

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA DAN RUMUSAN HIPOTESIS

#### 2.1 Landasan Teori

##### 2.1.1 Agency Theory

*Agency theory* adalah teori yang dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976 dimana dasar dari teori ini adalah hubungan antara prinsipal dan agen. Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002) hubungan keagenan muncul ketika:

Hubungan keagenan muncul ketika seseorang atau lebih (*principal*) memperkerjakan orang lain atau agen untuk melakukan suatu pekerjaan sesuai dengan kepentingan prinsipal dengan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan pendanaan. Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan ini muncul antara: pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer dan antara pemegang saham dengan kreditor (*bondholders* atau pemegang obligasi).

Pada *agency theory* yang disebut *principal* 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 pemegang saham, tetapi ternyata sering ada konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik ini disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini biasa disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*) dan manajer cenderung tidak menyukai risiko (*risk averse*). Pemegang saham tentu

menginginkan manajer bekerja untuk dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya, manajer perusahaan bisa saja bertindak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi tujuannya untuk memenuhi kemakmuran individu, keselamatan kerja, gaya hidup, dan keuntungan yang lain seperti kantor yang mewah, mobil, serta fasilitas lainnya yang dibebankan kepada biaya perusahaan.

Berbagai kepentingan diatas dapat membuat manajer menjadi enggan untuk mengambil keputusan yang lebih berisiko. Jika mereka memiliki persepsi risiko yang dihadapi lebih besar dibandingkan dengan kemungkinan hilangnya pekerjaan. Akibatnya manajer tidak lagi memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi mengambil jalan tengah dengan meminimumkan kerugian potensial dari pemilik perusahaan. Jika ada kecenderungan manajer lebih mementingkan kepentingan pribadinya dibanding dengan kepentingan perusahaan, maka timbulah *agency problem*.

### **2.1.2 Agency Problem**

Jensen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi apabila proporsi kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002), menyatakan bahwa kondisi diatas merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan atau sering disebut dengan *the separation of decision-making and risk beating function of the firm*.

Penyebab lain konflik antara manajer dan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan. Hal ini dikarenakan manajer tidak dapat mendiversifikasikan kekayaan mereka dan mereka akan terancam jika perusahaan mengalami kebangkrutan. Selain itu, *agency problem* juga muncul antara pemegang saham dengan kreditur (pemberi hutang).

### **2.1.3 Agency Cost**

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002), *agency cost* dapat dibedakan menjadi dua macam, yaitu:

1. *Agency cost of equity*, terjadi karena perbedaan kepentingan antar pemilik-manajer dengan pemegang saham luar, sebagai akibat dari penjualan klaim ekuitas atas perusahaan. Pemilik-manajer akan menanggung hanya sebagian biaya dari operasional perusahaan yang digunakannya untuk mengkonsumsi penghasilan tambahan (*perquisite*) dari sumberdaya perusahaan untuk konsumsinya sendiri. Konflik potensial berasal dari keadaan ketika kepemilikan manajer turun sehingga dorongan untuk mencurahkan usaha pada aktivitas yang kreatif juga menurun.
2. *Agency cost of debt*, terjadi karena perbedaan kepentingan antara pemegang saham (*stockholder*) dengan pemegang hutang (*debtholder*). Dengan penerbitan hutang ini, pemegang hutang memiliki hak atas sebagian laba yang diperoleh perusahaan dan aset-asetnya. Sementara itu, manajer menanggung

pengendalian perusahaan yang sangat menentukan tingkat profitabilitasnya dan risiko perusahaan melalui aliran kasnya, misalnya manajer melakukan ekspansi yang menyebabkan risiko perusahaan lebih besar dari apa yang diperkirakan oleh kreditur. Hal tersebut akan meningkatkan tingkat keuntungan yang diisyaratkan atas hutang yang telah diberikan dan akhirnya mengakibatkan nilai hutang meningkat. Jika investasi tersebut berhasil, maka sebagian besar keuntungan akan menjadi hak pemegang saham, karena bunga atas hutang bersifat tetap, yang ditentukan atas dasar risiko aktiva lama. Disisi lain, jika investasi tersebut gagal, maka kreditur harus ikut menanggung kerugian tersebut, sehingga disimpulkan bahwa investasi tersebut hanya baik untuk pemegang saham, tetapi berdampak negatif bagi kreditur, kecuali jika dimasukkan berbagai pembatasan dalam pemberian hutang baru.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002), *agency cost* tercermin dalam aktivitas berikut:

