

## BAB 2

### LANDASAN TEORI

Pada bab ini akan dibahas teori-teori yang akan digunakan untuk memberikan gambaran (insight) atau kerangka berpikir dalam menginterpretasikan hasil dari penelitian yang akan dijelaskan pada bab berikutnya. Teori-teori yang akan dibahas meliputi teori dari struktur modal, struktur kepemilikan, dan teori keagenan.

#### 2.1 Teori Struktur Modal

*Capital Structure* adalah perpaduan relatif antara utang dan ekuitas pada struktur pendanaan jangka panjang perusahaan. Menurut Megginson (1997:320) terdapat beberapa pola struktur modal yang dapat diamati, yaitu:

- 1) Struktur modal dapat dipengaruhi oleh letak wilayah geografis suatu negara. Misalnya Amerika, Inggris, dan Jerman mempunyai rasio utang yang rendah dibanding Jepang, Perancis dan Italia. Hal ini masih tidak jelas apa penyebabnya, tapi sejarah, institusi dan budayanya jelas mempengaruhi.
- 2) Struktur modal cenderung memiliki pola berdasarkan industrinya.
- 3) Dalam industri, *leverage* ialah berhubungan terbalik dengan profitabilitasnya. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi maka akan memiliki rasio utang yang rendah (*finance theory*) dan sebaliknya, namun hal ini berkebalikan dengan *tax-based theory*.
- 4) Pajak mempengaruhi struktur modal. Penelitian menunjukkan peningkatan pada *income tax rates* akan meningkatkan penggunaan utang dan sebaliknya.
- 5) Rasio *leverage* seperti berhubungan terbalik dengan *perceived cost of financial distress*-nya. Semakin tinggi tingkat *perceived cost of financial distress* maka perusahaan akan cenderung lebih sedikit menggunakan utang.
- 6) Pemegang saham secara bervariasi menarik kesimpulan bahwa peningkatan rasio *leverage* sebagai “berita baik” dan penurunan rasio *leverage* sebagai “berita buruk”. Sehingga harga saham akan meningkat ketika ada pengumuman peningkatan *leverage* dan terjadi penurunan harga saham perusahaan ketika terjadi penurunan *leverage*.

- 7) Perubahan dalam biaya transaksi dari mengeluarkan sekuritas baru hanya mempunyai dampak yang kecil terhadap struktur modal. Disini biaya transaksi hanya memberikan sedikit efek terhadap rasio *leverage* perusahaan.
- 8) Struktur kepemilikan secara jelas dapat mempengaruhi struktur modal, walau hubungan ini masih terlihat ambigu. Bila perusahaan semakin terkonsentrasi, hal ini akan meminimalisasi dilusi dari kepemilikan (rasio utang akan cenderung lebih tinggi)
- 9) Perusahaan yang struktur modalnya kekurangan utang atau ekuitas akan cenderung kembali ke perpaduan awalnya. Terdapat bukti bahwa perusahaan cenderung mempunyai *target leverage zone* sehingga perusahaan akan mengeluarkan ekuitas ketika porsi utang semakin tinggi dan mengeluarkan utang bila porsi utang semakin rendah.

Filosofi dasar dari keputusan pendanaan berkaitan erat dengan pemilihan sumber dana internal dan eksternal yang akan digunakan oleh perusahaan. Secara teoritis pemilihan alternatif struktur pendanaan perusahaan didasarkan pada dua kerangka teori, yaitu: (1) *Pecking Order Theory* dan (2) *Static Trade-Off Theory*.

### **2.1.1 Teori Pecking Order**

Teori *Pecking Order* mengatakan bahwa perusahaan akan menerbitkan sekuritas berdasarkan urutan dari yang paling menguntungkan. Teori *Pecking Order* juga memberikan gambaran bahwa perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan pendanaan internalnya terlebih dahulu dibandingkan menggunakan pendanaan eksternal. Pemilihan pendanaan eksternal dilakukan berdasarkan tingkat risiko yang paling rendah terlebih dahulu yang akan dipilih. Pendanaan eksternal yang akan dipilih terlebih dahulu adalah laba ditahan (*retained earnings*), utang (*debt*), kemudian *risky debt*, *convertible securities*, *preferred stock*, dan yang terakhir *common stock*.

Teori *Pecking Order* didasari oleh asumsi manajer perusahaan memiliki pengetahuan yang lengkap mengenai kondisi keuangan perusahaan yang sesungguhnya, asumsi kedua adalah manajer akan bertindak sesuai dengan tindakan yang sebaik-baik mungkin untuk kepentingan investornya.

Teori *Pecking Order* memiliki dua bentuk, yaitu (1) *strong form* dan (2) *semi-strong* atau *weak form*. *Strong form*, mengatakan bahwa perusahaan tidak akan menggunakan ekuitas pada struktur pendanaan jangka panjangnya, perusahaan akan menggunakan pendanaan internalnya dan atau menggunakan utang untuk membiayai proyek yang akan dijalankan. Lain halnya dengan *semi-strong*, yang mensyaratkan bahwa perusahaan boleh menggunakan ekuitas (saham) pada struktur pendanaan jangka panjangnya. Penggunaan ekuitas (saham) pada struktur pendanaan jangka panjang dilakukan pada dua kondisi, yaitu: (1) pada saat perusahaan membutuhkan pendanaan untuk masa depan yang belum bisa diramalkan; (2) pada saat tidak ada lagi *asymmetric information* untuk beberapa alasan yang muncul dan membiarkan perusahaan untuk mengambil keuntungan dari ini dan menerbitkan saham baru pada *fair price* adalah mungkin; dan (3) saat perusahaan yang kapasitas utangnya berkurang berarti tidak mungkin meminjam lagi sehingga pilihan lainnya adalah mengeluarkan saham untuk membiayai proyeknya (karena *debt capacity* merupakan batasan utama dalam berutang).

Kelemahan dari teori *Pecking Order* adalah tidak mampu menjelaskan bagaimana pajak, *bankruptcy cost*, biaya penerbitan saham bisa mempengaruhi keputusan perusahaan dalam menentukan besarnya utang (*leverage*) yang akan digunakan oleh perusahaan. Selain itu teori *Pecking Order* juga mengesampingkan masalah keagenan yang mungkin timbul ketika perusahaan akan menggunakan besarnya utang (*leverage*) dalam struktur modal perusahaan.

