

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Untuk mencapai tujuan tersebut, maka pemegang saham memperkerjakan manajer untuk mengelola perusahaannya. Dengan demikian terciptalah hubungan keagenan antara pemegang saham dengan manajer. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan hubungan keagenan sebagai “... *a contract under which one or more person (the principal) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to agent*” (p. 5). Melalui hubungan keagenan ini manajer diharapkan bekerja demi kepentingan pemegang saham dan manajer mendapatkan kompensasi yang layak sehingga terdapat keselarasan kepentingan antara pemegang saham dan manajer atau yang dapat disebut sebagai *alignment hypothesis*.

Namun dalam realitas seringkali terjadi perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer sehingga memunculkan konflik keagenan atau *agency problem*. Konflik tersebut semakin diperparah manakala terdapat *asymmetry information*. Karena manajer memiliki informasi mengenai perusahaan yang lebih banyak dibandingkan pemegang saham maka seringkali manajer dapat membuat keputusan yang lebih mengakomodasi kepentingannya. Misalnya, dalam membuat kebijakan hutang, manajer cenderung lebih menyukai sedikit hutang dalam struktur modalnya. Penggunaan hutang yang sedikit dapat mengurangi resiko kebangkrutan yang dapat mengancam kedudukan manajer. Namun, jika perusahaan menggunakan lebih banyak hutang sehingga struktur modalnya

menjadi optimal maka keputusan keputusan tersebut akan lebih menguntungkan pemegang saham karena dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Jika manajer membuat keputusan yang lebih menguntungkan diri sendiri maka fenomena ini disebut sebagai *entrenchment hypothesis*.

Konflik kepentingan tersebut dapat diminimumkan melalui mekanisme kepemilikan saham oleh manajer atau yang lazim disebut sebagai kepemilikan manajerial (*managerial ownership*). Menurut Jensen dan Meckling (1976), penambahan kepemilikan saham oleh manajer merupakan salah satu mekanisme untuk meminimalisasi konflik keagenan atau mensejajarkan kepentingan (*alignment hypothesis*) manajer dan pemegang saham. Semakin tinggi prosentase saham yang dimiliki oleh manajer, semakin tinggi pula motivasi manajer untuk bekerja demi meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, yang berimplikasi pada peningkatan kesejahteraan manajer itu sendiri.

Namun semakin tinggi kepemilikan manajerial juga dapat berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Ketika kepemilikan manajerial semakin besar, manajer memiliki kendali yang lebih kuat atas kebijakan perusahaan atau memiliki hak *voting* yang lebih besar. Akibatnya manajer semakin *powerful* dan hal ini dapat mendorong mereka untuk “membangun kerajaan bisnis” mereka sendiri dalam perusahaan melalui pembuatan berbagai kebijakan yang lebih menguntungkan manajer itu sendiri [Stulz (1988)].

Menurut Jensen dan Meckling (1976), selain kepemilikan manajerial, *agency problem* juga dapat diatasi melalui kebijakan hutang. Jensen (1986) menyatakan bahwa “...*Conflicts of interest between shareholders and managers over payout policies are especially severe when the organization generates substantial free cash flow. The problem is how*

to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it at below the cost of capital or wasting it on organization inefficiencies.” (p.3). Agar manajer tidak menggunakan *free cash flow* (FCF) untuk berinvestasi pada proyek yang tidak efisien (*overinvestment*) maka perusahaan harus mengurangi FCF dengan meningkatkan *dividend payout*. Namun meningkatnya *dividend payout* akan mengurangi *retained earning* sebagai sumber dana internal. Akibatnya kebutuhan modal untuk investasi harus didanai dengan sumber modal eksternal yaitu dengan menambah hutang dan kemudian ekuitas sebagaimana yang disyaratkan oleh *pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984). Dengan menggunakan lebih banyak hutang maka *agency conflict* dapat dikurangi karena pengawasan terhadap para manajer akan semakin ketat sebab kreditur juga berfungsi sebagai pengawas.

Dengan demikian, dalam perspektif *agency cost*, kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang sesungguhnya merupakan dua mekanisme yang bersifat substitutif untuk meminimalisir *agency cost*. Artinya, untuk meminimalisir *agency cost*, perusahaan dapat menambah hutang sambil mengurangi kepemilikan manajerial, atau sebaliknya dengan mengurangi hutang sambil menambah kepemilikan manajerial. Dengan demikian hubungan simultanitas antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang: kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan hutang dan pada saat yang sama kebijakan hutang pun dapat mempengaruhi kepemilikan manajerial. Dari perpektif *agency cost*, hubungan simultanitas di antara kedua variabel ini seharusnya bersifat negatif karena kedua variabel ini merupakan mekanisme keagenan yang bersifat substitutif.

