

## **BAB II**

### **LANDASAN TEORI**

#### **2.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)**

Teori keagenan memaparkan adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham, *debtholders* dan pihak manajemen. Jensen dan Meckling (1976) dalam Karsana (2004) menyatakan bahwa adanya pemisahan antara fungsi pembuat keputusan (agen) dengan fungsi yang menanggung resiko (prinsipal) memunculkan konflik keagenan. Para pemegang saham sebagai pihak prinsipal sangat berkepentingan dengan nilai perusahaan, sedangkan manajer perusahaan sebagai agen memiliki kecenderungan untuk bersikap oportunistis demi kepentingannya sendiri. Tindakan manajer yang oportunistis inilah yang sering berakibat pada tingginya *cost* perusahaan yang mengurangi *wealth* bagi para pemegang saham.

Teori keagenan (*Agency Theory*) menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Wijayanti (2005) adalah hubungan yang terjadi antara pemberi kerja dan penerima tugas untuk melakukan tugas. Pemberi kerja yang disebut prinsipal akan memberikan hak kepada orang lain, yang disebut agen, untuk menjalankan haknya. Kedua pihak biasanya terikat kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban masing-masing.

Pada perusahaan besar, konflik keagenan terjadi pada hubungan antara : (1) pemegang saham dan manajer, (2) manajer dan kreditor, (3) manajer, pemegang saham dan kreditor (Brigham, Gapensi, dan Daves, 1999).

Untuk mengendalikan atau mengurangi konflik keagenan, perusahaan perlu mengeluarkan biaya keagenan (*agency cost*). Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Karsana (2004), biaya keagenan meliputi pengeluaran *monitoring*, pengeluaran *bonding*, dan *residual loss*.

Pengeluaran *monitoring* adalah pengeluaran yang dikeluarkan oleh prinsipal untuk mengawasi kegiatan dan perilaku manajer. Contoh pengeluaran *monitoring* adalah biaya audit yang dibayarkan perusahaan kepada auditor untuk mengaudit laporan keuangan. Pengeluaran *bonding* adalah pengeluaran yang dikeluarkan manajemen untuk memberi jaminan kepada pemilik (*shareholder*) bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan. Sementara itu, pada kondisi tertentu prinsipal dapat mengeluarkan biaya untuk mempengaruhi manajer agar manajer memaksimalkan kemakmuran prinsipal atau yang dikenal dengan nama *residual loss*.

Dalam teori keagenan juga dikenal beberapa mekanisme untuk mengontrol biaya keagenan, yaitu pertama, meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen; kedua, dengan meningkatkan *dividen payout ratio*; dan yang ketiga dengan cara meningkatkan pendanaan melalui utang.

Jensen (1986) dalam Karsana (2004) menyatakan bahwa utang dapat mendisiplinkan manajer menggunakan sumber daya perusahaan. Selain itu, utang juga dapat meningkatkan resiko kebangkrutan dan resiko *job loss* bagi manajer. Adanya resiko ini akan memaksa manajer melakukan pengurangan terhadap

pengeluaran untuk kegiatan yang tidak perlu sehingga hal ini dapat meningkatkan efisiensi perusahaan (Masdupi, 2002).

## 2.2. Aliran Kas Bebas

Laporan arus kas yang dibuat oleh perusahaan memiliki tujuan utama yaitu menyediakan informasi yang relevan mengenai penerimaan kas dan pengeluaran kas selama satu periode. Pelaporan sumber daya, penggunaan dan kenaikan atau penurunan bersih kas akan memungkinkan investor, kreditor, serta pihak-pihak lain mengetahui apa yang terjadi pada sumber daya perusahaan yang paling likuid.

Analisis berbasis aliran kas dapat menggunakan pendekatan aliran kas total yang dibagi menjadi tiga (3) komponen yaitu *operating*, *investing* dan *financing*.

Hal terbaik yang terdapat di dalam hidup adalah kebebasan, begitu juga hal sama berlaku pada aliran kas. Investor yang pintar menyenangi perusahaan-perusahaan yang menghasilkan banyak aliran kas bebas. Hal ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar utang, membayar deviden, membeli saham treasury, atau memfasilitasi pertumbuhan bisnis perusahaan (semua kebijakan yang penting dari sudut pandang investor). Bagaimanapun juga, meskipun aliran kas bebas dapat dijadikan tolak ukur yang bagus untuk mengetahui kesehatan perusahaan, aliran kas bebas juga memiliki keterbatasan dan tidak kebal terhadap kecurangan keuangan.