1. Pengeluaran untuk monitoring seperti biaya untuk melakukan pemeriksaan akuntansi dan prosedur pengendalian intern. Biaya tersebut harus dikeluarkan untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak atas dasar kepentingan terbaik bagi pemilik perusahaan.
2. Pengeluaran insentif sebagai kompensasi untuk manajemen atas prestasi yang konsisten yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Bentuk insentif yang umum adalah *stock option* yaitu pemberian hak kepada manajemen untuk membeli saham perusahaan di masa yang akan datang dengan harga yang telah ditentukan. Bentuk kedua adalah *performances share* yaitu pemberian

saham kepada manajemen atas pencapaian tujuan yaitu pencapaian tingkat return tertentu. Pemberian insentif sering pula berupa pemberian *cash bonus* atau bonus kas yang dikaitkan dengan pencapaian tujuan tertentu.

3. *Fidelity bond* yaitu kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga dimana pihak ketiga (*bonding company*) setuju untuk membayar perusahaan jika manajer berbuat tidak jujur sehingga menimbulkan kerugian bagi perusahaan. *Fidelity bond* mempunyai pengertian hampir sama dengan asuransi kerugian atas praktek yang tidak jujur.
4. *Golden parachutes* dan *poison pill* dapat digunakan pula untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. *Golden parachutes* adalah suatu kontrak antara manajemen dan pemegang saham yang menjamin bahwa manajemen akan mendapat komensasi sejumlah tertentu apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain atau terjadi perubahan pengendalian perusahaan. Dengan demikian manajemen tidak perlu khawatir akan kehilangan pekerjaan. *Poison pill* adalah usaha pemegang saham untuk menjaga agar perusahaan tidak diambil alih oleh perusahaan lain. Usaha ini dapat dilakukan dengan mengeluarkan hak penjualan saham pada harga tertentu untuk mengeluarkan obligasi disertai dengan hak penjualan obligasi pada harga tertentu, sehingga apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain, pembeli perusahaan wajib membeli saham dan obligasi pada harga yang telah ditentukan sebelumnya.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu; **pertama** dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen sehingga dapat menyejajarkan kepentingan pemilik dengan manajer (Jensen dan

Meckling, 1976) dalam Wahidahwati (2002). **Kedua** dengan meningkatkan *dividen payout ratio* sehingga tidak tersedia banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1989, dalam Wahidahwati, 2002). **Ketiga**, dengan meningkatkan pendanaan dengan hutang, karena dengan penggunaan hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan prinsipal. Hal ini dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* guna membiayai kegiatan yang tidak optimal (Jensen, 1986) dalam Wahidahwati (2002). **Keempat**, dengan institusional investor sebagai monitoring agen. Moh'd et al (1998) dalam Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institusional investor dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Adanya kepemilikan institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi oleh institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer dalam perusahaan.

#### **2.1.4 Struktur Kepemilikan**

Struktur kepemilikan (*Ownership structure*) merupakan persentase saham yang dimiliki oleh *insider shareholder* dan *outsider shareholder* menurut Iturraga dan Sanz (2000) dalam Edy Suranta dan Mas'ud (2003 : 21) struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan sebagai suatu instrumen atau alat untuk mengurangi konflik kepentingan diantara berbagai

pemegang klaim. Sedangkan pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider* dan *outsider* melalui pengungkapan informasi di pasar modal.