### **2.1.2 Teori Static Trade-Off**

Teori *Static Trade-Off* memiliki asumsi bahwa perusahaan akan menetapkan target dari utang (*debt ratio*) yang kemudian akan berjalan sesuai denganyang ditargetkan tersebut, tujuannya adalah untuk memaksimalkan nilai pasar. Target utang inilah yang disebut dengan *trade off* dari *bankruptcy cost* dan *tax benefit*. Jika perusahaan menambah target *debt ratio*-nya, maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan pajak, karena pajak yang dibayarkan lebih sedikit dengan adanya pembayaran bunga dari utang atau adanya *interest tax shield*, namun dengan meningkatnya nilai utang perusahaan maka perusahaan akan terpapar dengan adanya risiko kebangkrutan yang akan menimbulkan *bankruptcy cost* yang lebih tinggi jika perusahaan menambah utang ke dalam struktur pendanaan jangka panjangnya.

Menggunakan utang artinya perusahaan akan membayarkan sejumlah bunga. Bunga merupakan pengurang dari pajak (*tax deductible*), artinya akan mengurangi kewajiban perusahaan untuk membayar pajaknya dan efeknya adalah akan meningkatkan nilai arus kas setelah pajak. Perusahaan akan selalu berusaha untuk meningkatkan *cash flow* dan *market value*-nya, dalam usahanya untuk mendapatkan keduanya perusahaan akan banyak menggunakan utang (*debt*). Kondisi ini memberikan informasi bahwa *tax rate* berkorelasi positif dengan *leverage*.

Perusahaan yang menggunakan utang melebihi titik optimalnya akan mengalami *exposure* terhadap *bankruptcy cost* karena perusahaan akan menghadapi risiko tidak mampu untuk melunasi bunga maupun *principal* dari utangnya yang besar. Karena adanya kemungkinan dari *financial distress* yang disebabkan oleh tingginya penggunaan *leverage*, perusahaan akan menghadapi dua tipe *bankruptcy cost*, yaitu biaya langsung dan tidak langsung. Tipe *bankruptcy cost* biaya langsung adalah seperti biaya administrasi dari proses kebangkrutan, misalnya biaya yang terjadi di dalam penjualan aset perusahaan yang dijaminan atas utang. Sementara itu tipe *bankruptcy cost* biaya tidak langsung adalah biaya yang timbul karena adanya perubahan dalam keputusan investasi yang menyebabkan terjadinya *financial distress*. Untuk menghindari kebangkrutan perusahaan akan berusaha untuk memotong pengeluarannya pada biaya penelitian, pendidikan dan pelatihan dari pegawai, dan biaya iklan. Karena semua hal itu terjadi maka konsumen dari perusahaan akan berpikir apakah perusahaan akan mengalami kemunduran. Pemikiran ini terjadi karena adanya kemungkinan jatuhnya harga saham dari perusahaan karena kinerja perusahaan yang menurun. Pajak dan *bankruptcy cost* memberikan gambaran dari keuntungan dan kerugian dari penggunaan *leverage* yang melebihi batas optimal dari kemampuan perusahaan.

### **2.1.3 Signaling Theory**

*Signaling theory* didasari oleh adanya informasi asimetrik antara manajer dengan pihak luar (*shareholders*), teori ini mengatakan bahwa manajer adalah pihak yang memiliki informasi yang lengkap mengenai perusahaan, informasi itu akan diteruskan kepada pemegang saham perusahaannya, hal ini dilakukan untuk

meningkatkan nilai saham dari perusahaannya. Namun, investor tidak bisa percaya begitu saja dengan informasi yang diberikan tersebut karena investor akan berpikir skeptis terhadap setiap informasi yang diterimanya. Solusi dari adanya permasalahan ini dapat diselesaikan dengan menerapkan suatu kebijakan seperti memberikan insentif kepada para manajer. Menurut Ross, sistem insentif pada perusahaan yang memiliki nilai tinggi (*high-value firm*) akan mendorong manajer menggunakan utang (*debt*). Dengan menggunakan utang maka manajer akan terdorong untuk memberikan hasil yang maksimal bagi perusahaan, hasil ini akan dinikmati oleh para investor. Hasil ini seperti peningkatan harga saham, pola yang terjadi adalah jika ada suatu perusahaan akan menggunakan debt maka reaksi dipasar modal akan positif atau harga saham akan naik. Tetapi jika perusahaan akan mengumumkan akan melakukan pendanaan dengan menerbitkan saham baru maka nilai saham akan menurun hal ini akan merugikan investor dari perusahaan tersebut. Teori *Signaling* beranggapan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan dan pertumbuhan yang tinggi merupakan perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* yang tinggi sebagai akibat dari penerbitan utang.

## **2.2. Teori Keagenan**

Perusahaan adalah tempat berkumpulnya berbagai pihak, masing-masing pihak yang terlibat didalamnya memiliki kepentingan yang akan selalu berusaha untuk dipenuhi. Dalam usahanya untuk memenuhi tujuan dan kepentingan tersebut maka sangat mungkin untuk terjadinya perbedaan-perbedaan yang dapat menyulut terjadinya konflik. Teori keagenan akan membahas hubungan dan konflik yang mungkin terjadi antara pemilik (*principal*) dengan pelaksana (*agent*), hubungan ini biasa disebut dengan *principal-agent relationship*. Pemilik di dalam pembahasan ini adalah pemegang saham baik internal maupun institusi eksternal dan agen adalah orang yang melakukan pengelolaan terhadap jalannya operasi perusahaan. Pemilik (*principal*) memiliki tujuan memaksimalkan kesejahteraannya dengan cara memberikan hak kepada orang lain untuk menjalankan kegiatan operasi perusahaan, sementara pelaksana (*agent*) akan menjalankan haknya untuk mencapai tujuannya yaitu maksimisasi keuntungan dari kegiatan operasi perusahaan. Imbal hasil yang

diperoleh pemilik dari kepemilikannya diperusahaan tersebut yaitu berupa porsi laba yang dinikmati dalam pembagian dividen, sementara itu pengelola akan mendapatkan imbal hasil berupa gaji, bonus dan kompensasi lainnya dari pencapaiannya.