Aliran kas bebas atau lebih sering dikenal dengan *free cash flow* dapat diartikan aliran kas yang tersedia untuk dibagikan kepada para investor setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed asset* dan *working capital* yang diperlukan

untuk kelangsungan usahanya. Dengan kata lain, aliran kas bebas adalah kas yang tersedia di atas kebutuhan investasi yang menguntungkan (Sartono, 2001). Lebih lanjut Sartono menambahkan bahwa aliran kas bebas ini sebenarnya merupakan hak pemegang saham. Brigham dan Davis (2002) dalam Basuki (2004) menyebutkan bahwa aliran kas bebas merupakan aliran kas sesungguhnya yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham dan kreditor setelah perusahaan menginvestasikan ke dalam aktiva tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasional perusahaan.

Ross *et al.* (2000) dalam Karsana (2004) mendefinisikan bahwa aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang bebas didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap atau aktiva tetap. Istilah bebas disini mengacu pada bebas untuk dibagikan kepada kreditor dan pemegang saham karena tidak diperlukan untuk modal kerja.

Menurut Jensen (1986) dalam Tarjo (2002), aliran kas bebas adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *Net Present Value* (NPV) positif setelah membagi deviden.

Kallapur (1994) dalam Basuki (2004) menyatakan bahwa aliran kas bebas terjadi karena pertumbuhan pendapatan (*earnings*) lebih kecil dibandingkan pertumbuhan asset, artinya perusahaan memperbesar asset untuk diinvestasikan pada proyek yang memiliki nilai tunai negatif atau terjadi *over investment*. Perusahaan dalam industri profitable namun tidak mempunyai potensi untuk ekspansi, cenderung

memiliki aliran kas dalam jumlah besar, menurut Gul dan Tsui (2001) dalam Basuki (2004).

Analisis aliran kas bebas dapat juga digunakan untuk memeriksa fleksibilitas keuangan perusahaan. Analisis ini dimulai dengan kas bersih yang digunakan oleh aktivitas operasi dan berakhir pada aliran kas bebas (*free cash flow*), yang dihitung sebagai kas bersih yang disediakan oleh aktivitas operasi dikurangi pengeluaran modal dan deviden. Namun, dalam menentukan aliran kas bebas, sejumlah perusahaan tidak mengurangi deviden karena percaya pengeluaran ini bersifat diskresioner. Jadi aliran kas bebas adalah jumlah aliran kas diskresioner perusahaan untuk membeli investasi tambahan, melunasi hutangnya, membeli saham treasuri atau menaikkan likuiditasnya. Ukuran ini mengindikasikan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan.

Pertanyaan yang dapat dijawab dari analisis aliran kas bebas yaitu apakah perusahaan mampu membayar devidennya tanpa harus memakai pembiayaan eksternal, jika operasi bisnis menurun, apakah perusahaan akan mampu mempertahankan investasi modal yang dibutuhkan, dan juga berapa banyak aliran kas bebas yang bisa digunakan untuk melakukan investasi tambahan, melunasi utang, membeli saham treasuri, atau menambah likuiditas. Tiga pertanyaan diatas biasanya dijawab dengan analisis aliran kas bebas (*free cash flows*).

### 2.3. Kebijakan Utang (*Financial Leverage*)

Menurut Weston dan Brigham (1997) dalam Wardhani (2002), pengertian dari *financial leverage* adalah tingkat penggunaan utang sebagai sumber pembiayaan perusahaan. Dimana dalam *financial leverage* akan menyajikan 3 hal penting :

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

Dengan demikian, perusahaan yang mempunyai rasio utang yang tinggi akan menghadapi resiko rugi yang lebih tinggi, sebaliknya perusahaan yang memiliki rasio utang yang rendah tidak akan beresiko besar, tetapi peluang untuk melipatgandakan pengembalian atas utang ekuitas juga kecil.

Sebagai seorang investor yang memiliki dana, prospek yang diminati adalah investasi dengan tingkat pengembalian yang tinggi. Akan tetapi, para investor enggan untuk menghadapi resiko, karena itu perusahaan perlu mencari keseimbangan antara tingkat pengembalian dengan tingkat resiko yang dihadapi. Berdasarkan hal tersebut

diatas, upaya untuk menentukan jumlah utang yang optimal dan efektif bagi suatu perusahaan sangatlah pelik dan tidak mudah.