Struktur kepemilikan perusahaan berbeda di batasan negara. Kepemilikan yang menyebar (banyak pemilik dengan persentase kepemilikan kecil) hanya terjadi pada negara dengan perlindungan legal yang sangat baik terhadap pemilik. Sedangkan di negara dengan perlindungan negara yang buruk, kepemilikannya cenderung terkonsentrasi (sedikit pemilik dengan kepemilikan dengan jumlah besar). Bahkan dalam banyak kasus, kepemilikan perusahaan banyak dikendalikan oleh keluarga atau negara (La Porta Dkk dalam Tri Gunarsih (2003). Pada kepemilikan, menyebar masalah perbedaan kepentingan utama yang terjadi adalah antara kepentingan pemilik dan kepentingan pengelola perusahaan. Permasalahan perbedaan kepentingan ini berbeda dengan perusahaan yang mempunyai struktur kepemilikan terkonsentrasi. Pada kepemilikan yang terkonsentrasi masalah utamanya yaitu perbedaan kepentingan antara pemilik mayoritas sebagai pengendali perusahaan dengan pemilik mayoritas.

Pemegang saham sebagai pemilik modal dapat dibedakan menjadi 3, yaitu (Ismiyati dan Hanafi, 2003) :

1. *Manajerial Ownership / Internal Ownership*

*Manajerial Ownership / Internal Ownership* adalah pemegang saham yang merupakan pihak insider perusahaan yang ikut aktif dalam kegiatan operasional perusahaan seperti dewan direksi, manajer dan lain-lain.

## 2. *External Ownership*

*External Ownership* adalah pemegang saham perseorangan yang pasif dalam kegiatan operasional perusahaan.

## 3. *Institutional Ownership*

*Institutional Ownership* adalah pemegang saham yang berbentuk Institusi (perusahaan) yang pasif dalam kegiatan operasional.

### 2.1.5 Kebijakan Hutang (*Leverage*)

*Leverage* keuangan menurut Weston dan Brigham (1997 : 299) dalam Kristya (2007) adalah tingkat penggunaan hutang sebagai sumber pembiayaan perusahaan. Sedangkan menurut Agnes Sawir (2004 : 10) dalam Kristya (2007) *Leverage* keuangan adalah penggunaan sumber dana yang menimbulkan beban tetap keuangan. Hutang adalah sumber daya yang menimbulkan beban tetap keuangan. Beban tetap keuangan yaitu bunga yang harus dibayar tanpa memperdulikan tingkat laba perusahaan.

Adapun rasio pengelolaan hutang dibagi menjadi 3 (Weston dan Brigham, 1997 : 301) dalam Kristya (2007) yaitu :

1. Rasio Hutang adalah Rasio total hutang terhadap total aktiva. Rasio ini digunakan untuk menghitung persentase total dana yang disediakan oleh para kreditur.
2. Rasio Kemampuan Membayar Bunga / *Time Interest Earned* (TIE) adalah rasio laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) terhadap beban bunga. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar beban bunga tahunan.
3. Rasio Kemampuan Membayar Beban Tetap adalah rasio yang lebih luas cakupannya daripada rasio TIE karena mencakup kewajiban *lease* jangka

panjang tahunan perusahaan. Rasio ini hampir sama dengan rasio kemampuan membayar bunga.

Menurut Sutrisno (2005 : 232) dalam Kristya (2007) ada lima rasio *Leverage* yang digunakan perusahaan, yakni sebagai berikut :

1. *Total Debt To Total Asset Ratio*

Rasio ini biasa disebut sebagai rasio hutang (*debt ratio*) yang mengukur persentase besarnya dana yang berasal dari hutang yang dimiliki perusahaan baik yang berjangka pendek maupun jangka panjang.

$$\text{TDTA} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

2. *Debt To Equity Ratio*

Rasio ini merupakan pertimbangan antara hutang yang dimiliki perusahaan dengan modal sendiri, semakin tinggi rasio ini berarti modal sendiri semakin sedikit dibanding hutangnya.

