannya. Pada gilirannya peningkatan utang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima karena kewajiban membayar bunga dan utang tersebut diprioritaskan daripada membayar dividen. Apabila beban utang dan bunga semakin tinggi maka kemampuan perusahaan membayar dividen semakin rendah.

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna membiayai investasi dimasa mendatang (Agus, 1997). Kebijakan dividen adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan dan digunakan sebagai alat untuk meminimalisasi biaya keagenan. Ini berarti bahwa perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff dan Esterbook dalam Taswan (2003) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga

mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi bila perusahaan memperoleh modal baru.

Kepemilikan manajerial dapat menyetarakan kepentingan manajer dan pemegang saham karena kepemilikan manajerial menjadikan manajer bagian dari pemegang saham itu sendiri (Jensen dan Mecling dalam Tingkas, 2004). Kepemilikan manajerial memaksa manajer ikut menanggung konsekuensi keuntungan atau kerugian dari tindakan manajer itu sendiri, berkaitan dengan kemakmuran pribadi yang tercermin dari harga saham.

Kepemilikan institusional merupakan alat pengawas eksternal pada pasar saham. Peningkatan kepemilikan institusional menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar untuk mengendalikan tindakan pengambilan kesempatan oleh manajer. Keberadaan kepemilikan institusional akan membawa modal yang cukup sebagai sumber pendanaan investasi perusahaan sehingga mengurangi kebutuhan perusahaan akan utang.

Menurut Bathala, Moon dan Rao dalam Wahidahwati (2002), hubungan substitusi antara kebijakan utang dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kepemilikan institusional. Dengan menggunakan persamaan simultan dibuktikan bahwa interdependensi antara kepemilikan manajerial dan kebijakan utang dapat mengurangi konflik keagenan. Penggunaan kepemilikan institusional untuk mengawasi perilaku manajer dan mengawasi penggunaan utang pada tingkat yang aman.

Magginson dalam Tarjo dan Jogiyanto (2003), menyatakan bahwa kepemilikan manajerial hubungannya dengan kebijakan utang dan dividen

mempunyai peranan penting dalam mengendalikan keuangan perusahaan, agar sesuai dengan keinginan para pemegang saham (*bonding mechanism*). *Leverage* yang rendah diharapkan mengurangi risiko kebangkrutan dan *financial distress*.

Risiko merupakan indikator ketidakstabilan harga saham dan return yang diterima oleh pemegang saham. Risiko digunakan sebagai tolok ukur dalam memahami hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan utang dan kebijakan dividen. Peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkan peningkatan risiko sehingga menurunkan penggunaan utang atau menurunkan dividen (Ravid dan Kale dalam Fitri dan Mamduh, 2003).

HASIL PENELITIAN TERDAHULU DAN PENURUNAN HIPOTESIS

Kepemilikan Manajerial.

Variabel-variabel yang mempengaruhi kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) terdiri dari kebijakan utang, kebijakan dividen, risiko dan kepemilikan institusional (*institutional ownership*).

Fitri dan Mamduh (2003), menemukan bahwa utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Taswan (2003). Penggunaan modal utang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial, sehingga tingkat utang yang semakin naik akan meningkatkan tingkat kepemilikan manajerial.

Penelitian yang dilakukan oleh Taswan (2003), menemukan bahwa

kepemilikan manajerial. Pembayaran dividen adalah bagian *monitoring* perusahaan, oleh karena itu perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang lebih besar jika kepemilikan manajerial memiliki proporsi kepemilikan yang lebih rendah.

Fitri dan Mamduh (2003) menemukan tingkat risiko berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Arah hubungan ini sesuai dengan penelitian Demsetz dan Lehn dalam Fitri dan Mamduh (2003). Bagi manajer yang *risk averse*, hubungan risiko tinggi dengan kepemilikan manajerial berubah menjadi negatif. Pada tingkat risiko tinggi manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham dan membatasi *supply* kepemilikan manajerial.

Penelitian Fitri dan Mamduh (2003), menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin meningkat pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan dan semakin mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikan.

Dari uraian tersebut dapat diturunkan hipotesis:

H₁: Kebijakan utang berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial

H₂: Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial

H₃: Risiko berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial

H₄: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan

Risiko.

Variabel-variabel yang mempengaruhi risiko terdiri dari kebijakan utang, kebijakan dividen, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

Fitri dan Mamduh (2003), menemukan bahwa kebijakan utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap penerimaan risiko. Kebijakan utang berpengaruh positif terhadap risiko sehingga peningkatan utang meningkatkan risiko keuangan. Peningkatan risiko keuangan berarti menimbulkan konflik sehingga diperlukan pengaturan terhadap penggunaan utang untuk mengurangi konflik keagenan.

Penelitian Fitri dan Mamduh (2003), menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko. Dividen tinggi dapat menurunkan tingkat risiko yang ditanggung oleh perusahaan. Penetapan dividen tinggi memberi signal positif terhadap prospek pertumbuhan di masa mendatang sehingga semakin tinggi dividen berarti semakin baik kinerja perusahaan.

Fitri dan Mamduh (2003), menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko. Semakin tinggi tingkat risiko perusahaan, manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham (*risk averse*) untuk mengurangi kemungkinan kehilangan kekayaan pribadi.

Fitri dan Mamduh (2003), menemukan bahwa kepemilikan institusional mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap risiko. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin kuat kendali yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan, sehingga menyebabkan rendahnya biaya keagenan

dan juga risiko perusahaan. Ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional efektif digunakan sebagai alat *monitoring* manajemen.

Dari uraian tersebut dapat diturunkan hipotesis:

- H₅: Kebijakan utang berpengaruh positif terhadap risiko
- H₆: Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap risiko
- H₇: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap risiko
- H₈: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap risiko

Kebijakan Utang.

Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan utang terdiri dari kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, risiko dan kepemilikan institusional.

Putu dan Jogiyanto (2002), menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. *Leverage* yang tinggi dapat berarti bahwa risiko perusahaan meningkat (biaya kebangkrutan), sehingga *shareholders* memerlukan tambahan return untuk kompensasi tambahan risiko tersebut. Tambahan return tersebut diperoleh dari dividen selain tentu saja dari *capital gain*.

Penelitian yang dilakukan Fitri dan Mamduh (2003), menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi utang. Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial menyebabkan mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui utang untuk pendanaannya.

Penelitian yang dilakukan Fitri dan Mamduh (2003), menemukan bahwa risiko berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Pada kondisi risiko tinggi manajer memilih proyek yang berisiko tinggi dengan tujuan mendapat return tinggi. Penggunaan utang pada risiko tinggi dapat mengurangi biaya keagenan utang.

Fitri dan Mamduh (2003), menemukan variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan, serta penggunaan utang oleh manajer (Crutchley, *et al* dalam Fitri dan Mamduh, 2003).

Dari uraian tersebut dapat diturunkan hipotesis:

- H₉: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang
- H₁₀: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan utang
- H₁₁: Risiko berpengaruh positif terhadap kebijakan utang
- H₁₂: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang

Kebijakan Dividen.

Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen terdiri dari kebijakan utang, kepemilikan manajerial, risiko dan kepemilikan institusional.

Menurut Emery dan Finnerty dalam Wahidahwati (2002), kebijakan utang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang membagikan

.....

tambahan dana melalui utang sehingga kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan utang secara searah.

Fitri dan Mamduh (2003), menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan menetapkan persentase kepemilikan manajerial yang besar membayar dividen dalam jumlah kecil sedangkan pada persentase kepemilikan manajerial kecil menetapkan dividen pada jumlah yang besar.

Fitri dan Mamduh (2003), menemukan bahwa variabel risiko mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dividen yang rendah dapat digunakan untuk menghindari pemotongan dividen di masa mendatang serta mengalokasikan sebagian keuntungan pada laba ditahan untuk investasi lebih lanjut.

Bathala *et al.* dalam Wahidahwati (2001) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Adanya *monitoring* yang efektif oleh kepemilikan institusional menyebabkan penggunaan utang turun, karena peranan utang sebagai salah satu alat *monitoring* sudah diambil alih oleh kepemilikan institusional, dengan demikian mengurangi *agency cost of debt*.

Dari uraian tersebut dapat diturunkan hipotesis:

H₁₃: Kebijakan utang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

H₁₄: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

H₁₅: Risiko berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

H₁₆: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Kepemilikan Institusional.

Variabel-variabel yang mempengaruhi kepemilikan institusional adalah kebijakan utang, kebijakan dividen, kepemilikan manajerial dan risiko.

Fitri dan Mamduh (2003), menemukan bahwa kebijakan utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan institusional. Kebijakan utang menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholder*, karena *monitoring* dalam perusahaan yang ketat, menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan dari *debtholder* maupun *shareholder*. Hasil penelitian tersebut mendukung penelitian dari Crutchley, *et al* dalam Fitri dan Mamduh (2003).

Crutchley, *et al* dalam Wahidahwati (2002), menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan institusional. Kepemilikan yang relatif tinggi diharapkan investasinya disuatu perusahaan aman, mempunyai return yang tinggi baik dalam bentuk dividen maupun *capital gain*.

Dari sudut pandang perusahaan kepemilikan institusional mampu mengurangi konflik keagenan dan karenanya manajer akan mengurangi kepemilikannya. Fitri dan Mamduh (2003), menemukan variabel kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan institusional.

Fitri dan Mamduh (2003), menemukan variabel risiko berpengaruh positif terhadap kepemilikan institusional. Tingginya risiko yang dihadapi perusahaan

mengurangi minat institusi untuk melakukan investasi pada saham perusahaan itu karena institusi itu lebih mementingkan pada stabilitas pendapatan.

Dari uraian tersebut dapat diturunkan hipotesis:

H₁₇: Kebijakan utang berpengaruh positif terhadap kepemilikan institusional

H₁₈: Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional

H₁₉: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional

H₂₀: Risiko berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional

MODEL PENELITIAN

Model penelitian terdiri dari lima persamaan pada variabel endogen dengan empat variabel eksogen. Persamaan tersebut adalah persamaan DMOWN, Risk, Debt, DPR dan INST. Secara umum ada lima persamaan simultan yang akan diuji antara lain:

$$1) \text{ DMOWN} = b_0 + b_1\text{DEBT} + b_2\text{DPR} + b_3\text{RISK} + b_4\text{INST}$$

$$2) \text{ RISK} = b_0 + b_1\text{DEBT} + b_2\text{DPR} + b_3\text{DMOWN} + b_4\text{INST}$$

$$3) \text{ DEBT} = b_0 + b_1\text{DPR} + b_2\text{DMOWN} + b_3\text{RISK} + b_4\text{INST}$$

$$4) \text{ DPR} = b_0 + b_1\text{DEBT} + b_2\text{DMOWN} + b_3\text{RISK} + b_4\text{INST}$$

$$5) \text{ INST} = b_0 + b_1\text{DEBT} + b_2\text{DPR} + b_3\text{DMOWN} + b_4\text{RISK}$$

Keterangan:

DMOWN = Kepemilikan manajerial

RISK = Risiko

DEBT = Kebijakan utang

DPR = *Dividend Payout Ratio* sebagai proksi kebijakan dividen

INST = Kepemilikan institusional

b_0 = Konstanta

b_1, b_2, b_3, b_4 = Koefisien regresi