### **Rasio Leverage**

Rasio *leverage* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban keuangannya, baik jangka panjang maupun jangka pendek, apabila perusahaan dilikuidasi. Macam-macam rasio *leverage* menurut Nurainy (2000) dalam Supiatun (2005) yaitu:

a. *Debt Ratio* (DR)

*Debt Ratio* merupakan perbandingan antara total utang dan total aktiva. Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar bagian aktiva perusahaan memiliki angka *Debt Ratio* yang tinggi, maka perusahaan memiliki rasio *leverage* yang tinggi. *Debt Ratio* dihitung dengan rumus:

$$DR = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}}$$

b. *Debt to Equity Ratio* (DER)

Rasio ini berguna untuk melihat seberapa besar dari setiap rupiah modal sendiri yang menjadi jaminan bagi utang perusahaan. *Debt to Equity Ratio* dapat dihitung dengan rumus :

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Modal}}$$

c. *Long Term to Equity Ratio* (LTDER)

Merupakan perbandingan antara total utang jangka panjang dan total modal sendiri. Rasio ini dihitung dengan rumus:

$$\text{LTDER} = \frac{\text{Total Utang Jangka Panjang}}{\text{Total Modal}}$$

d. *Total Debt to Current Asset (TOCA)*

$$\text{TOCA} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Current Asset}}$$

e. *Assets to Equity Ratio (AER)*

$$\text{AER} = \frac{\text{Total Assets}}{\text{Shareholder Equity}}$$

f. *Long Term Liabilities to Total Asset (LLTA)*

$$\text{LLTA} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Total Assets}}$$

g. *Current Liabilities to Inventory (CLI)*

$$\text{CLI} = \frac{\text{Current Liabilities}}{\text{Inventory}}$$

h. *Total Liabilities Minus Equity Ratio (TLER)*

$$\text{TLER} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Inventory}}$$

i. *Operating Income to Total Liabilities (OITL)*

$$\text{OITL} = \frac{\text{Operating Profit}}{\text{Total Liabilities}}$$

j. *Net Income to Total Liabilities (NITL)*



$$\text{NITL} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Liabilities}}$$

k. *Fixed Asset to Total Debt* (FATD)

$$\text{FATD} = \frac{\text{Fixed Assets}}{\text{Total Debt}}$$

Proksi *leverage* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio ini digunakan untuk menggambarkan kebijakan *leverage* perusahaan.

#### 2.4. Kepemilikan Manajerial (*Insider Ownership*)

Bathala *et al.* (1994) dalam Tarjo (2002) mendefinisikan kepemilikan manajerial sebagai jumlah saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur dalam perusahaan. Sedangkan Weston dan Copeland (1992) dalam Ismiyanti (2003) mendefinisikan kepemilikan manajerial atau *insider ownership* sebagai persentase saham yang dimiliki oleh orang dalam atau pihak manajemen.

Demsetz dan Lehn (1985) dalam Tarjo (2002) berargumen bahwa perusahaan-perusahaan yang beroperasi di pasar-pasar yang beresiko lebih sulit dimonitor secara eksternal. Atas dasar argumen tersebut, berarti resiko yang lebih tinggi meningkatkan kepemilikan manajerial sebagai wahana mekanisme pemantauan terhadap internal perusahaan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidawati (2002), peningkatan kepemilikan saham oleh pihak manajemen dalam perusahaan akan dapat mengurangi

besarnya biaya keagenan (*agency cost*). Analisisnya menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan keputusan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar. Begitu juga sebaliknya, manajer juga akan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Ross *et al.* (1999) dalam Tarjo mengatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajerial perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat bekerja untuk kepentingan pemegang saham yang tidak lain adalah dirinya sendiri. Kepemilikan manajerial yang semakin meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen semakin terikat erat dengan kekayaan perusahaan, sehingga manajemen akan berusaha untuk mengurangi resiko kehilangan kekayaannya dan menciptakan kinerja perusahaan yang lebih optimal. Semakin besar kepemilikan manajerial, maka akan memperkecil konflik kepentingan, sehingga mengurangi biaya keagenan (*agency cost*). Argumen tersebut mengindikasikan pentingnya kepemilikan manajerial dalam struktur kepemilikan perusahaan.

