

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Definisi *Corporate Governance*

Turnbull (1997) mendefinisikan *corporate governance* sebagai berikut:

“corporate governance describes all the the influences affecting the institutional processes including those for appointing the controllers and/or regulators, involved in organizing the production and sale of goods and services”.

Dalam definisinya, ia lebih menekankan bagaimana melakukan tata kelola dalam sebuah organisasi dengan memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi kepada proses organisasi dalam rangka menghasilkan dan menjual barang atau jasa. Disamping itu, ia juga berpendapat bahwa penunjukkan “controllers dan regulators” merupakan juga substansi penting dalam membangun Good Corporate Governance.

Sedangkan definisi *corporate governance* menurut OECD adalah :

“corporate governance is the system by which business corporations are directed and controlled. The Corporate Governance structure specifies the distribution of the right dan responsibilities among different participants in the corporation, such as the board, managers, shareholders, and other stakeholders, and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs. By doing this, it also provides this structure through which the company objectives are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance”.

Kedua definisi diatas relative sama, dimana keduanya menjelaskan bahwa *corporate governance* merupakan hal yang penting agar organisasi dapat berjalan dengan baik dan sesuai dengan tujuan yang telah ditetapkan

2.1.1 Prinsip-prinsip *Corporate Governance*

Sejak diperkenalkan oleh *Organization for Economic Co-opertaion and Development* (OECD), prinsip-prinsip *corporate governance* berikut ini telah dijadikan acuan oleh negara-negara di dunia termasuk Indonesia. Prinsip-prinsip tersebut disusun seuniversal mungkin sehingga dapat berlaku bagi semua negara

atau perusahaan dan diselaraskan dengan sistem hukum, aturan atau tata nilai yang berlaku di negara masing-masing. Prinsip-prinsip tatakelola perusahaan yang baik ini antara lain (www.oecd.org) :

(a).Akuntabilitas(*accountability*)

Prinsip ini memuat kewenangan-kewenangan yang harus dimiliki oleh dewan komisaris dan direksi beserta kewajiban-kewajibannya kepada pemegang saham dan stakeholders lainnya. Dewan direksi bertanggung jawab atas keberhasilan pengelolaan perusahaan dalam rangka mencapai tujuan yang telah ditetapkan oleh pemegang saham. Komisaris bertanggung jawab atas keberhasilan pengawasan dan wajib memberikan nasehat kepada direksi atas pengelolaan perusahaan sehingga tujuan perusahaan dapat tercapai. Pemegang saham bertanggung jawab atas keberhasilan pembinaan dalam rangka pengelolaan perusahaan.

(b).Pertanggung-jawab(*responsibility*)

Prinsip ini menuntut perusahaan maupun pimpinan dan manajer perusahaan melakukan kegiatannya secara bertanggung jawab. Sebagai pengelola perusahaan hendaknya dihindari segala biaya transaksi yang berpotensi merugikan pihak ketiga maupun pihak lain di luar ketentuan yang telah disepakati, seperti tersirat pada undang-undang, regulasi, kontrak maupun pedoman operasional bisnis perusahaan.

(c)Keterbukaan(*transparancy*)

Dalam prinsip ini, informasi harus diungkapkan secara tepat waktu dan akurat. Informasi yang diungkapkan antara lain keadaan keuangan, kinerja keuangan, kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Audit yang dilakukan atas informasi dilakukan secara independen. Keterbukaan dilakukan agar pemegang saham dan orang lain mengetahui keadaan perusahaan sehingga nilai pemegang saham dapat ditingkatkan.

(c)Kewajaran(*fairness*)

Seluruh pemangku kepentingan harus memiliki kesempatan untuk mendapatkan perlakuan yang adil dari perusahaan. Pemberlakuan prinsip ini di perusahaan akan melarang praktek-praktek tercela yang dilakukan oleh orang dalam yang

merugikan pihak lain. Setiap anggota direksi harus melakukan keterbukaan jika menemukan transaksi-transaksi yang mengandung benturan kepentingan.

(d)Kemandirian(*independency*)

Prinsip ini menuntut para pengelola perusahaan agar dapat bertindak secara mandiri sesuai peran dan fungsi yang dimilikinya tanpa ada tekanan-tekanan dari pihak manapun yang tidak sesuai dengan sistem operasional perusahaan yang berlaku. Tersirat dengan prinsip ini bahwa pengelola perusahaan harus tetap memberikan pengakuan terhadap hak-hak stakeholders yang ditentukan dalam undang-undang maupun peraturan perusahaan.