Penelitian empiris yang menguji hubungan antara *managerial ownership* dan kebijakan hutang telah banyak dilakukan oleh peneliti

sebelumnya. Bathala, dkk (1994) menemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap *managerial ownership* pada perusahaan yang terdaftar di Amerika. Namun sebaliknya, *managerial ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Pada saat *managerial ownership* dan kebijakan hutang berpengaruh secara negatif maka penelitian tersebut membuktikan bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang merupakan mekanisme yang bersifat substitutif. Hasil penelitian ini juga didukung antara lain oleh hasil penelitian Joher, dkk. (2006) serta Vo dan Nguyen (2014). Namun penelitian Kim and Sorensen (1986) menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Mereka menemukan bahwa *managerial ownership* berdampak positif terhadap kebijakan hutang.

Para peneliti di atas menguji hubungan simultanitas antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang yang bersifat linier. Brailsford, dkk. (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan kuadratik dengan kebijakan hutang sehingga membentuk pola hubungan yang berbentuk parabolik. Dengan mengambil sampel perusahaan publik di Australia, mereka menemukan bahwa pada level kepemilikan yang rendah, kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Sebaliknya, pada pada level kepemilikan yang tinggi, kepemilikan manajerial justru berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Brailsford, dkk (2002) memberikan argumentasi atas hasil penelitiannya berdasarkan *trade off theory* sehingga pada level kepemilikan manajerial yang rendah, manajer cenderung menggunakan lebih banyak hutang untuk menciptakan struktur modal yang optimal sehingga nilai perusahaan menjadi maksimal. Keberhasilan meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan hutang ini juga berdampak positif bagi manajer karena reputasi maupun kompensasi yang mereka terima juga

akan meningkat. Dalam hal ini terjadilah *alignment hypothesis*. Namun ketika prosentase saham yang dimiliki oleh manajer telah mencapai level yang cukup tinggi, mereka mulai merasa lebih *powerful* dan hal ini mendorong mereka untuk mengurangi tingkat penggunaan hutang karena ancaman terjadinya *financial distress* atau kebangkrutan. Di samping itu, turunnya hutang mengakibatkan pengawasan dari pihak kreditur menjadi melemah dan hal ini memberi peluang yang lebih besar kepada para manajer pemegang saham untuk bersikap *entrenched*.

Kemudian Moussa dan Chichti (2013), menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan yang bersifat kubikal dengan kebijakan hutang sehingga membentuk pola hubungan yang berbentuk huruf N terbalik. Ketika kepemilikan manajerial berada dibawah 25%, kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan kebijakan hutang. Kemudian, pada saat kepemilikan manajerial berada pada rentang 25% hingga 74% maka kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif dengan kebijakan hutang. Namun, setelah kepemilikan manajerial melampaui 74% maka kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif dengan kebijakan hutang. Temuan ini meperlihatkan bahwa penggunaan hutang oleh manajer dapat bersifat *aligned* maupun *entrenched*.

Pada level kepemilikan manajerial rendah dan tinggi, manajer cenderung menurunkan penggunaan hutang karena kekhawatiran akan kemungkinan terjadinya *financial distress* namun dengan argumentasi yang berbeda. Pada tingkat kepemilikan manajerial rendah, kemungkinan terjadinya *financial distress* dapat menimbulkan ancaman pemecatan terhadap manajer karena posisi tawar (*bargaining position*) mereka di perusahaan masih lemah. Selain itu, Moussa dan Chichti (2013) menyatakan bahwa pengurangan penggunaan hutang tersebut disebabkan

karena manajer cenderung berperilaku *alignment* sehingga mereka mengurangi hutang untuk mengurangi resiko kebangkrutan yang dapat merugikan pemegang saham. Sedangkan pada level kepemilikan manajerial tinggi, kemungkinan terjadinya *financial distress* dapat mendorong terjadinya *takeover* (pengambil-alihan perusahaan) oleh investor baru. Aksi *takeover* ini bukan saja dapat mengancam posisi para manajer di perusahaan tetapi yang jauh lebih penting adalah prosentase kepemilikan saham para manajer dapat merosot tajam sehingga *power* mereka pun memudar. Selain itu, pengurangan hutang tersebut dilakukan untuk mengurangi resiko *financial distress* yang akan terjadi dalam perusahaan.

Sedangkan pada level kepemilikan manajerial sedang, para manajer cenderung lebih banyak menggunakan hutang. Manajer meningkatkan tingkat hutang untuk meningkatkan ukuran perusahaan sehingga kompensasi yang mereka dapatkan akan meningkat seiring dengan meningkatnya ukuran perusahaan. Namun, penambahan hutang secara terus menerus juga dapat menyebabkan terjadinya *financial distress* yang dapat mengancam kebangkrutan. Selain itu, dalam *agency theory* dinyatakan bahwa peningkatan hutang yang disertai dengan peningkatan *managerial ownership* dapat menyebabkan *agency cost* semakin besar. Dengan demikian pada level kepemilikan manajerial rendah dan tinggi berlaku *alignment hypothesis* sedangkan pada level kepemilikan manajerial sedang berlaku *entrenchment hypothesis*. Hasil penelitian Moussa dan Chichti (2013) ini ternyata sejalan dengan hasil Ruan dkk. (2009).

Namun dari arah sebaliknya, Moussa dan Chichti (2013) menemukan bahwa kebijakan hutang berdampak positif terhadap kepemilikan manajerial. Implikasinya dari temuan mereka adalah bahwa mekanisme substitusi antara kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial

tidak berlaku sepenuhnya. *Agency conflict* memang belum dapat diatasi sepenuhnya. Itulah sebabnya isu mengenai *corporate governance* sebagai mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan bahkan memerlukan intervensi negara (pemerintah) melalui undang-undang yang diciptakan khusus untuk melindungi kepentingan seluruh *stakeholders*, bukan hanya manajer dan pemegang saham. Hal tersebut bertolak belakang dengan penelitian Ruan et al. (2011) yang menemukan bahwa kebijakan hutang berdampak negatif terhadap *managerial ownership*.

Berdasarkan latar belakang permasalahan yang telah dijelaskan diatas dan dengan mengacu pada penelitian Moussa & Chichti (2013), maka penelitian ini dilakukan untuk menguji secara empiris mengenai hubungan *managerial ownership* terhadap kebijakan hutang secara nonlinier. Menurut Moussa dan Chichti (2013), pengujian secara nonlinier dilakukan sebab tinggi rendahnya *managerial owneship* akan sangat mempengaruhi perilaku manajer yang sulit untuk diprediksi. Dalam hal ini, perilaku manajer dapat berubah sesuai dengan tinggi rendahnya hak voting yang mereka miliki sehingga pengujian secara nonlinier dalam penelitian ini dilakukan.

Namun pada hubungan kebijakan hutang terhadap *managerial ownership* akan di uji secara linier. Pengujian secara linier tersebut dilakukan sebab kebijakan hutang tidak menggambarkan sebuah perilaku yang sulit untuk di prediksi seperti halnya dengan *managerial ownership*. Menurut Moussa dan Chichti (2013), peningkatan atau penurunan hutang akan secara langsung mempengaruhi *managerial ownership*. Dengan demikian penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan simultan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang untuk mengurangi *agency problem* dengan judul penelitian “Pengujian Hubungan Simultanitas Antara

Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang: Studi Empiris pada Bursa Efek Indonesia”.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah diatas maka diperoleh rumusan masalah sebagai berikut:

- a. Apakah terdapat hubungan simultanitas antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang?
- b. Apakah kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan hutang secara non linier ?
- c. Apakah kebijakan hutang mempengaruhi kepemilikan manajerial ?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang diatas maka tujuan penelitian ini adalah:

- a. Untuk menguji dan menganalisis apakah terdapat hubungan simultanitas antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang
- b. Untuk menguji dan menganalisis apakah kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan hutang secara non linier
- c. Untuk menguji dan menganalisis apakah kebijakan hutang mempengaruhi kepemilikan manajerial

1.4 Manfaat Penelitian

Berdasarkan latar belakang diatas maka manfaat dari penelitian ini adalah:

1.4.1 Manfaat Teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai hubungan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Disamping itu, diharapkan penelitian ini dapat memberikan kontribusi untuk bahan perkuliahan terutama dalam bidang manajemen keuangan dan dapat dijadikan sebagai pendukung bagi peneliti berikutnya.

1.4.2 Manfaat Praktis

a. Bagi peneliti

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan pengalaman bagi peneliti dan memberikan pengetahuan lebih mengenai hubungan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

b. Bagi investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi tambahan dan sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

c. Bagi perusahaan emiten

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam menentukan kebijakan, terutama kebijakan hutang dalam perusahaan.

1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan penelitian ini dibagi dalam lima bab yang masing-masing terdiri dari sub-bab, sebagai berikut:

BAB I. PENDAHULUAN

Bab ini menguraikan dan menjelaskan tentang latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II. TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini menguraikan dan menjelaskan mengenai penelitian-penelitian terdahulu; dasar-dasar teori mengenai *agency cost*, *managerial ownership* dan kebijakan hutang; variabel kontrol *managerial ownership* dan kebijakan hutang; hubungan antar variabel; perumusan hipotesis penelitian, dan model penelitian.

BAB III. METODE PENELITIAN

Bab ini menguraikan dan menjelaskan mengenai desain penelitian, identifikasi variabel *managerial ownership* dan kebijakan hutang, definisi operasional variabel, pengukuran variabel, jenis dan sumber data, populasi, sampel, serta teknik analisis data dari penelitian.

BAB IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan deskripsi proses seleksi sampel penelitian, deskripsi statistik variabel penelitian, pengujian hipotesis dan pembahasan hasil penelitian sesuai dengan metode yang digunakan untuk penarikan simpulan dan penyajian saran dalam penelitian.

BAB V. SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi tentang simpulan dari hasil pengujian hipotesis dan pengajuan saran bagi sebagai masukan untuk pengambilan keputusan bagi penelitian mendatang.