

## BAB 2

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1. Landasan Teori

##### 2.1.1. Teori Keagenan (*agency theory*)

Teori keagenan adalah teori yang menjelaskan mengenai hubungan yang terjadi antara pemegang saham (*principal*) dengan manajer (*agent*) pada perusahaan. Ross *et al.* (2006:10) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah hubungan antara pemegang saham dan manajemen. Jensen dan Meckling (1976) dalam teori agensi (*agency theory*) menjelaskan bahwa hubungan keagenan dalam perusahaan merupakan kumpulan kontrak antara pemilik (*principal*) dan manajer (*agent*). Pada suatu perusahaan prinsipal bertindak sebagai pemegang saham sedangkan agen sebagai manajer yang dipekerjakan oleh prinsipal untuk mengelola perusahaan dan memenuhi kepentingan pemegang saham. Hubungan keagenan pada perusahaan dapat terjadi di antara pemegang saham dengan manajer dan pemegang saham dengan kreditur (Brigham dan Daves, 2004:7).

Sifat dasar manusia yang mementingkan diri sendiri memungkinkan adanya konflik kepentingan antara prinsipal dan agen, konflik antara prinsipal dan agen ini disebut sebagai masalah keagenan (*agency problem*). Ross *et al.* (2006:10) menyatakan bahwa *agency problem* merupakan kemungkinan adanya konflik kepentingan antara prinsipal dan agen dari suatu perusahaan. Konflik ini disebabkan oleh kecenderungan manajer tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Pemegang saham menginginkan pengembalian

yang lebih besar atas investasi, sedangkan manajer menginginkan kepentingannya terpenuhi dengan pemberian insentif yang lebih besar atas kinerjanya dalam menjalankan perusahaan.

Masalah keagenan juga dapat timbul karena adanya asimetri informasi. Asimetri informasi merupakan kondisi dimana manajer perusahaan secara umum memiliki informasi yang lebih baik mengenai kondisi internal dan prospek perusahaan dibandingkan pemegang saham (Myers, 1984). Dengan adanya asimetri informasi menyebabkan manajer dapat berperilaku *opportunistic*, dimana manajer dalam mengelola perusahaan cenderung mementingkan kepentingan pribadi daripada kepentingan untuk meningkatkan nilai perusahaan atau memperkaya pemegang saham. Seharusnya, tugas utama seorang manajer yaitu meningkatkan nilai perusahaan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Inilah yang menyebabkan munculnya biaya keagenan (*agency cost*), Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan *agency cost* sebagai jumlah dari biaya yang dikeluarkan prinsipal untuk melakukan pengawasan terhadap agen. Biaya agen ini sangat mungkin terjadi pada setiap perusahaan karena adanya perbedaan kepentingan yang besar diantara pemegang saham dan manajer.

Mekanisme yang dapat mengurangi masalah keagenan yaitu dengan mensejajarkan kepentingan prinsipal dengan agen. Upaya meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer dapat mampu mengurangi potensi timbulnya *agency cost* (Jensen dan Meckling, 1976), karena dengan memiliki saham perusahaan manajer diharapkan ikut merasakan langsung dampak dari setiap keputusan yang diambil, sehingga dengan ini dapat meminimalisir adanya

perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Selain itu, adanya tingkat konsentrasi kepemilikan yang tinggi pada perusahaan juga dapat mengurangi masalah keagenan (Driffield, 2007). Konsentrasi kepemilikan yang tinggi pada umumnya dimiliki oleh perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga, sehingga memiliki kemungkinan yang kecil bagi satu pihak untuk mengambil tindakan yang merugikan pihak lain dalam internal perusahaan karena masih dalam satu ikatan keluarga.

Penggunaan hutang dapat digunakan sebagai mekanisme mendisiplinkan perusahaan untuk menyelesaikan konflik agensi (Ellul, 2010). Crutchley dan Hansen (1989) juga mengatakan bahwa penggunaan hutang diharapkan dapat mengurangi *agency cost*. Karena dengan penggunaan hutang menyebabkan manajer harus bekerja keras untuk memenuhi kewajiban membayar hutang dan menghindari manajer untuk bertindak *opportunistic* karena adanya pengawasan lebih dari kreditur.

### **2.1.2. Struktur Kepemilikan**

Struktur kepemilikan merupakan distribusi atau penyebaran kekuasaan di antara *stockholders* yang memiliki keseluruhan atau sebagian besar saham perusahaan dan menguasai keseluruhan atau sebagian besar kegiatan operasional perusahaan. Terdapat dua karakter dalam struktur kepemilikan perusahaan yaitu kepemilikan terkonsentrasi (*ownership concentration* atau *closely held*) dan kepemilikan menyebar (*dispersed ownership* atau *widely held*) (La Porta *et al.*, 1999). Kepemilikan saham dikatakan menyebar apabila kepemilikan saham menyebar secara merata ke publik, tidak ada yang memiliki saham dominan

dibandingkan lainnya. Karakteristik kepemilikan menyebar ini banyak dijumpai di negara yang memiliki perlindungan investor yang baik seperti Amerika Serikat. Sementara kepemilikan terkonsentrasi apabila sebagian besar saham dimiliki oleh individu atau kelompok tertentu sehingga pemegang saham memiliki jumlah saham yang dominan dibandingkan dengan lainnya. Kepemilikan terkonsentrasi banyak ditemukan di negara dengan ekonomi sedang bertumbuh salah satunya di negara Indonesia. Sebagian besar perusahaan di Indonesia adalah perusahaan dengan tingkat kepemilikan konsentrasi yang tinggi dengan perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga.

### **2.1.3. Perusahaan Keluarga**

Secara umum definisi perusahaan keluarga adalah sebuah perusahaan yang dimiliki maupun dikelola oleh beberapa atau sebagian besar anggota keluarga dalam menjalankan seluruh aktivitas perusahaan. Umumnya anggota keluarga tersebut memiliki sebagian besar saham perusahaan dan menduduki posisi penting (*top manager*) dalam perusahaan. Anggota keluarga menjadi posisi kunci untuk mengontrol penuh perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Partisipasi keluarga dalam perusahaan dapat memperkuat perusahaan tersebut, karena adanya loyalitas yang dimiliki oleh anggota keluarga yang berdedikasi tinggi terhadap perusahaan milik keluarganya.