2.1.2. Mekanisme Kontrol *Corporate Governance*

Mekanisme kontrol dari *corporate governance* diciptakan untuk mengurangi inefisiensi yang timbul dari moral hazard. Contohnya adalah memonitor tindakan manajer dan memastikan kebenaran informasi yang diberikan oleh manajemen kepada investor. Mekanisme kontrol *corporate governance* terdiri dari internal kontrol dan eksternal kontrol.

Internal kontrol dilakukan oleh dewan direksi dengan memonitor aktivitas manajemen dan mengoreksi tindakan manajemen agar sesuai dengan tujuan perusahaan. Contoh dari internal kontrol :

❖ Monitoring yang dilakukan oleh dewan komisaris.

Dewan komisaris memiliki kekuasaan hukum untuk merekrut, memberhentikan dan memberikan kompensasi kepada manajemen puncak. Pertemuan rutin dari dewan komisaris dapat mengidentifikasi potensi masalah, kemudian didiskusikan sehingga masalah dapat dihindari ataupun dipecahkan. Jika ditemukan tindakan yang merugikan bagi perusahaan dari pihak manajemen, maka dewan komisaris dapat mengambil tindakan tegas.

❖ Pemberian upah atau gaji berdasarkan kinerja.

Pemberian gaji ini dapat dilakukan baik dalam bentuk cash ataupun non-cash seperti saham yang bertujuan untuk mendorong kinerja manajemen menjadi lebih baik dan menghindari kecurangan.

Sedangkan eksternal kontrol meliputi semua kontrol yang dilakukan oleh *external stakeholders*. Contoh dari eksternal kontrol yaitu : persaingan, perjanjian hutang, undang –undang dan peraturan pemerintah, serikat buruh, media.

2.2. Struktur Kepemilikan dan *Corporate Governance*

Pada umumnya struktur kepemilikan terbagi menjadi dua yaitu *family ownership* dan *institutional ownership*. Kedua jenis kepemilikan ini memiliki karakteristiknya masing-masing berkaitan dengan *corporate governance*.

1. *Family Ownership*

Struktur kepemilikan yang tersebar atau terdiversifikasi hanya dapat ditemukan di Amerika dan Inggris, sedangkan pada negara berkembang, sebagian besar perusahaan merupakan *family ownership*. Perusahaan di Thailand (Wiwattanakantang, 2000), Belgia (Crijs dan De Clerck, 1997), Turki (Sarac, 2002) dan Indonesia (Arifin, 2003) sebagian besar juga masih dikontrol oleh keluarga pendiri perusahaan.

Perusahaan keluarga akan lebih efisien daripada perusahaan public lainnya karena memerlukan lebih sedikit *monitoring cost* (Fama& Jensen, 1983). Mc Conaughy, Matthews, dan Fialko (2001), Yammeesri dan Lodh (2001) dan Anderson dan Reeb (2003) menemukan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh keluarga tertentu memiliki kinerja yang lebih baik.

Claessens et al.(1999) menemukan bahwa *cash flow right* yang lebih tinggi aberhubungan dengan *market valuation* yang lebih tinggi, tetapi *control right* yang lebih tinggi akan berhubungan dengan *market valuation* yang lebih rendah. Ini mengindikasikan adanya pengambilalihan hak pemegang saham minoritas oleh pemegang saham mayoritas. Disimpulkan bahwa kontrol keluarga adalah faktor

penting yang menyebabkan hubungan negatif antara *control rights* dan *market valuation*

2. Institutional Ownership

Investor institusional lebih banyak menggunakan informasi yang dimilikinya saat ini untuk memperkirakan *earning* di masa yang akan datang secara lebih baik daripada investor non-institusional (Jimbalvo, Rajgopal dan Venkatachalam, 2002). El-gazzar (1998) dan Bhattacharya (2001) menemukan bahwa investor institusional yang memiliki kekayaan sumber informasi yang lebih dibandingkan investor non-institusional cenderung menggunakan informasi yang lebih relevant meskipun lebih mahal sehingga memiliki *earning expectation* yang lebih tinggi pula.