## **2.5. Set Kesempatan Investasi (IOS)**

Munculnya istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) dikemukakan oleh Myers (1977) yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa yang akan datang. Menurut Gaver

dan Gaver (1993) dalam Karsana (2004), opsi investasi di masa yang akan datang tidak hanya ditunjukkan oleh adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga ditunjukkan oleh kemampuan lebih perusahaan dalam mengeksploitasi kesempatan untuk mendapatkan keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara yang berada dalam satu kelompok industrinya.

Set Kesempatan Investasi (IOS) merupakan karakteristik penting perusahaan dan sangat mempengaruhi cara pandang manajer, pemilik, investor dan kreditor terhadap perusahaan (Kallapur dan Trombley, 1999) dalam Basuki (2004). Dalam berbagai riset telah terbukti bahwa nilai perusahaan yang tinggi yang dinyatakan dengan IOS cenderung mempengaruhi kebijakan perusahaan, seperti pendanaan, deviden, akuntansi, kompensasi eksekutif, struktur modal dan sebagainya (Skinner, 1993) dalam Karsana (2004).

Gaver dan Gaver (1993) dalam Subekti (2004) mengatakan bahwa kemampuan perusahaan yang bersifat lebih ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*). Berdasarkan pengertian tersebut para peneliti telah mengembangkan proksi pertumbuhan perusahaan menjadi IOS sesuai dengan tujuan dan jenis data yang tersedia dalam penelitiannya. Selanjutnya IOS ini dijadikan sebagai dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang menjadi perusahaan tumbuh dan tidak bertumbuh.

Kole (1991) dalam Karsana (2004) menyatakan bahwa IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan

manajemen di masa yang akan datang (*future discretionary expenditure*) yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar dari biaya atas modal (*cost of equity*).

Jadi dapat dikatakan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) adalah salah satu alat yang digunakan untuk mengukur kesempatan atau peluang perusahaan untuk bertumbuh atau tidak di masa yang akan datang.

Berdasarkan faktor-faktor yang digunakan untuk mengukur proksi pertumbuhan perusahaan, proksi IOS dikelompokkan menjadi tiga, yaitu : (1) proksi berdasarkan harga, (2) proksi berdasarkan investasi, (3) proksi berdasarkan varian (Kallapur dan Trombley, 1999) dalam Basuki (2004).

Proksi berdasarkan harga percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan mempunyai nilai pasar yang relatif tinggi dibandingkan dengan dengan aktiva riilnya (*assets in place*). Proksi berdasarkan harga ini antara lain adalah: *market to book value of equity ratio* (MVE/BE), *book to market value of assets ratio* (MVA/BVA), *property plant, and equipment to the book value of the assets* (PPE/BVA), *depreciation expense to market value* (DEP/MVA), *earning to price ratio* (E/P).

Proksi berdasarkan investasi percaya pada gagasan satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai IOS suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi di masa yang akan datang yang semakin besar pada perusahaan yang berangkutan. Yang termasuk

proksi berbasis investasi antara lain: *research and development of sales (R&D/S)*, *capital expenditure to market value of assets (CAPEX/MVA)*, *research and development to market value of assets (R&D/MVA)*.

Proksi berdasarkan varian percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan tumbuh lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva. Proksi yang termasuk dalam kategori ini adalah varian *return*, beta aktiva dan beta modal pasar.

Penelitian ini akan menggunakan kategori berdasarkan harga (*price based*), yaitu *market to book value of equity ratio (MVE/BE)*. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999) dalam Mahadwartha dan Hartono (2002), variabel MVE/BE sebagai proksi yang paling valid digunakan untuk proksi pertumbuhan (*growth*). Variabel MVE/BE yang tinggi menunjukkan pertumbuhan (*growth*) yang tinggi. Selain itu MVE/BE merupakan proksi *growth* yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan (Gaver dan Gaver, 1993) dalam Mahadwartha dan Hartono (2002). Perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi biasanya memiliki pertumbuhan yang tinggi (*high growth*), aktif melakukan kegiatan investasi, memiliki *free cash flow* dan *asset in place* yang rendah (Jensen, 1986) dalam Tarjo (2002).

## **2.6. Pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) pada Hubungan Aliran Kas Bebas dengan Kebijakan Utang (*Leverage*) Perusahaan**

Jensen (1986) dalam Karsana (2004) menyatakan bahwa utang dapat mengurangi keleluasaan manajemen menggunakan aliran kas bebas (*free cash flow*) untuk kegiatan yang bersifat *non maximizing value*. Adanya utang mewajibkan manajer membayar pokok utang dan bunga secara periodik, serta harus mematuhi apa yang terdapat dalam *debt covenant*.