Definisi yang berbeda telah dijelaskan dalam beberapa penelitian sebelumnya, Donnelley (2002) menyebutkan bahwa sebuah perusahaan dinamakan perusahaan keluarga apabila ada keterlibatan paling sedikit dua generasi dalam perusahaan itu dan keberadaan mereka berpengaruh terhadap

kebijakan perusahaan, serta menurut Ward dan Aronoff (2002) perusahaan keluarga terdiri dari dua atau lebih anggota keluarga yang mengawasi keuangan perusahaan. Ellul (2010) menyatakan bahwa perusahaan keluarga sebagai salah satu di mana pendiri atau keturunan atau keluarganya (baik oleh darah atau melalui pernikahan) adalah *blockholder* terbesar baik secara individu maupun sebagai kelompok.

Dilihat dari segi kepemilikan perusahaan, perusahaan keluarga dicirikan sebagai sebuah kelompok keluarga yang memiliki mayoritas kepemilikan saham dan memiliki kedudukan yang lebih tinggi dalam jajaran top manajemen perusahaan. Pada dasarnya beberapa penelitian yang sudah ada mengenai kepemilikan keluarga menjelaskan definisi perusahaan keluarga dengan kriteria yang hampir sama, yaitu anggota atau kelompok keluarga memiliki sejumlah saham pada perusahaan dan adanya anggota keluarga yang menjabat pada posisi penting perusahaan. Perbedaannya terdapat pada kriteria proporsi saham yang berbeda pada masing-masing penelitian, hal ini disebabkan karena penelitian tersebut dilakukan di negara yang berbeda dengan aturan kepemilikan perusahaan yang berbeda.

Beberapa perbedaan kepemilikan saham diantaranya penelitian oleh Andres (2008) menyebutkan bahwa setidaknya minimal 25% saham perusahaan dimiliki oleh satu keluarga tertentu atau kelompok tertentu, dan jika kurang dari 25% maka anggota keluarga harus mempunyai jabatan pada dewan direksi atau dewan komisaris perusahaan. La Porta *et al.*, (1999) mensyaratkan minimal 20% saham dikuasai oleh keluarga tertentu. Menurut Ellul (2010) anggota keluarga

yang memiliki kepemilikan saham minimal 10% dari hak arus kas. Sementara Villalonga dan Amit (2006) menggunakan 5% saham yang harus dimiliki oleh anggota keluarga.

Menurut Susanto (2008:28) gambaran umum mengenai perkembangan perusahaan keluarga di Indonesia dimulai dari *close-circle family* atau *immediate family*. Pada mulanya perusahaan keluarga didirikan oleh *single fighter* kemudian pendiri perusahaan menggandeng mitra yang masih termasuk dalam *close-circle family* atau *immediate family* untuk mendirikan ide bisnisnya seperti suami/istri, anak, saudara, sampai teman dekat. Dukungan dari pihak lain yang memiliki kepercayaan dan kesamaan visi merupakan aspek penting yang dibutuhkan pendiri untuk merealisasikan bisnisnya.

Perusahaan keluarga terbagi menjadi dua macam : (1) *Family Owned Enterprise* (FOE), yaitu perusahaan yang dimiliki oleh keluarga tetapi dikelola dan dijalankan oleh orang-orang profesional yang bukan berasal dari anggota keluarga. Perusahaan dengan tipe seperti ini menjadikan anggota keluarga hanya sebagai pemilik perusahaan saja tanpa adanya campur tangan langsung dalam menjalankan operasional perusahaan. Bentuk perusahaan tipe ini merupakan lanjutan dari usaha yang awalnya dikelola oleh keluarga yang mendirikaninya. (2) *Family Business Enterprise* (FBE), yaitu perusahaan keluarga dimana keluarga pendiri tidak hanya sebagai pemilik perusahaan, tetapi juga turut menjalankan dan mengelola aktivitas operasional perusahaan secara langsung. Dan sebagian besar perusahaan keluarga di Indonesia merupakan perusahaan dengan tipe seperti ini. Tetapi, tidak menutup kemungkinan ketika kebutuhan akan orang yang

berkompeten dalam perusahaan tidak terpenuhi oleh anggota keluarga, perusahaan akan merekrut orang lain di luar lingkungan keluarga untuk ikut menjalankan bisnisnya. (Susanto, 2008:4),

Perusahaan keluarga pada umumnya dicirikan sebagai anggota keluarga yang memiliki peran dalam kepemilikan perusahaan maupun peran dalam mengelola kegiatan operasional perusahaan. Menurut Susanto (2008:12-15), perusahaan keluarga memiliki beberapa karakteristik sebagai berikut :

1. Keterlibatan anggota keluarga dimulai apabila generasi kedua sudah mulai masuk ke dalam manajemen. Adanya keterlibatan yang sudah tinggi membuat komitmen generasi penerus terhadap bisnis keluarga menjadi lebih tinggi karena adanya tanggung jawab yang ditanamkan sejak kecil.
2. Lingkungan pembelajaran yang saling berbagi. Bisnis di lingkungan keluarga selalu menjadi topik pembicaraan dalam setiap pertemuan keluarga sehingga kurva pembelajaran menjadi lebih cepat bagi generasi penerus.
3. Tingginya saling keterandalan. Setiap anggota keluarga yang bekerja dalam perusahaan dapat saling mengandalkan karena adanya rasa saling percaya.
4. Kekuatan emosi. Perusahaan keluarga dikelola secara emosional sehingga rasa kekeluargaan didalamnya tinggi. Para manajer perusahaan keluarga menggunakan pendekatan pribadi dan memberikan kepercayaan kepada para karyawannya, sehingga perusahaan keluarga menjadi lebih stabil dan konservatif.