Perilaku manajemen perusahaan yang memiliki kecenderungan untuk mencari keuntungan sebesar-besarnya dengan menggunakan biaya yang paling minimal dengan cara memanfaatkan pihak lain untuk mencapai tujuannya tersebut. Perilaku perusahaan seperti ini dikenal dengan *bounded rationality* dan perilaku dari manajer dari perusahaan tersebut adalah cenderung untuk menghindari risiko *risk averse*. Menurut Jensen dan Meckling (1976), *agency problem* akan terjadi ketika proporsi kepemilikan saham yang dimiliki manajer atas saham perusahaan kurang dari 100%. Pada kondisi ini manajer cenderung bertindak untuk memenuhi kepentingannya sendiri dan sudah tidak sesuai dengan tujuan perusahaan. Hal ini merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dan fungsi kepemilikan yang biasa disebut dengan *the separation of the decision-making and risk bearing function of the firm*.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), teori keagenan bisa digunakan untuk memperoleh informasi mengenai variasi pada struktur utang yang diterapkan oleh suatu perusahaan. Menurut Cynthia A. Utama (2002), mendahulukan kepentingan pribadi daripada mendahulukan kepentingan orang lain merupakan salah satu sifat dasar yang dimiliki manusia. Sifat dasar inilah yang menjadi pemicu konflik antara pemilik dengan pengelola, karena masing-masing pihak akan selalu berusaha untuk memenuhi kepentingannya terlebih dahulu dibandingkan kepentingan pihak lainnya.

Menurut Cynthia A. Utama, (2002) bentuk masalah keagenan ada tiga. Bentuk pertama adalah masalah keagenan yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham, konflik ini terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham yang selalu mengutamakan imbal hasil yang tinggi yang dilihat dari nilai sekarang atau *present value* dari arus kas investasi yang dilakukan perusahaan, sementara manajer memiliki tujuan untuk meningkatkan pertumbuhan dan ukuran perusahaan agar mampu bersaing dan bertahan didalam industrinya.

Bentuk kedua adalah masalah keagenan antara pemegang saham dengan kreditor. Konflik antara pemegang saham dengan kreditor sebagai pemilik obligasi terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan pemilik obligasi. Penggunaan utang didalam struktur modal perusahaan ditujukan untuk mengurangi terjadinya masalah keagenan didalam perusahaan, menurut Jensen dan Meckling (1976) penggunaan utang ditujukan untuk memperkecil atau meredam terjadinya masalah keagenan.

Penggunaan utang sebagai pembiayaan eksternal akan memperkecil proporsi saham terhadap utang didalam struktur modal perusahaan. Alternatif penggunaan utang digunakan jika perusahaan melakukan pembiayaan dengan mengeluarkan saham akan menyebabkan terjadinya biaya keagenan yang lebih besar dibandingkan dengan menggunakan utang baru. Penggunaan utang akan mencegah manajer menggunakan arus kas yang tersedia secara berlebihan untuk kepentingan pribadinya, hal ini didasari karena perusahaan harus menyediakan arus kas bagi pembayaran bunga secara reguler kepada krediturnya (*control hypothesis*). Hal lain yang mendasari adalah jika terjadi kekurangan arus kas maka akan menyebabkan terjadinya risiko gagal bayar sehingga pemilik obligasi akan melakukan penyitaan terhadap aset-aset perusahaan jika perusahaan mengalami kebangkrutan (*default*), konsep ini biasa disebut dengan *threat hypothesis*.

Tabel 2.1 Keuntungan dan Kerugian Menggunakan Utang

<i>Advantage of Debt</i>	<i>Disadvantages of Debt</i>
<b>1. Tax Benefit</b>	<b>1. Bankruptcy Cost</b>
<b>Higher tax rate→higher tax benefit</b>	Higher Business risk→Higher Cost
<b>2. Added Discipline</b>	<b>2. Agency Cost</b>
<b>Greater separation between managers and stockholders→Greater benefit</b>	Greater separation between stockholders and lenders→Higher cost
	<b>3. Loss of Future Financing Fleixibility</b>
	Greater uncertainty about future financing needs→Higher cost

Sumber: Corporate Finance Theory and Concept

Keuntungan dari menggunakan utang pada struktur modal adalah adanya *tax benefit*. *Tax Benefit* yang diperoleh karena bunga yang dibayarkan merupakan komponen yang bisa mengurangi besarnya pajak yang dibebankan kepada perusahaan, dibandingkan jika tidak menggunakan utang. Keuntungan lainnya dari penggunaan utang pada struktur modal perusahaan adalah bisa meningkatkan kinerja manajer. Peningkatan kinerja ini adalah akibat dari adanya kekhawatiran mengenai kehilangan pekerjaan jika memiliki kinerja yang rendah tetapi jika kinerja perusahaan meningkat maka manajer akan dianggap memiliki prestasi dan berjasa terhadap perusahaan. Atas dasar peningkatan kinerja itu maka pemegang saham akan bersedia untuk membeli perusahaan dengan harga yang lebih tinggi.

Selain memberikan keuntungan, penggunaan utang yang berlebihan bisa memberikan tekanan pada perusahaan, karena penggunaan utang diiringi dengan bunga dan pembayaran pokok utang (*principal payment*) yang wajib dibayar sesuai dengan perjanjian masing-masing pihak. Kerugian dari penggunaan utang pada struktur modal adalah perusahaan akan terpapar dengan risiko kebangkrutan. Risiko kebangkrutan terjadi ketika perusahaan tidak mampu untuk memenuhi kewajibannya kepada kreditur-krediturnya. Risiko kebangkrutan akan memberikan dampak pada penurunan nilai klaim dari pemegang obligasi. Kerugian lainnya adalah timbulnya *agency cost* yaitu biaya yang dikeluarkan pemilik untuk melakukan pengawasan terhadap agen agar bertindak sesuai dengan keinginan pemilik. Artinya biaya keagenan akan semakin tinggi jika pemisahan (*separation*) antara pemegang saham dengan pemilik obligasi semakin membesar. Kerugian yang terakhir adalah berkurangnya fleksibilitas perusahaan untuk berinvestasi dimasa depan karena penggunaan utang yang dilakukan pada saat sekarang. Artinya jika perusahaan akan menggunakan sumber pendanaan baru dimasa depan dengan menggunakan utang baru maka akan menyebabkan perusahaan menjadi tidak fleksibel dalam membuat kebijakan investasi.