Balsam et al. (2002) menemukan bahwa reaksi pasar timbul lebih awal sebagai akibat dari tindakan investor institusional daripada reaksi terhadap investor non-institusional. Investor institusional dianggap memiliki akses informasi yang lebih dan *monitoring* yang lebih terhadap manajer.

2.3. Family Ownership

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Yupana Wiwattanakantang (1999), sebagian besar perusahaan di negara berkembang dikontrol oleh individu, keluarga dan rekan-rekannya. Fenomena ini juga terjadi di Indonesia yang juga merupakan negara berkembang. Pada awalnya perusahaan ini merupakan perusahaan tertutup dan mendanai kegiatan usahanya dari modal sendiri dan didukung oleh pinjaman dari pihak luar. Namun seiring dengan perkembangan ekonomi dan pasar modal, banyak dari perusahaan yang dikategorikan sebagai perusahaan *family ownership* ini kemudian menjadi perusahaan terbuka. Dengan menjadi perusahaan terbuka, maka resiko dan profit dari perusahaan yang pada awalnya hanya ditanggung oleh keluarga pendiri perusahaan menjadi terbagi dengan pihak luar. Selain membagi resiko dengan pihak luar, perusahaan juga dapat memperoleh lebih banyak lagi dana dalam melakukan ekspansi usahanya dengan menjadi perusahaan terbuka..

Menurut Laporta (1999), *family ownership* merupakan kepemilikan dari individu (di atas 5%) dan kepemilikan dari perusahaan tertutup, bukan kepemilikan dari BUMN dan BUMD, perusahaan terbuka ataupun lembaga keuangan. Berdasarkan definisi ini, perusahaan jenis *family ownership* tidak hanya terbatas pada perusahaan yang menempatkan anggota keluarganya pada posisi CEO, komisaris atau posisi manajemen lainnya. Perusahaan yang mempekerjakan CEO, komisaris atau manajer dari luar anggota keluarga pemilik perusahaan tetap dikategorikan sebagai perusahaan jenis *family ownership*.

2.3.1. Jenis-jenis *Family Ownership*

Secara umum, Wiwattanakantang (1999) membagi perusahaan jenis *family ownership* menjadi beberapa bagian, yaitu :

1. *Single-family-owned firms*.

Perusahaan jenis ini hanya dikuasai secara mayoritas oleh satu pihak keluarga saja. Pihak keluarga memegang kontrol perusahaan dengan cara memiliki perusahaan secara langsung maupun memiliki kepemilikan melalui perusahaan *subsidiaries* ataupun *afiliasi*. Biasanya kontrol pada jenis perusahaan ini terkonsentrasi pada pendiri perusahaan ataupun anggota keluarga pendiri perusahaan.

2. *Non single-family-owned firms*.

Perusahaan jenis ini dikuasai secara mayoritas oleh beberapa pihak keluarga, tidak hanya terkonsentrasi pada satu keluarga saja.

3. *Conglomerate-firms*.

Conglomerate-firms merupakan kelompok perusahaan yang memiliki anak perusahaan atau perusahaan afiliasi yang tersebar di berbagai industri dan memiliki asset atau kekayaan yang sangat besar. *Conglomerate firms* memiliki perusahaan induk yang mengontrol perusahaan-perusahaan lain yang termasuk dalam grup usahanya. Kepemilikan pada perusahaan induk biasanya sangat

terkonsentrasi pada pendiri perusahaan ataupun anggota keluarganya. Kemudian perusahaan induk ini memiliki kepemilikan mayoritas pada perusahaan lain yang termasuk di dalam grup perusahaan.

4. *Non-conglomerate companies.*

Pola kepemilikan dari *non-conglomerate firms* memiliki kemiripan dengan pola kepemilikan *conglomerate firms*. Perbedaan adalah bahwa *non-conglomerate firms* lebih sedikit terdiversifikasi daripada *conglomerate firms* dan tidak memiliki asset atau kekayaan sebesar *conglomerate firms*.