Semakin besar aliran kas bebas perusahaan, semakin besar pula kemungkinan terjadinya penghamburan penggunaan aliran kas bebas oleh manajer. Oleh karena itu diperlukan tingkat utang yang tinggi untuk mengontrol tindakan manajer dalam mengelola aliran kas bebas tersebut, sehingga diharapkan manajer tidak melakukan kegiatan yang bersifat *non maximizing value* itu. Dengan demikian dapat dijelaskan bahwa ada hubungan positif antara aliran kas bebas dan kebijakan utang (*leverage*) perusahaan, yaitu semakin tinggi aliran kas bebas, semakin tinggi pula utang yang diperlukan.

Utang diharapkan dapat berfungsi sebagai mekanisme untuk mengawasi dan mengontrol tindakan manajemen dalam mengelola aliran kas bebas melalui pembatasan dalam *debt covenant*. Adanya tingkat utang yang tinggi pada perusahaan dengan aliran kas bebas yang besar dianggap dapat mengurangi *agency cost of free cash flow*. Hal tersebut dikarenakan dapat menurunkan sumber *discretionary* bagi manajemen khususnya yang berkaitan dengan jumlah aliran kas bebas yang berada di

bawah kendali manajemen. Dengan demikian, utang berperan sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*.

Set Kesempatan Investasi (IOS) pada penelitian ini berfungsi sebagai variabel moderat terhadap hubungan antara aliran kas bebas dan kebijakan utang. Jensen (1986) dalam Tarjo (2002) menyatakan bahwa perusahaan dengan aliran kas bebas besar cenderung akan mempunyai level utang yang lebih tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai Set Kesempatan Investasi (IOS) yang rendah.

Perusahaan-perusahaan dengan aliran kas bebas besar yang mempunyai level utang tinggi akan menurunkan *agency cost of free cash flows*. Penurunan tersebut menurunkan sumber-sumber *discretionary*, khususnya aliran kas dibawah kendali manajemen. Manajer perusahaan yang memiliki aliran kas bebas tinggi dan kesempatan investasi yang rendah akan lebih besar kemungkinannya menggunakan aliran kas bebas sesuai dengan kepentingannya sendiri yang sering bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Di sisi lain, perusahaan dengan tingkat aliran kas bebas rendah akan mempunyai level utang yang rendah, sebab mereka tidak harus mengandalkan utang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*.

Agrawal dan Jayaraman (1994) dalam Tarjo (2002) secara empiris menguji hubungan antara aliran kas bebas dan level utang yang didasarkan atas sampel yang tidak mempertimbangkan perbedaan antara perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah dan tinggi.

Lang *et al.* (1996) dalam Tarjo (2002) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* dan pertumbuhan pada masa yang akan datang untuk perusahaan yang hanya memiliki kesempatan pertumbuhan yang terbatas.

Gull dan Joggi (1999) menemukan hubungan antara aliran kas bebas dengan kebijakan utang berbeda antara perusahaan yang memiliki Set Kesempatan Investasi (IOS) rendah dengan perusahaan yang memiliki Set Kesempatan Investasi (IOS) tinggi.

Tarjo (2002) meneliti perusahaan manufaktur di Indonesia untuk melihat hubungan antara aliran kas bebas dengan kebijakan utang. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa aliran kas bebas berhubungan positif dengan utang, pada perusahaan yang memiliki Set Kesempatan Investasi (IOS) rendah. Berdasarkan uraian diatas dirumuskan hipotesa sebagai berikut:

- H1: Aliran kas bebas mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan utang (*leverage*) perusahaan**
- H2: IOS mempunyai pengaruh terhadap hubungan antara aliran kas bebas dengan kebijakan utang (*leverage*) perusahaan.**

## **2.7. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang (*Leverage*) Perusahaan**

Berbagai macam penelitian mengenai struktur kepemilikan saham telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Molid *et al.* dalam Ismiyanti (2003) menemukan bukti empiris bahwa struktur kepemilikan saham oleh pihak institusional dan



kepemilikan oleh pihak manajer mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan dengan rasio utang perusahaan. Mehran *et al.* (1999) dalam Suteja (2001) mengatakan bahwa variabel CEO *ownership* memiliki koefisien estimasi positif dan signifikan terhadap *debt financing*, hasil studi tersebut konsisten dengan *financial contracting theory*, yang menyatakan bahwa semakin tinggi proporsi kepemilikan manajerial akan mengakibatkan semakin tinggi pula penggunaan utang. Hal ini senada dengan hasil penelitian Jogiyanto dan Ratnaningsih (2001) yang menyatakan bahwa konflik kepentingan hanya terjadi pada perusahaan yang dikontrol oleh pemilik, dimana manajer juga termasuk di dalamnya sebagai pemilik.

Dalam penelitian Friend dan Lang (1998) serta Jensen, Solberg dan Zorn (1992) dalam Faisal (2000) menyatakan bahwa kebijakan utang (*leverage*) dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan dengan hubungan negatif. *Managerial Ownership* yang semakin meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen semakin terkait erat dengan dengan kekayaan perusahaan, sehingga manajemen akan berusaha untuk mengurangi resiko kehilangan kekayaannya. Cara yang ditempuh dalam mengurangi *financial risk* perusahaan yaitu melalui penurunan tingkat utang.

Jensen *et al.* (1992) dalam Tarjo (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang, tetapi tidak kebalikannya. Holthausen dan Larcker (1991) menemukan bukti bahwa *financial leverage*, kepemilikan manajerial dan sensitivitas kinerja pembayaran adalah ditentukan secara simultan. Kedua penelitian tersebut mengestimasi sistem persamaan serentak. Jensen

*et al.* (1992) menganjurkan bahwa satu pengujian sistematis secara langsung tidak dapat diandalkan dalam kebijakan tersebut tanpa mengontrol faktor-faktor potensial yang menentukan tiap-tiap kebijakan.

Kim dan Sorensen (1986) dalam Ismiyanti (2003) menyatakan hubungan positif antara struktur kepemilikan dan utang. Hubungan ini dipelajari dari *demand and supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh *insider* atau perusahaan tertutup menggunakan utang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan. Dengan kepemilikan besar, pihak *insider* mempertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* yang kecil sehingga meningkatkan penggunaan utang. Berdasarkan hipotesa ini disimpulkan bahwa perusahaan tertutup memiliki *debt agency cost* rendah sehingga cenderung menggunakan utang dalam jumlah besar.

Ismiyanti (2003) dalam penelitiannya menyatakan Kepemilikan Manajerial mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka semakin tinggi pula tingkat utang. Pernyataan ini mendukung penelitian sebelumnya dari Kim dan Sorensen (1986).

Crutchley dan Hansen (1989) menguji hipotesis bahwa *financial leverage*, deviden dan kepemilikan manajerial secara bersama ditentukan oleh usaha perusahaan meminimalisasi total *agency cost* utang dan ekuitas. Chaplinsky dan Niehaus (1992) dalam Tarjo (2002) menguji apakah *financial leverage* dan

kepemilikan manajerial merupakan faktor yang menentukan harga saham. Hasil temuannya sesuai dengan hipotesis tersebut.

Magginson (1997) dalam Tarjo (2002) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dalam hubungannya dengan *financial leverage* dan deviden mempunyai peranan penting dalam mengendalikan keuangan perusahaan, agar sesuai dengan keinginan para pemegang saham (*bonding mechanism*). Leverage yang rendah diharapkan dapat mengurangi resiko kebangkrutan dan *financial distress*.

Suteja (2001) menyatakan bahwa adanya perbedaan hubungan antara rasio utang dengan tingkat *manajerial ownership* terkait dengan masalah *voting power* dan *entrenchment effect of corporate manager*. Secara khusus ketika tingkat kepemilikan manajerial rendah, maka peningkatan proporsi kepemilikan manajerial akan memiliki kesejajaran antara manajemen dengan *shareholders* lainnya. Sebagai konsekuensinya, ketika proporsi kepemilikan manajerial meningkat dari sebelumnya, para manajer memiliki sedikit insentif untuk mampu mengurangi utang, hal ini akan mengakibatkan tingkat utang yang lebih tinggi. Penelitian Suteja (2001) menghasilkan hubungan positif antara *debt financing* dengan insider tetapi tidak signifikan.

Mahadwartha (2002) dalam Tarjo (2002) menemukan bahwa perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajerial akan menggunakan *leverage* yang rendah. Wahidahwati (2001) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan negatif dengan kebijakan utang. Oleh karena itu, hipotesis yang akan diuji adalah:

- H3: Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan utang (*leverage*) perusahaan.**
- H4: IOS mempunyai pengaruh terhadap hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan utang (*leverage*) perusahaan.**