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}} \times 100\%$$

3. *Time Interest Earned Ratio*

Rasio ini sering disebut sebagai *Coverage Ratio* merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan memenuhi beban tetapnya berupa bunga dengan laba yang diperolehnya, atau mengukur berapa kali besarnya laba bisa menutup beban bunganya.

$$\text{Time Interest Earned Ratio} = \frac{\text{Laba sebelum bunga dan pajak}}{\text{Beban Bunga}}$$

#### 4. *Fixed Charge Coverage Ratio*

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk menutup beban tetapnya termasuk pembayaran deviden saham preferen, bunga, angsuran pinjaman, dan sewa.

$$\text{Fixed Charge Coverage Ratio} = \frac{\text{EBIT} + \text{Bunga} + \text{Angsuran Lease}}{\text{Bunga} + \text{Angsuran}}$$

#### 5. *Debt Service Ratio*

*Debt Service Ratio* merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi beban tetapnya termasuk angsuran pokok pinjaman.

$$\text{Debt Service Ratio} = \frac{\text{Laba Sebelum Bunga dan Pajak}}{\text{Bunga} + \text{Sewa} + \frac{\text{Angsuran Pokok Pinjaman}}{(1 - \text{Tarif Pajak})}}$$

*Leverage* keuangan menyiratkan 3 hal penting yaitu :

- 1) Dengan menaikkan dana melalui hutang, pemilik dapat mempertahankan pengendalian atas perusahaan dengan investasi yang terbatas
- 2) Kreditur mensyaratkan adanya ekuitas, atau dana yang disediakan oleh pemilik sebagai margin pengaman jika pemilik dana hanya menyediakan sebagian kecil dari pembiayaan total, resiko perusahaan dipikul terutama oleh krediturnya.
- 3) Jika perusahaan memperoleh tingkat laba yang lebih tinggi atas dana yang pinjamannya daripada tingkat bunga yang dibayarkan atas dana tersebut, maka pengembalian atas modal diperbesar.

Penggunaan hutang mempunyai keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan. Diantaranya keuntungan penggunaan hutang adalah sebagai berikut :

- 1) Biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya hutang efektif menjadi lebih rendah.
- 2) Kreditur hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan.
- 3) Pemegang hutang tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil.

Sedangkan kelemahan penggunaan hutang adalah :

- 1) Hutang yang semakin tinggi meningkatkan resiko *technical insolvency*
- 2) Jika bisnis perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup untuk menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang.

Hutang mencakup kewajiban lancar maupun hutang jangka pendek. Kreditur umumnya lebih menyukai rasio hutang yang rendah karena apabila perusahaan mengalami likuidasi maka dalam kondisi tersebut akan tersedia dana penyangga yang besar bagi kreditur, namun dilain pihak, para pemilik mungkin menghendaki tingkat *leverage* yang tinggi, baik untuk meningkatkan laba atau mungkin dengan penjualan saham akan menyebabkan berkurangnya kendali atas perusahaan.

### 2.1.6 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan saham manajerial adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan. Pihak-pihak tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan (Wahidahwati 2002). Keberadaan manajemen dalam manajemen perusahaan memiliki latar belakang yang berbeda antara lain: pertama mereka mewakili pemegang saham institusi, kedua mereka adalah tenaga-tenaga profesional yang diangkat oleh pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), atau ketiga mereka duduk di jajaran manajemen perusahaan karena takut memiliki saham perusahaan.

Perusahaan merupakan titik temu hubungan agensi antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajemen perusahaan (agen) dimana masing-masing pihak dalam hubungan agensi berusaha memaksimalkan utilitasnya. Berdasarkan teori agensi, hubungan antara manajemen dengan pemegang saham sangatlah rawan dengan konflik agensi. Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham (*principal*). Oleh karena itu, manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya seperti peningkatan gaji dan status.