Bentuk ketiga adalah masalah keagenan yang terjadi antara perusahaan dengan konsumen. Masalah ini didasari oleh pandangan bahwa perusahaan bertindak sebagai agen dan konsumen berperan sebagai pemilik (*principal*), pandangan lain

yaitu perusahaan sebagai pemilik (*principal*) dan konsumen sebagai agen. Pada kondisi pertama perusahaan akan selalu berusaha memberikan pelayanan yang terbaik kepada setiap konsumennya agar kesetiaan konsumen selalu terjaga. Tingkat loyalitas konsumen sangat bergantung pada reputasi perusahaan, reputasi ini bergantung pada pelayanan prima yang diberikan kepada konsumennya. Kondisi selanjutnya perusahaan berperan sebagai *principal*, maka konsumen bisa melakukan tindakan yang bisa merugikan perusahaan dengan melakukan pelanggaran terhadap hak cipta perusahaan, seperti memperbanyak atau menduplikasi produk hasil ciptaan suatu perusahaan dan menjualnya dengan harga yang lebih murah dan dengan kualitas yang tidak terjamin, kejadian ini tentunya akan merugikan perusahaan.

### **2.3 Struktur Kepemilikan**

Struktur kepemilikan adalah berbagai macam pola dan bentuk dari kepemilikan yang terdapat di suatu perusahaan atau persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemegang saham internal dan pemegang saham eksternal (Jensen dan Meckling, 1976). Pemegang saham internal adalah orang yang memiliki saham dan termasuk didalam struktur organisasi perusahaan, artinya orang tersebut juga menjalankan fungsinya sebagai pelaksana operasi (manajer atau direksi) atau sebagai pengawas kegiatan operasi perusahaan (dewan komisaris). Sementara itu pemegang saham eksternal merupakan pemilik saham dari pihak luar perusahaan yang tidak termasuk didalam struktur organisasi perusahaan, atau hanya berfungsi sebagai pemilik. Pemegang saham eksternal bisa berupa institusi atau perusahaan lain, seperti perusahaan induk (*parent*) yang memiliki sebagian besar saham perusahaan anak (*subsidiaries*).

Penelitian yang dilakukan Jensen dan Meckling (1976) menemukan bahwa manajer yang memiliki porsi kepemilikan saham memiliki pengaruh yang sangat penting terhadap insentif yang akan diberikan kepada manajer, hal ini menunjukkan bahwa keputusan investasi dan pendanaan dari sebuah perusahaan bisa dipengaruhi oleh porsi kepemilikan yang dimiliki oleh manajer perusahaan tersebut.

### 2.3.1 Kepemilikan Manajerial

Perilaku manajer yang cenderung oportunis bisa menyebabkan terjadinya *agency cost of equity* (Jensen dan Meckling, 1976). Manajer memiliki kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan yang diperoleh perusahaan untuk dikonsumsi dan digunakan untuk perilaku oportunis lainnya. Karena mereka menerima manfaat dari kegiatan yang mereka lakukan tetapi tidak mau menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkan, misalnya manajer cenderung untuk menggunakan utang yang tinggi bukan untuk kepentingan memaksimalkan nilai perusahaan, tetapi lebih ditujukan untuk kepentingan oportunistic mereka. Hal ini akan menimbulkan beban pada perusahaan sehingga bisa mengakibatkan kebangkrutan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) pemberian kepemilikan kepada manajer merupakan salah satu faktor penting didalam kebijakan struktur modal perusahaan, tetapi hubungan antar kedua faktor tersebut masih belum terbukti secara empiris. Jika kepemilikan manajer didalam perusahaan meningkat, maka peningkatan utang didalam struktur modal perusahaan akan mencari, karena akan meningkatkan harga saham dan pada akhirnya akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Menurut Smitz dan Stulz (1985), pemberian tingkat kepemilikan manajerial yang signifikan akan menyebabkan manajer tidak mampu mengelola portfolio yang terdiversifikasi dengan baik dan dengan meningkatnya utang bisa menyebabkan biaya yang mahal pada *human capital*. Jika risiko dikurangi dengan menggunakan utang yang lebih rendah, maka terdapat hubungan negatif antara kepemilikan saham oleh *insiders* dengan rasio utang perusahaan.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Friend, et al (1988) menemukan bahwa kepemilikan saham manajerial yang tinggi akan meningkatkan risiko utang yang *non-diversifiable*, sehingga *insiders* akan semakin hati-hati dalam menggunakan utang. Penelitian lain dilakukan Friend dan Hasbrouck (1987) dan Friend dan Lang (1988) yang mengatakan bahwa adanya hubungan yang negatif antara utang dan kepemilikan manajerial dari sisi *banckruptcy costs* penelitian ini dilakukan dengan menggunakan rasio utang untuk mengetahui dampaknya dari kepemilikan manajerial. Mereka menemukan sebuah kelemahan potensial pada analisis, yaitu asumsi bahwa

kepemilikan majerial menyebabkan perubahan dalam tingkat utang. Kebijakan utang dapat mempengaruhi pilihan-pilihan kepemilikan manajerial, atau keduanya saling tidak berketergantungan tetapi memiliki hubungan dengan karakteristik perusahaan yang sama.

Meningkatnya kepemilikan *insiders* bisa menstarakan kepentingan manajer (*insiders*) dengan kepentingan *outside shareholder* dan mengurangi penggunaan utang secara optimal, sehingga bisa mengurangi terjadinya *agency cost*. Atas dasar itu maka pengaruh kepemilikan *insiders* dengan kebijakan utang perusahaan adalah negatif.

### **2.3.2 Kepemilikan Instiusional**

Pemegang saham yang memiliki proporsi kepemilikan kecil cenderung untuk tidak terlalu memperhatikan atau mengawasi aktivitas manajerial perusahaan, karena adanya keterbatasan waktu, kemampuan, dan kepentingan. Kekurangan tersebut bisa menimbulkan terjadinya *free-rider*, karena melakukan pengawasan manajerial bukan merupakan perhatian utama pemegang saham terutama pemegang saham yang memiliki jumlah yang rendah. Solusi dari masalah ini adalah adanya pemegang saham (*investor*) institusional, karena institusi memiliki lebih banyak insentif untuk menggunakan sumber dayanya seperti keahlian dan kemampuan untuk melakukan pengawasan perusahaan dan manajemennya dengan biaya yang relatif lebih rendah sehingga mampu mengurangi terjadinya biaya keagenan (*agency cost*) (Demsetz dan Lehn, 1985; Schleifer dan Vishny, 1986; McConnell dan Servaes, 1990; Manos, 2002).

Kepemilikan institusi juga memberikan keuntungan yang lebih besar, karena dengan kepemilikan yang lebih besar sehingga mempunyai kekuasaan untuk melakukan pengawasan terhadap aktivitas perusahaan. Selain itu kepemilikan institusi lebih baik dibanding kepemilikan individu karena institusi memiliki posisi yang lebih baik dari individu sehingga mampu melakukan pengambil alihan perusahaan yang tidak efisien dan ancaman ini bisa memaksa manajer agar lebih efisien.

Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Bathala *et al* (1994) dan Meric *et al* (2000) menemukan bahwa kepemilikan institusional merupakan faktor yang mempengaruhi tingkat utang perusahaan secara negatif dan signifikan. Temuan lain adalah dari Moh'd *et al* (1998) yang menemukan adanya hubungan negatif dan signifikan yang mendukung pendapat bahwa investor institusi merupakan substitusi yang berperan sebagai pengatur utang pada struktur modal. Pada akhirnya, semakin besar persentase kepemilikan saham oleh *institutional* akan menyebabkan usaha pengawasan menjadi semakin efektif, karena bisa mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajer. Pengawasan tersebut akan mengurangi *agency cost*, karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat utang yang lebih rendah (Bathala, et al. 1994).

#### **2.4 Masalah Keagenan**

Masalah keagenan (*agency problem*) adalah konflik yang terjadi karena adanya konflik kepentingan didalam diri manajer. Sebagai pengelola operasional perusahaan, manajer memiliki kepentingan lain selain memaksimalkan nilai perusahaan atau adanya *perquisite interest* (Megginson). Masalah keagenan (*agency problem*) terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan (*shareholders* atau *principal*) dengan pelaksana kegiatan operasi (*agents*). Perbedaan ini dikarenakan adanya pemisahan antara kepemilikan dengan pengelolaan usaha. Selain itu sifat dasar manusia untuk mendahulukan kepentingan pribadinya terlebih dahulu dibandingkan kepentingan orang lain juga bisa menjadi dasar terjadinya masalah keagenan. Berkembangnya perusahaan merupakan sumber potensial terjadinya konflik kepentingan antara *principal* dengan *agent*.

Masalah keagenan bisa terjadi karena adanya *assymetric information* yang terjadi antara pemilik dengan manajernya. Hal ini terjadi karena manajer perusahaan memiliki informasi lebih yang tidak dimiliki oleh pemilik atau pihak lainnya. *Information assymetric* disebabkan oleh dua hal. Penyebab terjadinya *assymetric information* yang pertama adalah *adverse selection*, adalah suatu keadaan dimana pihak yang merasa memiliki informasi lebih sedikit dibanding pihak lain tidak mau untuk melakukan perjanjian dengan pihak lain tersebut apapun bentuknya, dan ketika

melakukan perjanjian mereka akan membatasi dan mengawasi dengan sangat ketat dengan biaya yang relatif cukup tinggi. Contohnya adalah pemegang saham minoritas dan pemilik obligasi yang memiliki informasi lebih sedikit dari manajer dan pemegang saham mayoritas.

Bentuk kedua *assymetric information* adalah *moral hazard*. *Moral hazard* adalah perilaku manajer perusahaan yang melakukan pengambilan keputusan tanpa sepengetahuan pemilik perusahaan yang dilakukan atas dasar kepentingan pribadi, efeknya bisa menurunkan kesejahteraan pemilik dari perusahaan tersebut. *Moral hazard* bisa menghambat operasi perusahaan sehingga menyebabkan menurunnya tingkat efisiensi ekonomis perusahaan secara keseluruhan.

Kesimpulannya adalah jika pemilik memiliki informasi yang lengkap mengenai kondisi dan keadaan perusahaan secara menyeluruh, maka manajer tidak akan mengambil keputusan yang tidak sesuai dengan kepentingan dari pemilik. Artinya, jika pemilik bisa melakukan pengawasan secara sempurna dan tanpa mengeluarkan biaya sedikitpun, maka masalah keagenan tidak akan terjadi. Tetapi dilain sisi pengawasan yang sempurna tidak mungkin bisa dilakukan sepenuhnya oleh pemilik, karena itu *moral hazard* akan tetap bisa terjadi dan akan menyebabkan adanya biaya keagenan (*agency cost*) yang dibutuhkan untuk mengawasi manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemiliknya.

#### **2.4.1 Bentuk Masalah Keagenan Pihak Pemegang Saham dengan Pemilik Obligasi**

Doughlas dan Finnerty (1997) mengatakan bahwa bentuk masalah keagenan antara pemegang saham dengan pemilik obligasi ada lima, bentuk masalah keagenan tersebut adalah:

##### **2.4.1.1 Masalah Penggantian Aset dalam Perusahaan**

Bentuk pertama adalah masalah yang terjadi ketika terjadi penggantian aset didalam perusahaan. Masalah ini timbul jika pergantian aset yang terjadi akan mengancam dan menyerap nilai dari kekayaan pemilik obligasi. Pergantian aset baru ini bisa dilakukan dengan alasan untuk investasi baru yang bertujuan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan atau hanya melakukan pergantian aset lama

terhadap aset yang baru sebagai usaha untuk peremajaan aset perusahaan agar bisa beroperasi lebih efektif dan efisien.

Pemilik obligasi perusahaan memiliki klaim yang dijamin dengan nilai total dari perusahaan, nilai total ini diperoleh dari nilai pasar dari total aset yang dimiliki perusahaan tersebut. Sementara itu pemegang saham mendapatkan klaim atas aset perusahaan setelah hak pemilik obligasi terpenuhi atau *residual claim*. Jika perusahaan melakukan pergantian terhadap aset lamanya dengan aset yang lebih berisiko maka kemungkinan pemilik obligasi untuk dibayar akan semakin kecil. Jika pergantian aset terjadi maka pemegang saham akan menikmati keuntungan dari harga saham perusahaan yang tinggi, sementara pemilik obligasi akan mengalami kerugian karena meningkatnya risiko perusahaan akan menurunkan nilai obligasi di pasar, karena adanya peningkatan risiko gagal bayar obligasi.

Masalah penggantian aset jika ditelaah lebih lanjut akan berbentuk seperti *zero sum game*, karena peningkatan kekayaan pemegang saham hanya diperoleh dengan penurunan kekayaan pemilik obligasi karena nilai total perusahaan hanya terdiri dari dua klaim, yaitu klaim pemegang saham dan klaim oleh pemilik obligasi. Setelah membuat kebijakan penggantian aset dengan yang lebih berisiko, pemegang saham bisa menjual saham perusahaan dengan harga yang relatif lebih tinggi. Sedangkan pemilik obligasi mengalami penurunan nilai atas obligasi yang dimilikinya karena adanya peningkatan risiko gagal bayar dari pembayaran obligasi.

Jika penggantian aset yang dilakukan perusahaan menyebabkan nilai total menjadi tidak sama seperti sebelum melakukan penggantian aset, artinya nilainya lebih tinggi atau lebih rendah. Maka nilai yang tidak sama ini akan memberikan risiko kepada pemegang obligasi perusahaan. Tetapi jika nilai penggantian aset menyebabkan NPV menjadi negatif pemilik saham masih mungkin untuk mendapatkan keuntungan karena nilai total dari perusahaan yang menurun masih lebih rendah dari penurunan nilai klaim dari pemegang obligasi. Maka pemegang obligasi akan mengalami kerugian atas risiko tambahan yang terjadi akibat penggantian aset yang menghasilkan NPV negatif, penambahan risiko berarti penurunan nilai obligasi karena meningkatnya risiko gagal bayar terhadap obligasi.

Tetapi jika penggantian aset yang dilakukan menyebabkan NPV menjadi positif maka nilai perusahaan akan meningkat, tetapi pemegang obligasi akan tetap mengalami penurunan nilai, karena penggantian aset yang dilakukan memiliki risiko yang lebih tinggi. Tambahan risiko yang terjadi akan menyebabkan timbulnya risiko gagal bayar dari obligasi, maka akan menyebabkan terjadinya penurunan nilai obligasi. Pada akhirnya setiap tambahan risiko yang terjadi ketika manajer membuat keputusan investasi terhadap penggantian aset, akan menyebabkan penurunan terhadap nilai obligasi sebagai akibat timbulnya risiko gagal bayar yang menyebabkan nilai klaim obligasi menurun.

#### **2.4.1.2 Masalah Underinvestment**

Bentuk kedua masalah keagenan adalah masalah *underinvestment*. Masalah ini terjadi karena adanya pergantian aset yang terjadi, karena dengan adanya pemilik obligasi yang baru maka pemegang saham akan mengalami kehilangan nilai jika perusahaan melakukan investasi berisiko rendah. Artinya, jika perusahaan melakukan investasi pada investasi berisiko tinggi maka pemegang saham akan menyerap kekayaan dari pemilik obligasi yang mengalami penurunan nilai akibat dari meningkatnya risiko gagal bayar perusahaan. Pada masalah *underinvestment* pemegang saham akan menolak keputusan investasi dengan NPV positif dan berisiko rendah, agar pemilik obligasi tidak mengalami peningkatan kesejahteraan dari semakin rendahnya kemungkinan gagal bayar perusahaan.

#### **2.4.1.3 Masalah Penurunan Klaim Akibat Kebijakan Dividen**

Bentuk ketiga masalah keagenan adalah menurunnya klaim akibat kebijakan pembayaran dividen, hal ini terjadi karena pembayaran dividen dalam bentuk kas akan mengurangi klaim pemilik obligasi karena akan mengurangi nilai kas dan ekuitas perusahaan. Penurunan pada nilai ekuitas pada struktur modal perusahaan akan memberikan akibat perusahaan menerbitkan utang baru, penerbitan utang baru akan meningkatkan risiko gagal bayar dari pemilik lama dari obligasi perusahaan, akibatnya nilai klaimnya akan menurun. Pada sisi kas internal perusahaan, pembayaran dividen dengan menggunakan kas internal akan menyebabkan meningkatnya risiko aset lainnya. Hal ini terjadi karena kas merupakan aset

perusahaan yang bebas risiko likuiditas. Meningkatnya risiko akan memberikan dampak pada penurunan nilai obligasi yang dimiliki oleh pemilik obligasi perusahaan tersebut. Intinya adalah pembayaran dividen bisa memicu perusahaan membutuhkan kebutuhan pembiayaan baru dengan menggunakan utang.

#### **2.4.1.4 Masalah Penurunan Klaim dengan Utang Baru**

Bentuk keempat masalah keagenan adalah terjadinya penurunan klaim dengan utang baru. Masalah ini terjadi ketika perusahaan melakukan penerbitan utang baru, penerbitan utang baru memberikan implikasi pada penurunan nilai dari obligasi yang dipegang oleh pemilik lama, hal ini terjadi karena adanya peningkatan risiko gagal bayar terhadap obligasi. Masalah ini bisa bertambah parah jika penerbitan obligasi baru memiliki hak klaim yang sama dengan obligasi lama.

#### **2.4.1.5 Masalah Keunikan Aset**

Bentuk masalah keagenan yang kelima adalah keunikan pada aset yang dimiliki oleh perusahaan. Sebelum memberikan utang kepada perusahaan sebaiknya pemegang obligasi perlu melakukan analisa terlebih dahulu terhadap karakteristik aset perusahaan. Karakteristik aset dari suatu perusahaan akan memberikan gambaran mengenai risiko-risiko apa saja yang mungkin terjadi pada suatu perusahaan jika kondisi menjadi tidak normal. Jika aset yang dimiliki perusahaan sangat unik maka akan sangat sulit bagi pemilik obligasi untuk menjual aset tersebut untuk dilikuidasi jika perusahaan mengalami kebangkrutan. Oleh karena itu pemilik obligasi akan menuntut bunga yang lebih tinggi pada perusahaan yang memiliki aset yang sangat unik dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki aset lebih umum.

### **2.5 Biaya Keagenan (*Agency Cost*)**

Biaya keagenan terjadi karena pemilik perusahaan berusaha untuk melakukan pengawasan terhadap manajer agar bertindak sesuai dengan keinginan pemilik perusahaan. Menurut Douglas dan Finnerthy (1997), biaya keagenan yang ditanggung pemilik ada tiga. Biaya keagenan yang pertama adalah biaya kontrak langsung yang terjadi antara pemilik dengan manajer. Didalam klausul kontrak langsung tersebut pemilik akan menanggung biaya seperti:

- Biaya transaksi untuk membuat kontrak, seperti biaya komisi penjualan dan administrasi penerbitan obligasi.
- *Opportunity Cost* yang hilang, misalnya tidak dapat mengambil proyek dengan NPV positif akibat dari adanya *covenant* pada kontrak perjanjian.
- Biaya Insentif, seperti bonus karyawan, pembayaran yang ditujukan agar manajer bertindak sesuai dengan tujuan pemilik.

Biaya keagenan lain yang mungkin terjadi adalah biaya yang harus ditanggung pemilik untuk mengawasi manajer, seperti biaya untuk melakukan audit atas kegiatan operasional perusahaan. Biaya yang lain yang mungkin terjadi adalah kemungkinan dari adanya kerugian yang bisa diderita pemilik sebagai akibat dari penyimpangan yang tidak terdeteksi oleh sistem pengawasan yang telah dibuat pemilik sehingga bisa menyebabkan kerugian bagi pemilik, misalnya manajer yang melakukan pengeluaran perusahaan yang tidak semestinya dikeluarkan. Kerugian yang terjadi ini disebut sebagai *residual loss* yang bisa diperkirakan dari selisih *total agency cost* yang dikurangi dengan *monitoring* dan *bonding expenditure* (Jensen dan Meckling, 1976)

### **2.5.1 Biaya Keagenan Ekuitas dan Utang**

Biaya keagenan atas ekuitas meningkat seiring dengan terjadinya peningkatan pada proporsi kepemilikan saham oleh pihak *eksternal*. Kejadian ini akan menyebabkan terjadinya *trade off* antara keinginan untuk mengurangi biaya agensi utang dan kebutuhan untuk mengurangi biaya yang terjadi akibat kepemilikan *eksternal*. Masalah yang terjadi adalah menurunnya kepentingan manajemen seiring dengan meningkatnya kepemilikan *eksternal* pada struktur modal perusahaan. Keinginan untuk memberikan usaha yang terbaik bagi perusahaan agar bisa mencapai tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham akan menurun drastis akibat kejadian tersebut. Hal ini tentunya akan berpengaruh pada kinerja perusahaan di masa depan.

Menggunakan pembiayaan dengan utang bisa menyebabkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pemilik obligasi, hal ini akan menyebabkan terjadinya biaya keagenan atas penerbitan utang. Biaya-biaya keagenan

atas utang meliputi pengeluaran atas perjanjian utang, biaya pengawasan (monitoring), dan juga biaya yang terjadi dari adanya perjanjian utang yang ketat (covenants). *Covenants* akan menyebabkan fleksibilitas dan operasi perusahaan akan berkurang (horne, 1992). Biaya keagenan atas utang yang terjadi akan mengurangi jumlah utang yang diinginkan dalam struktur modal perusahaan, karena konflik dan biayanya meningkat seiring dengan utang perusahaan.

Biaya yang terjadi akibat ekuitas dan utang akan menyebabkan turunnya nilai perusahaan. Menurut Crutchley dan Hansen (1989), manajer bisa meminimalkan biaya keagenan atas ekuitas dan utang dengan membuat perpaduan kebijakan penggunaan komposisi struktur modal yang tepat dengan mempertimbangkan *trade off* antara manfaat dan biaya. Interaksi yang terjadi antara kebijakan perusahaan dapat dihubungkan dengan *information assymetric* yang terjadi antara manajer dengan investor eksternal. Manajemen melakukan pengambilan keputusan yang berhubungan dengan manfaat dan biaya dari kebijakan masing-masing perusahaan dengan mempertimbangkan faktor-faktor yang bisa mempengaruhi agar biaya keagenan yang terjadi adalah yang paling minimal dengan cara membuat *trade off* yang paling efisien untuk melakukan pengawasan terhadap biaya keagenan yang terjadi.

## **2.6 Alternatif Pendekatan untuk Mengurangi Masalah Keagenan**

Masalah keagenan didalam suatu perusahaan akan menyebabkan terjadinya konflik, untuk mengurangi dampak dari konflik agar tidak bertambah luas pemilik perusahaan harus mengeluarkan sejumlah biaya (agency cost). Menurut Brigham dan Gapenski (1996) *agency cost* terjadi karena perusahaan menggunakan utang dan melibatkan hubungan antara pemegang saham dengan pemilik obligasi. Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan biaya-biaya dari *agency problem* adalah total dari pengeluaran biaya untuk monitoring oleh pemilik (principal), biaya karena penggunaan utang atau menerbitkan utang baru oleh manajemen perusahaan (agent), dan biaya karena kehilangan kebebasan atau efisiensi (residual loss). Oleh karena itu keputusan untuk menentukan komposisi dari struktur modal adalah dengan menyeimbangkan *agency cost of debt* dengan *agency cost of equity*.

Banyak pendekatan yang bisa digunakan untuk mengurangi terjadinya *agency cost*, pendekatan yang pertama adalah dengan meningkatkan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer (*insider ownership*). Menurut Jensen dan Meckling (1976) Peningkatan proporsi kepemilikan *insiders* akan memberikan keuntungan maupun kerugian secara langsung kepada manajer dari keputusan yang diambilnya. Pada kondisi ini kenaikan proporsi kepemilikan *insider* merupakan insentif bagi manajer agar mampu meningkatkan kinerja perusahaan dan juga menggunakan utang secara optimal sehingga bisa mengurangi besarnya *agency cost*.