5. Kekaburan Fungsi. Kecintaan pemilik perusahaan pada pekerjaan dan bisnisnya mengakibatkan seringkali orang-orang yang mempunyai fungsi formal seperti dewan komisaris atau pemegang saham masih terlibat dalam operasi perusahaan setiap hari.
6. Kepemimpinan Ganda. Intervensi pihak keluarga terhadap kepemimpinan perusahaan tetap tinggi meskipun sudah ada eksekutif profesional, hal ini dapat membingungkan anak buah.

### **2.1.3.1. Keterlibatan Keluarga**

Istilah *family involvement* pertama kali dikemukakan oleh Villalonga dan Amit (2006) dan penelitian yang dilakukan Gonzalez *et al.* (2012) juga membagi keterlibatan keluarga kedalam tiga peran antara lain *family involvement ownership*, *family involvement management*, dan *family involvement control*.

#### **1. Family Involvement Ownership**

*Family Involvement Ownership* merupakan keterlibatan keluarga dalam perusahaan dimana anggota keluarga baik individu maupun kelompok memiliki mayoritas saham pada perusahaan. Peran keterlibatan keluarga dikatakan *family ownership* apabila anggota keluarga merupakan pemilik sebagian besar saham, serta melakukan kontrol melalui kepemilikan langsung maupun tidak langsung tanpa adanya partisipasi langsung dalam manajemen perusahaan (Gonzalez, 2012).

Tingginya keterlibatan keluarga dalam kepemilikan perusahaan berdampak pada tingkat hutang yang lebih tinggi (Gonzalez *et al.*, 2012). Hal ini disebabkan karena sifat jangka panjang dari perusahaan keluarga berdampak pada



penggunaan hutang yang lebih banyak. Karena dengan penggunaan hutang sampai dengan titik optimal, perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan, dan ini akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Selain itu dengan penggunaan hutang lebih tinggi dibandingkan ekuitas akan mengurangi risiko kehilangan kontrol perusahaan (Cespedes *et al.*, 2010). Anggota keluarga yang menjadi pemegang saham dominan tetapi tidak berpartisipasi dalam manajemen perusahaan dapat meningkatkan hutang dan mendorong pengawasan yang lebih oleh kreditur (Stulz, 1998), sehingga dengan adanya pengawasan lebih dapat mengurangi potensi perilaku oportunistik oleh manajer.

Pendapat berbeda oleh King dan Santor (2008) yang menyatakan perusahaan dengan kepemilikan keluarga memiliki leverage keuangan yang lebih rendah, karena adanya mekanisme kontrol dapat mendanai perusahaan dengan menggunakan modal sendiri tanpa mengurangi saham mereka, dan adanya *debt covenant* dari kreditur menyebabkan perusahaan lebih memilih modal sendiri dibandingkan dengan hutang. Karena adanya *debt covenant* oleh kreditur menyebabkan adanya batasan yang dapat merugikan pemegang saham.

*Family involvement ownership* dapat dilihat dari seberapa besar peran keluarga yang terlibat dalam kepemilikan perusahaan. Oleh karena itu, sesuai dengan penelitian Gonzalez *et al.* (2012) pada penelitian ini *family involvement ownership* menggunakan variabel dummy dimana ada atau tidak adanya kepemilikan saham terbesar yang dimiliki oleh individu atau kelompok anggota keluarga pada perusahaan.

## 2. Family Involvement Management

*Family Involvement Management* adalah keterlibatan keluarga dalam perusahaan yang mencerminkan partisipasi keluarga sebagai manajer atau CEO perusahaan. Dalam keterlibatan manajemen, anggota keluarga bertindak sebagai dewan direksi yang memiliki tugas untuk mengelola dan menjalankan bisnis serta pengambilan keputusan strategis perusahaan.

Penelitian Gonzalez *et al.* (2012) menemukan bahwa ketika keluarga terlibat dalam manajemen maka tingkat penggunaan hutang akan menurun, dan hubungan negatif ini semakin kuat ketika pendiri aktif sebagai manajer atau CEO perusahaan. Hal ini disebabkan manajer lebih mengetahui seluruh informasi mengenai internal perusahaan dan prospek perusahaan di masa depan, sehingga mereka cenderung memiliki karakteristik *risk averse* terhadap hutang. Oleh karena itu, manajer mengurangi penggunaan hutang dan lebih memilih menggunakan ekuitas untuk menghindari risiko terkait dengan tingkat hutang yang tinggi (Holderness dan Sheehan, 1988). Pendapat sama dinyatakan oleh Bertrand and Schoar (2006), yang berpendapat bahwa keterlibatan keluarga dalam operasi perusahaan menyiratkan utang yang lebih rendah karena tujuannya belum tentu untuk memaksimalkan nilai perusahaan tetapi untuk memaksimalkan nilai kekeluargaan. Dan penggunaan hutang menimbulkan *debt covenant* dimana adanya batasan-batasan yang dapat menghambat kemampuan manajer dalam membuat keputusan investasi perusahaan (Megginson, 1997:337).

Pendapat berbeda dijelaskan dalam penelitian Ellul (2010), anggota keluarga yang terlibat pada manajemen aktif lebih mudah meningkatkan leverage,

karena keluarga akan memiliki akses langsung pada proses pengambilan keputusan. Manajer lebih mengetahui kondisi internal perusahaan sehingga memungkinkan penggunaan hutang lebih jika dana internal tidak mencukupi atau adanya peluang pertumbuhan yang tinggi untuk membiayai investasi perusahaan.

*Family Involvement Management* ini mencerminkan seberapa besar peran keterlibatan anggota keluarga dalam manajemen perusahaan. Untuk itu pengukur *Family Involvement Management* menggunakan variabel dummy dimana ada atau tidak adanya anggota keluarga yang menjabat sebagai CEO perusahaan. CEO perusahaan merupakan presiden direktur atau ketua dewan direksi dalam struktur dewan direksi suatu perusahaan. Pengukuran ini berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Gonzalez *et al.* (2012).

### **3. Family Involvement Control**

*Family Involvement Control* mencerminkan beberapa atau seberapa besar anggota keluarga yang memiliki kendali secara langsung dalam perusahaan yang dapat mempengaruhi penetapan kebijakan manajemen perusahaan. *Family control* secara umum bertindak sebagai dewan komisaris (*board of director*) (Gonzalez *et al.*, 2012) dalam perusahaan yang memiliki dominan hak suara (*voting rights*) dalam penentuan kebijakan perusahaan serta memiliki kuasa untuk mengawasi kinerja manajer perusahaan. *Family control* juga dapat dikatakan sebagai pemegang saham pengendali karena memiliki kemampuan dengan cara apapun mempengaruhi pengelolaan dan atau kebijaksanaan perusahaan meskipun jumlah saham yang dimiliki kurang dari 25% (Peraturan No. I-A PT. Bursa Efek Jakarta No.Kep-305/BEJ/07-2004)

*Family control* lebih tidak memilih menggunakan hutang akibat tingkat penghindaran risiko yang tinggi, karena mereka tidak ingin kekayaan yang dimilikinya berkurang akibat penggunaan hutang yang berlebihan. *Family control* juga ingin menghindari adanya konflik dengan kreditur jika kreditur memberikan batasan yang dapat merugikan pemilik perusahaan. Di samping itu, berdasarkan teori keagenan pengawasan yang lebih dari anggota keluarga sebagai *family control*, tidak perlu lagi menggunakan hutang untuk pengawasan yang dilakukan oleh kreditur dalam mengurangi perilaku oportunistik manajemen (Gonzalez *et al.*, 2012). King dan Santor (2008) juga berpendapat bahwa suatu perusahaan yang telah memiliki mekanisme peningkatan kontrol dapat menurunkan leverage keuangan perusahaan. Pendapat berbeda oleh Stulz (1988) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan pemegang saham pengendali menunjukkan *financial leverage* yang lebih tinggi, karena akan meningkatkan *voting control* mereka dan mengurangi risiko pengambilalihan kontrol perusahaan.

Sesuai dengan penelitian Gonzalez *et al.* (2012) pengukur *Family Involvement Control* menggunakan persentase dari rasio anggota keluarga yang ada pada jajaran dewan komisaris terhadap seluruh anggota dewan komisaris pada perusahaan keluarga. *Family Involvement Control* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$FIC_{it} = \frac{\Sigma \text{keluarga dalam dewan komisaris}}{\Sigma \text{seluruh anggota dewan komisaris}} \times 100\% \dots\dots\dots(2.1)$$

#### 2.1.4. Struktur Modal

Keputusan pendanaan berhubungan dengan penentuan kombinasi yang optimal dari penggunaan sumber dana yang secara langsung berdampak dalam pencapaian tujuan perusahaan. Pendanaan yang bersifat jangka panjang ini bersumber dari modal yang diperoleh dari hasil operasi perusahaan yang berbentuk modal sendiri atau laba ditahan (*internal financing*) maupun dari luar perusahaan yang terdiri dari hutang dan penerbitan saham (*external financing*). Penting bagi perusahaan untuk membuat kebijakan struktur modal yang tepat, karena keputusan pendanaan merupakan faktor penting dalam menciptakan nilai perusahaan.

Beberapa pengertian atau definisi dari struktur modal oleh beberapa ahli dalam buku mereka, yaitu diantaranya menurut Sudana (2009:143) Struktur modal (*capital structure*) berkaitan dengan pembelanjaan jangka panjang suatu perusahaan yang diukur dengan perbandingan utang jangka panjang dengan modal sendiri. Sementara menurut Van Horne (2013:176). Struktur modal merupakan bauran atau proporsi pembiayaan jangka panjang permanen perusahaan yang diwakili oleh hutang, saham preferen dan ekuitas saham biasa. Struktur modal adalah hasil dari kebijakan keputusan pendanaan (*financing decision*) yang bermaksud untuk memilih apakah menggunakan hutang atau ekuitas untuk mendanai operasional perusahaan.

Menurut Brigham dan Weston (1994:150) Ada beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan sehubungan dengan struktur modal, diantaranya :

1. Risiko bisnis perusahaan atau tingkat risiko yang terkandung pada aktiva perusahaan apabila ia tidak menggunakan utang.
2. Posisi pajak perusahaan, alasan utama yang menggunakan utang adalah karena biaya bunga dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak, akan tetapi jika sebagian besar dari pendapatan perusahaan telah terhindar dari pajak karena penyusutan yang dipercepat atau kompensasi kerugian, maka tarif pajaknya akan rendah dan keuntungan akibat penggunaan utang juga akan mengecil.
3. Fleksibilitas keuangan atau kemampuan untuk menambah modal dengan persyaratan yang masuk akal dalam keadaan yang kurang menguntungkan.

Faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi perusahaan dalam pengambilan keputusan struktur modal juga dijelaskan oleh Brigham dan Daves (2011:513-514) diantaranya: stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, perilaku manajemen, sikap pihak pemberi pinjaman dan agen pemeringkat, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, serta fleksibilitas keuangan.

Teori struktur modal pada penelitian ini berfokus pada hubungan antara struktur modal dengan sikap dan peran para pemegang saham dan manajer yang berkaitan dengan keterlibatan keluarga. Sikap dan perilaku manajemen dalam menghadapi risiko merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan struktur modal perusahaan (Sudana, 2011:153). Brigham dan Daves (2011:513-514) dalam bukunya juga menyatakan manajemen yang

memiliki dominan *voting control* atas saham mempunyai hak suara untuk pengambilan keputusan struktur modal. Oleh karena itu, sikap serta perilaku para eksekutif dan top manajemen perusahaan merupakan faktor penting dalam pemilihan keputusan pendanaan. Pertimbangan penggunaan dana internal, hutang ataupun ekuitas tergantung pada situasi dan kondisi yang dialami akibat adanya risiko yang mungkin dihadapi oleh perusahaan.

Menurut Myers (1984) teori *pecking order* menyatakan adanya skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan yaitu perusahaan lebih mengutamakan dana internal (*internal financing*) berupa laba ditahan, apabila dana internal tersebut tidak mencukupi maka perusahaan akan menggunakan dana eksternal (*eksternal financing*) yang paling aman yaitu hutang, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi seperti obligasi konversi, dan yang terakhir apabila masih belum mencukupi perusahaan akan menerbitkan saham biasa.

Keputusan pendanaan dan penyediaan modal yang tepat merupakan tindakan yang sangat penting yang dilakukan oleh para manajer perusahaan untuk mendukung operasi secara stabil demi keberhasilan jangka panjang perusahaan. Jika terdapat kesalahan dalam penentuan struktur modal maka akan berdampak pada tingginya tingkat risiko, berkurangnya nilai perusahaan, bahkan mengakibatkan kebangkrutan.

#### 2.1.4.1.1. Pengukuran Struktur Modal

*Financial leverage* terdiri dari struktur finansial dan struktur modal, struktur modal sendiri merupakan bagian dari struktur finansial. Struktur finansial tercermin pada keseluruhan pasiva dalam neraca yang terdiri dari hutang lancar, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Sementara struktur modal hanya tercermin pada dana permanen (hutang jangka panjang) dan ekuitas (saham istimewa, saham biasa, dan laba ditahan).

Sesuai dengan teori struktur modal yang telah dijelaskan sebelumnya oleh Sudana (2009:143) dan Van Horne (2013:176) maka penelitian ini fokus pada pengukuran struktur modal yang menggunakan rasio perbandingan antara hutang jangka panjang dengan ekuitas yang diproksikan sebagai berikut:

$$LDER_{it} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Total Equity}} \times 100\% \dots \dots \dots (2.2)$$

*Long Term Debt to Equity Ratio* (LDER) ini digunakan untuk mengukur perimbangan antara kewajiban jangka panjang dengan ekuitas perusahaan. Rasio ini untuk melihat seberapa besar hutang jangka panjang perusahaan jika dibandingkan dengan ekuitas yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi LDER menunjukkan semakin besar komposisi hutang jangka panjang yang digunakan perusahaan dalam mendanai kebutuhan perusahaan.

#### 2.1.5. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan

Salah satu faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan adalah karakteristik perusahaan. Harris dan Raviv (1991) berpendapat bahwa *leverage* dapat meningkat dengan aset tetap, ukuran perusahaan, *nondebt*



*taxshield*, dan *investment opportunities*, sementara *leverage* dapat menurun dengan *profitability*, *volatility*, *advertising expenditure*, probabilitas kebangkrutan, dan keunikan produk. Penelitian lain yang juga menemukan adanya pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal diantaranya Rajan and Zingales (1995), Huang and Song (2002), Antoniou *et al.* (2002).

Pada penelitian ini menggunakan beberapa karakteristik perusahaan sebagai variabel kontrol. Variabel kontrol ini digunakan sebagai variabel pendukung untuk memperkuat hasil penelitian. Karakteristik perusahaan yang digunakan pada penelitian ini menggunakan *firm size*, *growth opportunity*, *firm age*, dan *asset tangibility*.

#### **2.1.5.1. Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)**

Ukuran perusahaan (*firm size*) mencerminkan besar kecilnya perusahaan yang dapat diinterpretasikan melalui total aktiva dan total penjualan. Semakin besar variabel-variabel tersebut maka semakin besar ukuran perusahaan. Salah satu tolak ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran aktiva dari perusahaan atau total sales dari perusahaan tersebut.

Perusahaan besar atau perusahaan yang memiliki total aktiva yang besar umumnya mempunyai arus kas yang cenderung stabil, maka kemungkinan kebangkrutan yang dihadapi perusahaan besar akan lebih kecil jika dibandingkan dengan kemungkinan kebangkrutan yang dihadapi oleh perusahaan kecil. Rajan dan Zingales (1995) menyatakan semakin besar perusahaan cenderung semakin sedikit risiko yang harus ditanggung. Hal ini memungkinkan perusahaan besar untuk menggunakan hutang lebih besar, karena semakin rendah risiko gagal bayar

yang akan dihadapi oleh perusahaan besar. Perusahaan besar memiliki asimetris informasi rendah, sehingga cenderung memiliki akses yang lebih mudah ke pasar utang dan dapat meminjam dengan biaya lebih rendah (Antoniou *et al.*, 2002). Dengan adanya akses yang lebih mudah ke pasar utang, perusahaan diharapkan meminjam lebih banyak untuk memaksimalkan manfaat pajak.

Pada penelitian ini, digunakan *Logaritma* total aset untuk mengukur besar kecilnya perusahaan. Cespedes *et al.* (2010), Ellul (2010), Anderson dan Reeb (2003) mengukur besar perusahaan dengan menggunakan persamaan:

$$SIZE_{it} = \text{Log} (\text{Total Assets}) \dots \dots \dots (2.3)$$

#### 2.1.5.2. *Growth Opportunity*

*Growth opportunity* dapat didefinisikan sebagai peluang pertumbuhan yang bergantung pada peluang investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Tingkat pertumbuhan perusahaan merupakan perhitungan yang digunakan oleh investor untuk menghitung investasi terbaik yang ditanamkan pada perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi cenderung membutuhkan pendanaan ekstra guna membiayai proyek-proyek barunya. Pendanaan ini tidak akan cukup dengan mengandalkan dana internal saja tetapi pendanaan eksternal juga akan dibutuhkan demi mengejar pertumbuhan perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyarankan bahwa leverage meningkat dengan adanya peluang pertumbuhan. Gonzalez *et al.* (2012) berpendapat bahwa perusahaan yang sedang bertumbuh cenderung untuk menggunakan lebih banyak hutang untuk membiayai peluang pertumbuhan yang lebih besar dan lebih kompleks. Pendapat sama oleh Cespedes *et al.* (2010)

dimana perusahaan dengan pertumbuhan tinggi menggunakan lebih banyak hutang, sehingga kontrol perusahaan tidak akan berkurang akibat penggunaan ekuitas.

Pendapat berbeda dinyatakan oleh Rajan dan Zingales (1995) berpendapat bahwa semakin tinggi peluang pertumbuhan perusahaan maka semakin tinggi biaya *financial distress*, hal ini menunjukkan hubungan negatif antara pertumbuhan perusahaan dengan *leverage*. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang baik di masa depan akan mengurangi penggunaan hutang, karena pemegang saham tidak ingin menyerahkan keuntungan investasi kepada kreditur akibat adanya transfer kekayaan (Huang dan Song, 2002).

Pada penelitian ini *growth opportunity* dapat diukur menggunakan proksi *market to book ratio* (Ellul, 2010) dengan membandingkan *market value* dengan *book value* sebagai berikut:

$$GO_{it} = \frac{Market\ Value}{Book\ Value} \dots\dots\dots(2.4)$$

### 2.1.5.3. Umur Perusahaan (*firm age*)

Umur perusahaan merupakan jumlah waktu dari sejak perusahaan berdiri hingga saat ini perusahaan tersebut masih beroperasi. Kemampuan suatu perusahaan dalam menjalankan operasional perusahaan dapat ditunjukkan pada umur perusahaan tersebut, umur perusahaan mencerminkan perusahaan tetap survive dan menjadi bukti bahwa perusahaan mampu bersaing dalam dunia bisnis. Semakin lama perusahaan berdiri maka perusahaan tersebut menunjukkan kemampuan dan reputasi yang baik dalam menjalankan kegiatan bisnisnya,

sehingga perusahaan memiliki pengalaman dalam mengatasi permasalahan khususnya dalam mengatasi kesulitan keuangan. Hal ini dapat meningkatkan kepercayaan pihak eksternal perusahaan seperti kreditur untuk mendanai perusahaan.

Umur perusahaan mempengaruhi tingkat hutang perusahaan secara non-linear. Perusahaan yang berumur lebih tua memungkinkan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai kebutuhan perusahaan dibandingkan perusahaan yang berumur lebih muda. Sejalan dengan pernyataan Gonzalez *et al.* (2012) menunjukkan pengaruh negatif antara keterlibatan keluarga dengan hutang pada perusahaan yang relatif lebih muda, dan untuk perusahaan yang berumur tua hubungan ini berubah menjadi positif.

Umur perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan cara mengukur umur perusahaan sejak awal perusahaan berdiri hingga saat ini (Gonzales *et al.*, 2012), dengan rumus sebagai berikut :

$$AGE_{it} = \text{tahun sekarang} - \text{tahun berdirinya perusahaan} \dots \dots \dots (2.5)$$

#### 2.1.5.4. *Asset Tangibility*

Struktur aset merupakan salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi keputusan pendanaan pada perusahaan. *Asset Tangibility* merupakan aset berwujud atau aset tetap yang dimiliki perusahaan seperti gedung, pabrik, tanah dan lainnya yang dapat digunakan untuk kebutuhan jangka panjang perusahaan. Perusahaan yang sebagian besar asetnya berupa *tangible asset*, maka dalam keputusan pendanaannya perusahaan cenderung menggunakan hutang lebih banyak. Karena apabila aset berwujud suatu perusahaan tinggi, maka aset tersebut

dapat digunakan sebagai jaminan untuk mengurangi resiko yang dihadapi pemberi pinjaman (Huang dan Song, 2002). Aset berwujud yang mereka miliki dapat dijadikan sebagai jaminan kepada kreditur untuk memperoleh hutang dan dapat memberikan keamanan bagi peminjam jika terjadi gagal bayar yang dapat mengakibatkan kebangkrutan. Perusahaan yang memiliki jaminan yang lebih banyak, maka perusahaan lebih mudah untuk mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan atas hutang.

Dalam penelitian ini Asset Tangibility dapat diukur dengan menggunakan rasio dari *fixed asset to total asset* (Cespedes, 2010; Ellul, 2010) yang diprosikan dalam persamaan :

$$TANGI_{it} = \frac{Fixed\ Assets}{Total\ Assets} \times 100\% \dots \dots \dots (2.6)$$

## 2.2. Penelitian Terdahulu

Pada penelitian ini menggunakan acuan penelitian terdahulu sebagai referensi dan informasi mengenai teori dan variabel yang digunakan, jurnal utama dan jurnal pendukung yang digunakan adalah sebagai berikut :

Penelitian Gonzalez *et al.* (2012) meneliti pengaruh keterlibatan keluarga yang terdiri dari family management, family ownership, dan family control terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian ini menemukan hasil bahwa *family management* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, dengan adanya *risk averse* tingkat hutang cenderung lebih rendah bagi perusahaan-perusahaan yang berumur lebih muda ketika pendiri juga aktif sebagai manajer. Family ownership baik *direct* maupun *indirect* (tetapi tidak dalam manajemen) berpengaruh positif

terhadap struktur modal, hutang yang lebih tinggi akan mengurangi risiko kehilangan kepemilikan dan kontrol perusahaan. Sementara *family involvement control* tingkat hutang cenderung lebih rendah. Penelitian ini menggunakan variabel kontrol karakteristik perusahaan seperti ROA, *dividend ratio*, *firm size*, *firm age*, *asset tangibility*, *firm volatility*, *growth opportunities*, dan *private status*.

Penelitian Céspedes *et al.* (2010) menyebutkan bahwa *ownership concentration* berpengaruh positif terhadap leverage. Penelitian ini berpendapat bahwa perusahaan dengan keterlibatan kepemilikan yang tinggi memilih untuk menggunakan hutang daripada menerbitkan saham, karena dengan menerbitkan saham dapat mengurangi kepemilikan saham dan dapat mengurangi kontrol dalam mengendalikan perusahaan. Penelitian juga menyebutkan bahwa *size*, *growth opportunity*, dan *asset tangibility* berpengaruh positif terhadap leverage, sedangkan profitabilitas, dan *tax rate* perusahaan berpengaruh negatif terhadap leverage.

Penelitian Ellul (2010) menguji dampak motif kontrol perusahaan terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Hasil menyebutkan bahwa *blockholders* keluarga dan manajemen keluarga berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Dimana perusahaan akan menggunakan hutang pada saat dana internal tidak mencukupi, selain itu hutang digunakan untuk mendisiplinkan perusahaan dan untuk menghindari kehilangan *voting rights*. Sedangkan perusahaan akan mengurangi hutang ketika perusahaan sudah memiliki mekanisme *control-enhancing*. Variabel kontrol *firm size* dan *asset tangibility*

berpengaruh positif terhadap *debt ratio* sedangkan *growth opportunities* dan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*

Penelitian King dan Santor (2008) meneliti pengaruh *ownership concentration* terhadap kinerja dan struktur modal perusahaan. Hasil menyebutkan bahwa perusahaan milik keluarga dengan *single-class share* berpengaruh positif terhadap *debt to asset*. Sedangkan perusahaan keluarga yang menggunakan *dual-class share* berpengaruh negatif terhadap *leverage*, hal ini disebabkan karena adanya efek penggunaan *control-enhancing mechanisms* oleh perusahaan. Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol *firm characteristics* seperti *firm size*, *sales growth*, *industry Tobin's q*, *ROA*, *financial leverage*, *firm age*, anggota dalam TSE300 index, and *capex to-sales*.

### **2.3. Pengaruh Antar Variabel dan Perumusan Hipotesis**

#### **1. Pengaruh *Family Involvement Ownership* terhadap struktur modal perusahaan**

Pada perusahaan keluarga ketika anggota keluarga memiliki mayoritas saham pada perusahaan tanpa adanya partisipasi langsung dalam manajemen perusahaan, cenderung untuk membiayai kegiatan operasionalnya melalui hutang dibandingkan menerbitkan saham. Hal ini disebabkan menerbitkan saham dapat mengurangi presentase kepemilikan saham sehingga dapat mengurangi kontrol perusahaan oleh keluarga. Selain itu penggunaan lebih banyak hutang bermanfaat untuk meningkatkan pertumbuhan keuangan perusahaan dan meningkatkan pengawasan manajemen oleh kreditur untuk mengurangi perilaku oportunistik manajer. Pernyataan ini didukung oleh

pendapat Stulz (1998) dan penelitian Cespedes *et al.*(2010), Gonzalez *et al.* (2012) yang menyatakan keterlibatan keluarga dalam kepemilikan perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Dengan ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H<sub>1</sub> : *Family Involvement Ownership* berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

## 2. Pengaruh *Family Involvement Management* terhadap struktur modal Perusahaan

Anggota keluarga yang bertindak sebagai CEO dan terlibat langsung dalam manajemen perusahaan cenderung memiliki karakter *risk averse*, karena anggota keluarga sebagai manajer perusahaan lebih mengetahui kondisi internal perusahaan dan prospek keuangan di masa depan, sehingga mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang yang lebih rendah untuk menghindari risiko yang lebih tinggi yaitu risiko kebangkrutan. Korelasi ini semakin negatif ketika pendiri aktif sebagai manajer. Dan adanya *debt covenant* menyebabkan fleksibilitas manajer terhadap perusahaan menjadi berkurang. Bertrand and Schoar (2006), Holderness dan Sheehan (1988) menyatakan adanya pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dan leverage keuangan. Menurut Maximiliano Gonzales *et, al.* (2012) *Family Involvement Management* memiliki pengaruh negatif pada struktur modal perusahaan. Dengan penjelasan tersebut hipotesis kedua dapat dirumuskan sebagai berikut:



H<sub>2</sub> : *Family Involvement Management* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan

### 3. Pengaruh *Family Involvement Control* terhadap struktur modal perusahaan

Anggota keluarga sebagai *family control* memiliki kendali atas penetapan seluruh kebijakan perusahaan karena besarnya *voting rights* yang dimilikinya. Sama halnya dengan *family management*, *family control* memiliki karakter *risk averse*, dimana *family control* lebih mengurangi penggunaan hutang untuk menghindari risiko yang dapat mengakibatkan *financial distress*, dan hal ini akan mengurangi kekayaan yang dimilikinya. Selain itu, konsisten dengan teori keagenan, dengan adanya pengawasan yang lebih dari anggota keluarga sebagai pengendali perusahaan, cenderung tidak membutuhkan penggunaan hutang untuk pengawasan yang dilakukan oleh kreditur. Sejalan dengan penelitian Maximiliano Gonzales *et al.*(2012) *family involvement control* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H<sub>3</sub> : *Family Involvement Control* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan

### 4. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal perusahaan

Perusahaan dengan ukuran yang besar memiliki kecenderungan untuk menggunakan hutang relatif besar. Hal ini dikarenakan, pada perusahaan yang berukuran besar cenderung memiliki arus kas yang stabil dibandingkan dengan perusahaan yang berukuran kecil. Selain itu kemungkinan

kebangkrutan yang dihadapi perusahaan besar akan lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan yang berukuran kecil. Kondisi ini membuat perusahaan besar menggunakan hutang dalam jumlah besar. Hal ini didukung oleh penelitian dari Cespedes *et al.* (2010), Gonzales *et al.* (2012), King dan Santor (2008), Anderson dan Reeb (2003) menyatakan bahwa size mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

#### **5. Pengaruh *Growth opportunity* terhadap struktur modal perusahaan**

Sesuai dengan beberapa pendapat pada penelitian sebelumnya seperti Jensen dan Meckling (1976), Gonzalez *et al.* (2012) dan Cespedes *et al.* (2010) growth opportunity memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi membutuhkan dana yang lebih untuk membiayai kegiatan investasinya demi mengejar pertumbuhan perusahaan di masa depan, sehingga jika dana internal perusahaan tidak mencukupi maka memungkinkan perusahaan untuk menggunakan dana eksternal yang paling aman yaitu hutang. Penggunaan hutang bertujuan untuk membiayai peluang pertumbuhan yang lebih besar dan kontrol perusahaan tidak akan berkurang akibat penggunaan ekuitas.

#### **6. Pengaruh umur perusahaan terhadap struktur modal perusahaan**

Perusahaan yang berumur lebih tua memungkinkan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai kebutuhan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan dibandingkan perusahaan yang baru berdiri. Tetapi semakin lama perusahaan berdiri maka perusahaan akan mencapai titik *mature* dan ini menyebabkan perusahaan mengalami siklus penurunan

pertumbuhan perusahaan. Jika pertumbuhan perusahaan mulai menurun maka perusahaan tidak akan menggunakan hutang lebih besar untuk menghindari risiko yang lebih tinggi yaitu kebangkrutan. Sejalan dengan penelitian Gonzalez *et al.* (2012) menunjukkan pengaruh positif antara umur perusahaan dengan struktur modal perusahaan.

#### **7. Pengaruh *Asset Tangibility* terhadap struktur modal perusahaan**

Besarnya tangible aset dalam suatu perusahaan yang dapat dijadikan sebagai jaminan, memiliki kesempatan bagi perusahaan untuk mendapatkan hutang yang lebih besar. Karena tangible aset ini dapat memberikan keamanan bagi perusahaan atas penggunaan hutang jika terjadi gagal bayar atau *financial distress*. Selain itu, tangible aset yang besar juga dapat memberikan keamanan bagi pihak kreditur dalam memberikan hutang yang lebih besar kepada perusahaan.

Perusahaan yang sebagian besar asetnya berupa *tangible asset* maka perusahaan cenderung untuk menggunakan hutang lebih banyak, karena aset berwujud yang mereka miliki dapat dijadikan sebagai jaminan kepada kreditur untuk memperoleh hutang. Pernyataan ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Cespedes *et al.* (2010), dan Ellul (2010), Rajan and Zingales (1995), Huang and Song (2002) yang menyatakan bahwa asset tangibility berpengaruh positif terhadap struktur modal.

## 2.4. Model Analisis dan Kerangka Konseptual

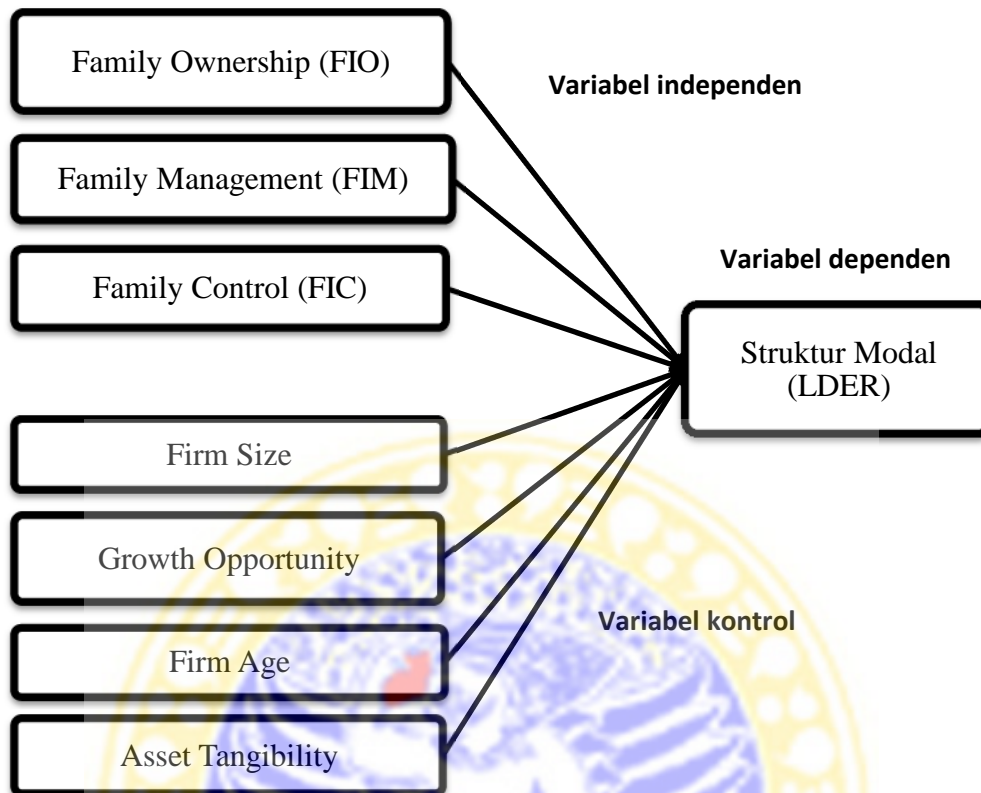
Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Untuk menguji hipotesis digunakan model persamaan sebagai berikut:

$$LDER_{it} = \alpha + \beta_1 FIO_{it} + \beta_2 FIM_{it} + \beta_3 FIC_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GO_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 TANGI_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan :

$\alpha$	= konstanta
$\beta$	= Koefisien regresi
$LDER_{it}$	= Struktur modal perusahaan i pada tahun t
$FIO_{it}$	= <i>family involvement ownership</i> i pada tahun t
$FIM_{it}$	= <i>family involvement management</i> i pada tahun t
$FIC_{it}$	= <i>family involvement control</i> i pada tahun t
$SIZE_{it}$	= ukuran perusahaan i pada tahun t
$GO_{it}$	= peluang pertumbuhan perusahaan i pada tahun t
$AGE_{it}$	= umur perusahaan i pada tahun t
$TANGI_{it}$	= <i>tangibility asset</i> perusahaan i pada tahun t
$\varepsilon_{it}$	= koefisien error

Berdasarkan hipotesis dan model analisis maka dapat disusun kerangka konseptual sebagai berikut :



**Gambar 2.1 Kerangka Konseptual**