Teori keagenan menyatakan bahwa salah satu mekanisme untuk memperkecil kemungkinan adanya konflik dalam perusahaan akibat *agent* dan *principal* adalah dengan memperbesar kepemilikan manajerial. Dengan memperbesar kepemilikan manajerial, maka manajemen akan merasakan secara langsung dampak dari setiap keputusan yang mereka ambil karena mereka

menjadi pemilik perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976) dalam Wahidahwati (2002). Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga meminimumkan biaya keagenan.

Beberapa penelitian yang telah dilakukan tentang pengaruh kepemilikan manajerial pada kebijakan hutang adalah penelitian Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa jika manajer memiliki kepemilikan saham yang tinggi dalam perusahaan, mereka akan mengurangi tingkat hutang secara optimal sehingga akan mengurangi biaya keagenan. Selain itu, penelitian mengenai hubungan antara struktur kepemilikan dengan kebijakan hutang telah dilakukan oleh banyak peneliti dan hasil yang mereka temukan berbeda-beda. Moh'd et al (1998); Jogiyanto dan Tarjo (2003); Wahidahwati (2002); serta Frennd dan Hasbrouk (1998) dalam Wahidahwati (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Disisi lain, Agrawal dan Mendelker (1987) dan Mehran (1992) dalam Wahidahwati (2002); Kim dan Sorenson (1986), Ismiyati dan Hanafi (2003); menemukan hubungan yang positif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang.

Hasil penelitian yang berbeda-beda itu menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda pula. Jensen et al (1992) dalam Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Hasil ini mengindikasikan bahwa dengan peningkatan

kepemilikan manajerial, maka akan mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peranan hutang dalam mengurangi kos agensi. Hasil tersebut juga menemukan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkan penurunan rasio pembayaran dividen.

Menurut Fried dan Lang (1988) dalam Ismiyati dan Hanafi (2003), kepemilikan manajerial memiliki hubungan kausal terbalik atau substitusi dengan utang. Pada kepemilikan manajerial yang tinggi penggunaan hutang menurun karena penggunaan hutang yang tinggi menyebabkan biaya kebangkrutan dan *financial distress*. Selanjutnya, Fried dan Lang (1988) dalam Ismiyati dan Hanafi (2003) menambahkan bahwa pihak internal yang menjadi pemegang saham mayoritas terdiversifikasi dan menginginkan insentif dalam jumlah yang besar untuk mengurangi risiko keuangan.

#### **2.1.7 Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan saham institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti buruh, perusahaan asuransi, dana pensiun, dan institusi lainnya (Wahidahwati, 2002). Menurut Wahidahwati (2002) institusi biasanya dapat menguasai mayoritas saham karena memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Oleh karena menguasai saham mayoritas, maka pihak institusional dapat melakukan pengawasan terhadap kebijakan manajemen secara lebih kuat dibandingkan dengan pemegang saham lainnya.

Jansen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa salah satu alat monitoring yang digunakan untuk mengurangi *agency conflict* adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham institusional. Dengan kata lain, peningkatan kepemilikan saham institusional akan menggantikan peranan kepemilikan saham manajerial dalam rangka meminimumkan *agency cost* dalam perusahaan. Dengan peningkatan kepemilikan institusional maka menyebabkan kinerja manajemen diawasi secara optimal sehingga manajemen menghindari perilaku yang merugikan principal (Ismiyati dan Hanafi, 2003). Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin kuat kendali yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional efektif digunakan sebagai alat monitoring manajemen (Ismiyati dan Hanafi, 2003).

Pada perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5 %) mengindikasikan kemampuannya dalam memonitor manajemen perusahaan. Adanya kontrol dari pihak institusional ini akan menyebabkan manajemen menggunakan hutang pada tingkat yang rendah untuk mengatasi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dan risiko keuangan.

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 bahwa adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan kebijakan 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) dalam Nurfauziah (2007) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dengan kebijakan 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.