2.3.2. Family Ownership dan Corporate Governance

Perusahaan yang memisahkan fungsi kepemilikan dan manajerial akan mengalami *agency problem* karena adanya perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan atau *shareholders* dan manajer selaku pengelola perusahaan. Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Demsetz dan Lehn (1985) dan Anderson dan Reeb (2003), perusahaan keluarga atau perusahaan dengan unsur *family ownership* memiliki dorongan yang lebih untuk mengurangi *agency cost* karena adanya beberapa faktor. Faktor yang pertama yaitu karena perusahaan keluarga atau perusahaan jenis *family ownership* kepemilikan sahamnya terkonsentrasi pada pihak keluarga tertentu. Maka semakin besar proporsi kepemilikan dari keluarga tersebut di dalam perusahaan akan semakin meningkatkan resiko yang harus ditanggung oleh pihak keluarga tersebut jika perusahaan tidak berjalan dengan baik. Selain itu, dengan kepemilikan yang terkonsentrasi mengakibatkan keluarga yang memiliki saham tersebut memiliki wewenang yang lebih besar untuk memonitor jalannya perusahaan. Faktor yang kedua yaitu keluarga pemilik perusahaan menganggap bahwa perusahaan yang dimilikinya sebagai asset yang akan diwariskan pada generasi berikutnya. Hal ini akan mempengaruhi keputusan investasi yang akan dilakukan. Investasi yang dilakukan akan berorientasi pada hasil untuk jangka panjang. Keluarga pemilik perusahaan juga sangat peduli akan kinerja perusahaan yang dimilikinya, karena kinerja yang baik akan memberikan jaminan kelangsungan perusahaan sampai dengan generasi yang akan datang.

Namun di lain pihak, perusahaan jenis *family ownership* juga menimbulkan *agency cost* dalam bentuk lain. *Agency cost* ini terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas, dimana pemegang saham mayoritas merugikan pemegang saham minoritas. Morck, Stangeland dan Yeung (2000) mengidentifikasikan beberapa kemungkinan yang menyebabkan terjadinya *agency cost* ini, yaitu pemberian kompensasi yang berlebihan kepada manajer selaku pengelola perusahaan, dimana manajer merupakan anggota keluarga dari pemilik perusahaan, melakukan transaksi dengan pihak yang memiliki hubungan istimewa, dan pembagian deviden khusus kepada pemegang saham mayoritas.

Corporate governance yang dilakukan oleh perusahaan jenis *family ownership* akan berbeda dengan *corporate governance* yang dilakukan oleh perusahaan lain pada umumnya hanya jika keluarga sebagai pemegang saham yang terkonsentrasi merugikan pemegang saham minoritas. (Simon Bartholomeuz, 2006). Perbedaan itu terletak pada kompensasi untuk manajer yang lebih besar, sensitivitas kompensasi terhadap kinerja perusahaan lebih kecil, proporsi dewan komisaris yang lebih banyak berasal dari pihak keluarga yang pada akhirnya akan mengurangi manfaat dari dilakukannya *corporate governance*.

2.3.3. Family Ownership dan Cost of Debt

Pembebanan *cost of debt* yang dilakukan oleh pihak kreditur terhadap perusahaan atau *shareholders* merupakan suatu substitusi aset karena perpindahan resiko investasi dari *shareholders* kepada kreditur. Permasalahan antara *shareholders* dan kreditur akan terjadi ketika *shareholders* melakukan investasi pada proyek yang memiliki resiko yang lebih tinggi daripada proyek yang telah ada saat ini, sehingga pihak kreditur mengkompensasikannya dengan membebankan *cost of debt* yang lebih tinggi (Jensen dan Meckling, 1976)

Perusahaan yang *go public* identik dengan pemisahan fungsi antara kepemilikan dan *manajerial*. Hal ini menimbulkan adanya konflik dan biaya diantara *shareholders*, manajer dan kreditur. Perusahaan yang memiliki pemegang

saham yang terkonsentrasi akan memiliki *agency cost* yang lebih tinggi. Biaya ini bermacam-macam bentuknya, diantaranya dalam bentuk berkurangnya *return* bagi pemegang saham minoritas, penghindaran resiko yang terlalu berlebihan, dan biaya hutang yang tinggi.(Demsetz dan Lehn, 1985).