Pendekatan kedua adalah dengan melakukan pengawasan eksternal. Pengawasan eksternal dilakukan dengan menggunakan utang, karena penggunaan utang akan mempengaruhi pemindahan *equity capital*. Penelitian yang dilakukan oleh Jensen pada tahun 1986 menyebutkan bahwa utang bisa digunakan sebagai alat untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajemen perusahaan, dilain sisi keuntungan dari penggunaan utang adalah meningkatkan nilai dari perusahaan, sementara kerugian dari penggunaan utang adalah meningkatnya risiko kebangkrutan perusahaan karena tidak mampu melunasi utangnya. Hal yang harus diperhatikan dalam penggunaan utang adalah ketika nilai utang perusahaan cukup tinggi maka diperlukan pengawasan dan kehati-hatian, karena adanya kecenderungan manajer untuk memanfaatkan kelemahan yang ada untuk kepentingan pribadi, hal ini tentunya akan memberikan kerugian bagi pemegang saham.

Pendekatan yang ketiga adalah dengan menggunakan *institutional* sebagai *monitoring agents*. Moh'd et al (1998) menemukan bahwa pendistribusian saham kepada pihak *institutional* bisa mengurangi terjadinya *agency cost*. Hal ini dikarenakan kepemilikan merupakan sumber kekuasaan (*source of power*) yang digunakan baik untuk mendukung atau sebaliknya menentang keputusan yang diambil manajemen. Adanya kepemilikan oleh *institutional* akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Penelitian yang dilakukan oleh Bathala (1994) sebelumnya juga menemukan bahwa kepemilikan institusi (*institutional ownership*) merupakan *monitoring agents* yang penting dan memainkan peranan secara aktif dan konsisten untuk melindungi

investasi yang mereka lakukan pada perusahaan tersebut. Mekanisme pengawasan oleh institusi akan menjamin terjadinya peningkatan kemakmuran pemegang saham.

Menurut Shleifer dan Vishny (1986) yang mengatakan bahwa dengan adanya konsentrasi kepemilikan, maka pemegang saham besar seperti perusahaan atau institusi bisa melakukan pengawasan perilaku *opportunistic* yang bisa dilakukan oleh *insiders*. Peningkatan proporsi kepemilikan institusi bisa mengimbangi kebutuhan terhadap utang dan *managerial ownership*, oleh karena itu keberadaan *institutional ownership* didalam suatu perusahaan akan berhubungan negatif dengan rasio utang perusahaan.

Pendekatan lain yang bisa digunakan untuk mengurangi terjadinya *agency cost* yang terlalu tinggi adalah seperti yang dikatakan oleh Mester (1989) dengan melakukan *market controls*, *capital market control* dan ancaman terjadinya pengambilalihan (*take over*). Pada pendekatan *labor market controls*, pemberian kompensasi kepada *insiders* terkait dengan kinerja perusahaan dan nilai saham perusahaan. Manajer yang memiliki kinerja yang baik tentunya akan mendapatkan kompensasi yang lebih baik, sementara manajer yang memiliki kinerja buruk akan sulit mendapatkan pekerjaan baru jika perusahaan diambil alih oleh perusahaan lain. Pendekatan *capital market controls* dilakukan dengan menggunakan rapat umum pemegang saham (RUPS). Pengawasan selanjutnya adalah melalui ancaman pengambilalihan yang akan mendisiplinkan manajer agar bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham, pada pendekatan ini manajer yang memiliki kinerja buruk akan tersingkir dari perusahaan bila terjadi pengambilalihan perusahaan (*take over*).

Sementara itu Gitman (2000), mengatakan bahwa *agency cost* dari *agency problem* bisa diminimalkan dengan tambahan biaya berupa *monitoring expenditure*, *bonding expenditures*, *opportunity cost*, dan *structuring expenditure*. *Monitoring expenditure* adalah beban atau biaya yang terjadi karena pemilik akan melakukan pembangunan terhadap suatu sistem audit dan control untuk membatasi terjadinya tindakan yang diluar batas kendali oleh manajer atau manajemen perusahaan.

*Bonding expenditures* adalah biaya perjanjian antara perusahaan dengan *bonding company* yang dilakukan untuk melindungi perusahaan dari tindakan diluar batas yang mungkin terjadi yang dilakukan oleh manajer. Pada kondisi seperti ini perusahaan akan mengeluarkan *fidelity bond* yang berfungsi sebagai kontrak, dimana pihak *bonding company* akan menyetujui klaim jika terjadi kerugian yang diakibatkan oleh manajer.

*Opportunity cost* adalah biaya yang dikeluarkan perusahaan karena perusahaan melakukan pemilihan terhadap suatu keputusan dari semua kemungkinan pilihan yang ada, biaya yang terjadi adalah hilangnya kesempatan perusahaan terhadap pilihan yang lain. Struktur organisasi perusahaan sangat memungkinkan manajer untuk tidak member tanggapan atas kesempatan yang ada, sehingga tambahan biaya yang dikeluarkan diakibatkan oleh ketidakmampuan manajer dalam membaca kesempatan tersebut.

*Structuring expenditure* adalah biaya yang dikeluarkan akibat perusahaan memberikan kompensasi secara terstruktur atau dengan memberikan insentif kepada manajer untuk melakukan apa yang terbaik untuk mencapai kesejahteraan pemilik atau pemegang saham, yaitu maksimalisasi nilai perusahaan.

Menurut Weston dan Copeland (1998) biaya yang terjadi untuk mengurangi dampak dari *agency problem* berhubungan dengan biaya seperti:

- 1) Biaya untuk membangun sistem audit yang digunakan untuk membatasi wewenang manajemen
- 2) Biaya yang dikeluarkan untuk membuat perjanjian dengan manajer yang menyatakan ketersediaan manajer untuk tidak menyalahgunakan wewenangnya.
- 3) Biaya yang dikeluarkan untuk melakukan perubahan pada system organisasi untuk membatasi aktivitas yang tidak dikehendaki dari manajer.