Penelitian mengenai hubungan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang juga telah dilakukan oleh Moh'd et al (1998) dan Wahidahwati (2002) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Ismiyati dan Hanafi (2003) sebaliknya menemukan bukti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Hasil penelitian yang berbeda-beda itu menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda pula. Ismiyati dan Hanafi (2003) menemukan bukti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang yang

mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional mampu melakukan monitoring terhadap manajer secara lebih baik. Dengan demikian, perusahaan akan meningkatkan penggunaan hutang untuk pendanaan operasional perusahaan.

### **2.1.8 Risiko**

Menurut Vaughan dalam Herman Darmawi (1994 ; 18) resiko adalah kans kerugian yang biasanya dipergunakan untuk menunjukkan suatu keadaan terhadap kerugian atau suatu kemungkinan kerugian. Resiko dihubungkan dengan kemungkinan terjadinya akibat buruk yang tidak diinginkan atau tidak terduga. Dengan kata lain kemungkinan itu sudah menunjukkan adanya ketidakpastian. Ketidakpastian ini merupakan kondisi yang menyebabkan tumbuhnya resiko. Dan jika kita lebih lanjut, kondisi yang tidak pasti itu timbul karena berbagai sebab, antara lain :

1. Jarak waktu dimulai perencanaan atas kegiatan sampai kegiatan itu berakhir.
2. Keterbatasan tersedianya informasi yang diperlukan.
3. Keterbatasan pengetahuan, keterampilan dan teknik mengambil keputusan.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Bathala, et al. (1994) dalam Wahidahwati (2002) menemukan bahwa adanya hubungan yang signifikan dan negatif antara resiko dengan *debt rasio*. Tanda yang negatif ini menggambarkan bahwa standart deviasi laba sebelum bunga dan pajak mempunyai pengaruh yang berkebalikan dengan rasio hutang. Bila standart deviasi laba sebelum bunga dan pajak semakin tinggi, pihak kreditor akan enggan memberikan hutang pada perusahaan sehingga rasio hutang akan turun. Hal ini juga mengindikasikan bahwa resiko menjadi salah satu pertimbangan bagi pihak kreditor untuk

memberikan hutang pada perusahaan karena resiko yang tinggi akan menaikkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*). Hubungan negatif antara hutang dengan risiko juga menunjukkan bahwa risiko sebagai suatu adanya potensi kebangkrutan dalam perusahaan, sehingga menjadikan perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan sedikit tingkat penggunaan hutang untuk mengantisipasi risiko kebangkrutan karena ketidakmampuan membayar bunga dan pokok pinjaman.

Menurut Ravid (1988) dalam Ismiyati dan Hanafi (2003), risiko mempunyai hubungan negatif terhadap hutang. Pada tingkat risiko tinggi perusahaan mengurangi kuantitas penggunaan hutang dari berbagai tingkat bunga. Pengurangan penggunaan hutang dilakukan untuk mengurangi *financial distress*. Tindakan mengurangi penggunaan hutang dapat memperkecil risiko kebangkrutan dan pada akhirnya mengurangi konflik keagenan. Menurut Saunders, Strock, dan Travlos (1990) yang juga dikemukakan oleh Ismiyati dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa risiko mempunyai hubungan positif terhadap hutang. Perusahaan dengan risiko tinggi akan cenderung menggunakan utang karena dapat menikmati transfer kemakmuran dari *debtholder* dan *shareholder*.

## **2.2 Pembahasan Penelitian Sebelumnya**

Penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan adalah :

1. Penelitian yang dilakukan oleh Kd Kristya Kartika Sari (2007) dengan judul “Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Deviden, dan Pertumbuhan Total Aktiva, Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan

Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Tahun 2000 – 2004”. Kesimpulan dari penelitian ini adalah :