Perusahaan dengan unsur *family ownership* merupakan perusahaan yang memiliki pemegang saham yang terkonsentrasi. Namun demikian, perusahaan dengan unsur *family ownership* yang masih dikelola oleh keluarga pendiri perusahaan tersebut dimana pendiri perusahaan bertindak sebagai CEO atau *chairman* dapat mengurangi konflik yang terjadi antara *shareholders*, manajer dan kreditur. Hal ini disebabkan karena keluarga pendiri perusahaan dapat memonitor pengelolaan perusahaan dengan lebih baik karena selain bertindak sebagai *shareholders*, mereka juga bertindak sebagai pengelola perusahaan, sehingga konflik antara manajer dan *shareholders* menjadi berkurang. (Casson dan Chami, 1999). Selain itu, perusahaan yang masih dikelola oleh keluarga pendirinya juga memiliki kinerja yang lebih baik daripada perusahaan dikelola oleh pihak luar karena adanya *sense of belonging* yang dimiliki oleh keluarga pendiri perusahaan(B.Villangola and R. Amit, 2004).

Konflik antara pihak kreditur dan *shareholders* juga dapat dikurangi karena pihak *shareholders* yang merupakan keluarga pendiri perusahaan merupakan tipe investor yang berorientasi pada jangka panjang dan mempertimbangkan resiko dalam setiap investasinya. Hal ini disebabkan karena mereka ingin mewariskan perusahaan yang dikelolanya pada generasi berikutnya, sehingga mereka sangat peduli akan kelangsungan perusahaan. Sehingga *cost of debt* yang dibebankan oleh pihak kreditur kepada perusahaan akan lebih kecil. *Cost of debt* yang akan dibebankan oleh pihak kreditur kepada perusahaan juga dapat berkurang jika keluarga pendiri perusahaan memiliki reputasi yang baik dalam mengelola perusahaan. Pihak kreditur seperti bank dan lembaga keuangan lainnya yang sudah sering berhubungan dengan pengelola perusahaan yaitu keluarga pendiri perusahaan menganggap bahwa investasi yang dilakukan oleh keluarga pendiri perusahaan akan memberikan *return* yang maksimal sehingga mengurangi resiko bagi pihak kreditur (Anderson and Reeb, 2003).

Namun demikian, tidak semua perusahaan dengan unsur *family ownership* yang masih dikelola oleh pendiri perusahaan. Ada perusahaan dengan unsur *family ownership* yang telah dikelola oleh keturunan dari keluarga pendiri perusahaan, dimana keturunan dari keluarga pendiri perusahaan bertindak sebagai CEO. Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh B. Villangola dan Raphael Amit pada tahun 2004, CEO yang merupakan keturunan dari keluarga pendiri perusahaan akan menurunkan kinerja dan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena posisi CEO yang ditempati oleh keturunan dari keluarga pendiri merupakan posisi yang diperoleh karena garis keturunan, bukan karena adanya kerja keras, pengalaman dan keahlian. Kinerja perusahaan yang tidak begitu baik akan meningkatkan resiko bagi pihak kreditur. Oleh karenanya pihak kreditur akan membebankan *cost of debt* yang lebih tinggi kepada perusahaan sebagai kompensasi atas resiko yang diterimanya (Anderson dan Reeb, 2003). Karena kinerja perusahaan juga merupakan salah satu penentu besarnya *cost of debt* yang akan dibebankan oleh kreditur kepada perusahaan, maka faktor CEO yang banyak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan merupakan hal yang sangat penting. CEO dari pihak luar keluarga yang merupakan kalangan profesional dan memiliki keahlian, pengalaman dan kerja keras akan meningkatkan kinerja perusahaan sehingga *cost of debt* yang dibebankan oleh perusahaan juga menjadi lebih kecil (Anderson dan Reeb, 2003).

Namun demikian, pada umumnya perusahaan dengan unsur *family ownership* cenderung untuk memperoleh dana dari hutang daripada menerbitkan saham baru (Shleifer dan Vishny, 1997). Hal ini dikarenakan keluarga pemilik perusahaan tidak ingin kehilangan kekuatan dan wewenangnya terhadap perusahaan. Dan berdasarkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, perusahaan *family ownership* secara umum memiliki *cost of debt* yang lebih kecil dikarenakan investasi yang berorientasi pada jangka panjang (Anderson dan Reeb, 2003).

2.4.Hutang (*Debt*)

Hutang secara umum merupakan kewajiban perusahaan pada pihak ketiga untuk melakukan sesuatu yang pada umumnya adalah pembayaran uang, penyerahan barang maupun jasa pada waktu-waktu tertentu. Hutang dapat terjadi karena adanya pengadaan atau pembelian barang, belum diselesaikannya suatu pekerjaan dan juga yang paling sering terjadi adalah karena adanya peminjaman sejumlah dana kepada pihak ketiga yang dilakukan perusahaan untuk membiayai kegiatan operasinya atau untuk ekspansi dan investasi baru. Hutang yang terjadi karena adanya peminjaman dana lebih sering dikenal sebagai *debt*.

Debt menggunakan *purchasing power* dimasa yang akan datang pada saat ini. Dalam memberikan *debt*, pihak kreditur mempertimbangkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan atau kas di masa yang akan datang. *Debt* terjadi ketika kreditur setuju untuk meminjamkan sejumlah aset kepada debitur. Pihak kreditur biasanya membebankan bunga kepada pihak peminjam yang besarnya disesuaikan dengan tingkat bunga pinjaman yang ditetapkan oleh bank sentral ataupun berdasarkan resiko yang ditanggung oleh pihak kreditur. Setelah *debt* terjadi, maka pihak yang memperoleh pinjaman diwajibkan untuk melakukan pembayaran, dimana tata cara pembayaran dan kewajiban yang harus ditanggung oleh pihak peminjam dituangkan dalam perjanjian secara resmi.

Debt biasanya digunakan sebagai salah satu alternatif pendanaan bagi perusahaan karena memberikan manfaat berupa *tax shield* yang akan mengurangi *cost of capital*. Bunga sebagai akibat dari pinjaman yang dilakukan oleh pihak peminjam yaitu perusahaan dapat dimasukkan sebagai beban perusahaan sehingga pada akhirnya mengurangi nilai pendapatan bersih dan pada akhirnya mengurangi besarnya pajak yang harus dibayar.

Debt yang paling sederhana yaitu pinjaman kredit, dimana terjadi persetujuan dari pihak kreditur untuk meminjamkan sejumlah uang kepada pihak debitur, dan pihak debitur berjanji untuk membayar pinjaman tersebut yaitu pokok pinjaman dan bunganya dalam periode waktu tertentu. Kemudian bunga pinjaman dihitung sebesar persentase dari utang pokok untuk tiap tahun.

Bentuk lain dari *debt* yaitu *syndicated loan* dan obligasi. *Syndicated loan* merupakan pinjaman dalam jumlah besar, biasanya dalam jutaan dolar yang diberikan kepada perusahaan yang ingin memang membutuhkan dana yang sangat besar untuk melakukan investasi baru atau ekspansi. Biasanya perusahaan melakukan *put forward* dari sebagian utang pokoknya. Sedangkan obligasi merupakan pinjaman yang diterbitkan oleh institusi tertentu seperti perusahaan atau pemerintah. Obligasi memiliki umur jatuh tempo dimana ketika jatuh tempo debitur wajib membayar utang pokok beserta bunganya. Pembayaran utang pokok obligasi dibayar sekaligus pada akhir periode pinjaman atau pada saat jatuh tempo. Hal ini yang membedakan obligasi dengan pinjaman lainnya, dimana pinjaman lainnya biasanya mengharuskan debitur mencicil pokok utangnya selama periode tertentu, tidak dibayar secara sekaligus pada akhir periode pinjaman.

2.3.1. Tingkat Hutang

Tingkat hutang menggambarkan proporsi total hutangnya terhadap aset . Perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang tinggi memiliki resiko *financial distress* ataupun resiko kebangkrutan. Semakin besar proporsi hutang terhadap total asset maka akan semakin besar pula resiko yang ditanggung oleh perusahaan karena memiliki kewajiban untuk membayar hutang. Resiko bagi perusahaan akan menjadi semakin lebih meningkat lagi apabila investasi yang dilakukan oleh perusahaan memiliki tingkat pengembalian yang lebih kecil daripada bunga atau tingkat pengembalian yang diinginkan oleh pihak kreditur, sehingga pada akhirnya dapat mengakibatkan kebangkrutan bagi perusahaan. Selain itu jika perusahaan mengalami gagal bayar atau keterlambatan pembayaran, maka reputasi perusahaan akan menjadi buruk di mata kreditur selaku pemberi pinjaman ataupun di mata supplier yang menjual atau melakukan pengadaan barang kepada perusahaan secara kredit. Sehingga di kemudian hari perusahaan akan sulit mendapatkan pendanaan dari pihak kreditur ataupun mendapatkn barang secara kredit dari pihak supplier.

2.3.2. *Cost of Debt*

Biaya hutang (*Cost of Debt*) adalah tingkat pengembalian yang diharapkan karena adanya risiko kredit (*credit risk*), yaitu risiko perusahaan dalam memenuhi kewajiban pembayaran bunga dan pokok hutang. Menurut Rousana (1997) Stewart mendefinisikan *cost of debt* sebagai *rate* yang harus dibayar perusahaan di dalam pasar sekarang untuk mendapatkan hutang jangka panjang yang baru. Biaya hutang diukur berdasarkan tingkat bunga atau imbal hasil yang dibayarkan kepada kreditur.

Perusahaan biasanya memiliki *debt* tidak hanya kepada satu pihak saja melainkan kepada beberapa pihak, dimana *rate* atau tingkat bunga yang ditetapkan oleh pihak-pihak tersebut berbeda-beda besarnya. Oleh karenanya, besarnya *cost of debt* dapat dihitung dengan merata-ratakan secara tertimbang beban bunga terhadap pokok hutang dari setiap instrument hutang. Instrumen utang ini dapat berupa utang bank, obligasi, sewa guna usaha (*leasing*) ataupun surat utang lainnya. *Cost of debt* yang diberikan oleh kreditur menggambarkan tingkat resiko dari perusahaan.

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi besarnya *cost of debt* yang dibebankan oleh pihak kreditur kepada perusahaan, diantaranya yaitu: tingkat suku bunga Bank Indonesia, resiko yang ditanggung oleh pihak kreditur atas pinjaman yang diberikannya, reputasi dan hubungan baik dari pihak kreditur dan pihak pinjaman, dan juga penilaian pihak kreditur atas kinerja dari perusahaan. Proporsi *family ownership* dan CEO yang merupakan pendiri perusahaan merupakan salah satu faktor tidak langsung yang mempengaruhi besarnya *cost of debt* (Anderson dan Reeb, 2003).

2.3.2. Ukuran Perusahaan

Besar ukuran perusahaan dapat dinyatakan dalam bentuk total asset, penjualan dan kapitalisasi pasar (Ardi, 2007). Semakin besar aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar dari perusahaan, maka dapat dikatakan semakin besar pula ukuran perusahaan. Ketiga variabel ini dapat digunakan untuk menentukan ukuran perusahaan. Dari ketiga variabel ini nilai aktiva merupakan nilai yang relative

paling stabil, sehingga paling sering dijadikan sebagai acuan untuk menentukan ukuran perusahaan. Semakin besar ukuran dari suatu perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkannya dalam melakukan investasi baru ataupun ekspansi, sehingga hutang yang dimilikinya juga semakin besar.

2.3.3. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan merupakan sesuatu yang sangat penting bagi pihak perusahaan sendiri maupun bagi pihak kreditur. Pihak kreditur akan mempertimbangkan kinerja perusahaan sebagai dasar pertimbangan dalam memutuskan layak tidaknya perusahaan tersebut diberikan pinjaman maupun sebagai dasar pertimbangan dalam menetapkan tingkat bunga pinjaman. Kinerja perusahaan dapat dilihat dari laporan keuangan dengan cara membandingkan nilai net income yang sudah ditambahkan dengan nilai depresiasi ataupun amortisasi untuk kemudian dibandingkan dengan nilai total asset. Pihak kreditur dapat memastikan bahwa pihak yang diberikan pinjaman yaitu perusahaan dapat membayar pinjaman jika perusahaan memiliki kinerja yang baik.

2.3.4. Resiko Perusahaan

Meskipun hutang dipercaya dapat meningkatkan nilai perusahaan dan memberikan manfaat berupa *tax shield*, namun perusahaan yang menggunakan sumber pendanaan berupa *debt* memiliki resiko lebih tinggi dibandingkan dengan sumber pendanaan *equity*. Ketika perusahaan memiliki *debt*, maka perusahaan memiliki kewajiban untuk melakukan pembayaran hutangnya tersebut melalui kas yang dimilikinya. Untuk dapat melihat resiko perusahaan dapat dilakukan pendekatan dengan cara menghitung variabilitas atau volatilitas dari return perusahaan.