- i) Struktur Kepemilikan (*Manajerial dan Institusional*), Kebijakan deviden, dan Pertumbuhan aktiva, secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.
  - ii) Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang
  - iii) Kepemilikan Institusional berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.
  - iv) Kebijakan deviden berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.
  - v) Pertumbuhan total aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.
2. Penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan kepemilikan Institusional pada kebijakan hutang : Sebuah Perspektif *Theori Agency*”. Variabel yang diteliti adalah *managerial ownership*, *institutional ownership* sebagai variabel bebas dan *debt* sebagai variabel terikat. Sedangkan *dividen*, *firm size*, *asset structure*, *earning volatility* dan *stock volatility* merupakan variabel kontrol dalam penelitian ini. Analisis data yang digunakan adalah model persamaan regresi berganda dan melakukan pengujian asumsi klasik, diantaranya adalah uji normalitas, multikoleniaritas, autokorelasi, heteroskedastisitas, serta linieritas. Hasil penelitian ini menunjukkan

bahwa kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan rasio hutang. Hal ini berarti bahwa *managerial ownership* merupakan factor terpenting yang mempengaruhi *debt ratio*. Selain itu, hasil penelitian menunjukkan bahwa *institutional ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*. Persamaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan Wahidahwati adalah sama-sama menggunakan kepemilikan manajerial dan institusional sebagai variabel bebas dan kebijakan hutang sebagai variabel terikatnya. Perbedaan dari kedua penelitian adalah dilihat dari periode penelitian, penelitian diatas menggunakan periode tahun 1995-1996 sebagai periode penelitian, sedangkan penelitian ini menggunakan periode tahun 2003-2005. selain itu dalam penelitian ini terdapat tambahan variabel bebas yaitu risiko perusahaan.

3. Penelitian yang dilakukan oleh Erni Masdupi (2005) dengan judul “Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan”. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang sebagai variabel terikat yang diproksikan dengan *debt ratio* (DR), sedangkan variabel bebasnya adalah struktur kepemilikan saham yang dikelompokan atas proporsi saham yang dimiliki manajer (*insider ownership*), *shareholder dispersion* dan *institutional investor*. Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol *divident payout ratio* (DPR), *firm size*, *asset structure*, *firm profitability* dan *tax rate*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *insider ownership*

dan *institutional investor* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan yang diproksikan dengan *debt ratio* (DR) ini berarti bahwa semakin tinggi prosentase kepemilikan insider akan mampu mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan dan dengan adanya kehadiran *institutional investor* dapat digunakan sebagai alat monitoring dalam rangka meminimumkan *agency cost* yang ditimbulkan oleh hutang. Sedangkan *shareholders dispersion* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dari lima variabel kontrol, hanya tiga yang berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio* yaitu *divident payout ratio*, *firm size*, dan *asset structure*. Sedangkan *firm profitability* dan *tax rate* tidak berpengaruh signifikan secara statistik terhadap kebijakan hutang perusahaan. Persamaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Erni Masdupi adalah sama-sama menggunakan kepemilikan manajerial dan institusional sebagai variabel bebas. Dan sama-sama menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel terikat. Perbedaan dari kedua penelitian adalah penelitian diatas menggunakan periode tahun 1992-1995 sebagai periode penelitian, sedangkan penelitian ini menggunakan periode tahun 2003-2005.

4. Penelitian yang dilakukan oleh I Gusti Ngurah Bagus Gunadi (2006) dengan judul “Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Aktiva, dan Variabilitas Laba terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Industri Manufaktur yang *Listed* di Bursa Efek Jakarta Tahun 1999-2003.

Kesimpulan dari penelitian tersebut adalah bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur aktiva, dan variabilitas laba secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan. Berdasarkan pengujian secara parsial didapat bahwa variabel kepemilikan manajerial, struktur aktiva, dan variabilitas laba berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang tidak signifikan secara parsial terhadap kebijakan hutang. Struktur aktiva merupakan variabel yang mempunyai pengaruh signifikan dan dominan terhadap kebijakan hutang.

### **2.3 Hipotesis**

Berdasarkan teori-teori yang telah dikemukakan dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H<sub>1</sub> : Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan

H<sub>2</sub> : Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan

H<sub>3</sub> : Risiko perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan