

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Landasan Teori

Struktur modal telah dikembangkan oleh para pakar untuk menentukan struktur modal. Dalam literature M.C. Jensen and Meckling, "Theory of the firm: Theory of the Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* (1976), menghubungkan Struktur Modal dengan *Agency Cost* dan Seperangkat Perspektif Perjanjian. Komponen struktur modal dapat dilihat di sisi kanan laporan posisi keuangan perusahaan, dimana yang merupakan pembiayaan pembelanjaan permanen bagi perusahaan adalah utang jangka panjang, saham preferen dan saham modal. Berbagai teori yang optimal dengan menganalisis komposisi *Financial Distress* dan *Agency Cost*.

Teori struktur modal modern dikenal semenjak Modigliani dan Miller memperkenalkan teori yang MM tanpa pajak, dengan pajak, dan Model Miller dengan mengukur pajak penghasilan dari saham dan pajak penghasilan dari obligasi. Asumsi yang digunakan dalam model ini adalah tidak adanya biaya transaksi dan biaya kebangkrutan, seluruh perusahaan mengalami tingkat resiko yang sama, pajak perusahaan adalah beban bagi pemerintah, tidak ada pertumbuhan, perusahaan hanya menerbitkan *risk free debt* dan *risk equity*, informasi simetris antara investor dalam dan luar serta agen diasumsikan patuh pada pemegang saham dan selalu memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Copeland dan Weston, 1988). Pada awalnya model ini didasarkan pada tidak

adanya pajak perusahaan, kemudian dikembangkan pula pada kondisi adanya pajak perusahaan. Banyak sanggahan dan kritik yang diajukan pada teori model MM, diantaranya adalah sebagai berikut:

Teori model MM mengasumsikan bahwa tidak adanya biaya transaksi, namun dalam realita bahwa komisi untuk para broker itu cukup tinggi. Pada awalnya MM mengasumsikan bahwa investor dan perusahaan memiliki akses yang sama terhadap lembaga keuangan. Tetapi para investor besar dimungkinkan memperoleh utang dengan bunga yang lebih rendah sedangkan investor individu mungkin harus meminjam dengan tingkat bunga yang tinggi. Faktanya bahwa pasti terjadi konflik antara pihak dalam dan luar perusahaan yang menimbulkan *agency cost* yang besar. Tidak ada pertimbangan adanya *Financial Distress* yang mungkin dihadapi perusahaan. Tidak adanya pajak perorangan. Utang perusahaan pasti mengandung risiko, berapapun jumlah utang yang digunakan (Brigham dan Weston, 2000).

Karena beberapa kritik diatas maka munculah pendekatan-pendekatan lain yang baru dengan pelanggaran asumsi terhadap teori model MM ini. Beberapa teori berikutnya dikenal dengan teori *Trade Of Model* (Brealey dan Myer, 1991). Struktur modal optimal dapat diperoleh dengan adanya keseimbangan antara keuntungan *tax shield* dengan *financial Distress* dan *Agency Cost*, karena penggunaan *leverage*, atau terjadi *trade off* antara manfaat dan biaya. *Financial distress* terjadi ketika perusahaan mengalami kesulitan dalam melunasi kewajiban utangnya sehingga perusahaan terancam kebangkrutan (pailit). Oleh karena itu *financial distress* perlu diperhitungkan karena mengurangi nilai perusahaan. Model ini juga menarik, karena adanya pendapat bahwa perusahaan yang tidak menggunakan *leverage* dan perusahaan yang menggunakan *leverage* 100% (ekstrem) adalah buruk, sedangkan keputusan yang terbaik adalah diantaranya.

Dalam teori keagenan dinyatakan bahwa dalam menentukan struktur modal perlu dipertimbangkan biaya yang ditimbulkan dengan adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Berdasarkan teori ini struktur modal berpengaruh positif terhadap kemungkinan kebangkrutan. Struktur modal

perusahaan juga mempengaruhi keputusan kreditur, dimana biaya utang menjadi lebih besar juga dikarenakan adanya bunga pinjaman yang ditetapkan oleh kreditur. Biaya utang yang besar tersebut merupakan *bonding cost* bagi manajer, karena mendorong para manajer untuk menggunakan kas tersebut untuk investasi dengan benar.

2.2. Definisi Teori Keagenan

Teori yang menjelaskan hubungan prinsipal dan agen ini salah satunya berakar pada teori ekonomi, teori keputusan, sosiologi dan teori organisasi. Teori keagenan menganalisis susunan kontraktual diantara dua atau lebih individu, kelompok atau organisasi. Salah satu pihak, prinsipal membuat suatu kontrak, baik secara implisit maupun eksplisit, dengan pihak lain, yaitu agen dengan harapan bahwa agen bertindak atau melakukan pekerjaan seperti yang diinginkan oleh prinsipal.

Hal serupa juga dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), bahwa teori keagenan menyatakan adanya hubungan perjanjian, yang disebut "*nexus of contract*" antara pihak yang memberi wewenang, yaitu prinsipal yang kemudian disebut sebagai pemegang saham dengan pihak yang menerima wewenang, yaitu agen yang kemudian disebut sebagai manajer untuk melakukan beberapa jasa demi kepentingan pemegang saham. Teori keagenan fokus pada hubungan kekayaan dari pemegang saham yang dipercayakan untuk dikelola oleh pihak lain, dalam hal ini oleh manajer. Dimana berdasarkan perjanjian, pemegang saham beberapa otoritas pengambilan keputusan kepada manajer.

Atkinson dan Feltham (1981) menyatakan bahwa teori keagenan banyak membahas mengenai pelayanan terhadap kebutuhan informasi. Teori ini berfokus pada hubungan antara satu orang (pemegang saham) yang mempercayakan

haknya kepada orang lain (manajer). Atkinson dan Feltham (1981) menjelaskan bahwa permintaan informasi tersebut didasari oleh motivasi manajer dan pendistribusian risiko secara efisien. Informasi dikatakan bernilai jika informasi tersebut dapat memperbaiki alokasi sumber daya dan risiko dalam perekonomian. Hal ini dilakukan dengan mengurangi ketidakpastian.

Menurut Lane (2000), hubungan prinsipal-agen terjadi apabila tindakan yang dilakukan seseorang memiliki dampak pada orang lain atau ketika seseorang sangat bergantung pada tindakan orang lain. Pengaruh atau ketergantungan ini diwujudkan dalam kesepakatan-kesepakatan dalam struktur institutional pada berbagai tingkatan, seperti norma perilaku dan konsep kontrak. Lane (2000) juga menyatakan bahwa teori keagenan dapat diterapkan dalam organisasi sector public, sebagai contoh adalah negara demokrasi modern yang didasarkan juga oleh serangkaian hubungan prinsipal-agen.

Berdasarkan definisi di atas dapat dijelaskan bahwa teori keagenan membahas hubungan antara pemberi wewenang (prinsipal) dan penerima wewenang (agen) untuk melaksanakan pekerjaan. Kedua belah pihak diikat oleh kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban nya masing-masing. Pemegang saham menyediakan fasilitas dan kas untuk menjalankan perusahaan, sedangkan manajer mempunyai kewajiban untuk mengelola yang sudah diberikan oleh pemegang saham. Atas kepemilikan pada perusahaan, pemegang saham memperoleh hasil berupa pembagian laba dalam bentuk deviden, sedangkan manajer memperoleh kompensasi dalam bentuk gaji, bonus, insentif dan kompensasi lainnya.

2.3 Agency Conflict

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan sangat rentan dengan *agency conflict*. *Agency conflict* menurut Jensen dan Meckling (1976) adalah tidak sejajarnya kepentingan manajer dan pemegang saham sehingga menciptakan perilaku manajer yang memiliki motivasi lain selain dari tujuan perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham.

Menurut Cornell dan Sarpio (1988) dalam Martin et. Al. (1993) dan Karyono (2005), *agency conflict* bertolak dari tiga sumber utama yaitu pertama, kecenderungan pihak manajemen untuk mengkonsumsi lebih banyak sumberdaya perusahaan. Kedua, fakta bahwa para manajer tidak menguasai sejumlah saham perusahaan sehingga rasa memilikinya terbatas. Manajemen cenderung menanggung risiko yang lebih kecil atas kesalahan dalam mengambil keputusan karena risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham (Wahidahwati, 2001). Hal ini mendorong manajer untuk terlalu berani menghadapi risiko. Dengan kepemilikan saham yang sangat terbatas, manajer tidak bersedia mengerahkan energy dan perhatian untuk menjaga perusahaan sebaik seperti yang biasa dilakukan seorang pemilik perusahaan. Ketiga, merupakan kebaikan dari kedua yaitu para manajer cenderung menempuh jalan yang mengutamakan keamanan karir sendiri. Artinya, manajer terlalu mengkhawatirkan risiko, mengakibatkan hilangnya peluang investasi yang sebenarnya menguntungkan dan besar kemungkinan menghasilkan proyek yang sukses.

Senada dengan Cornell dan Sapiro (1988), McColgan (2001) dan Andreas (2006) menyatakan bahwa secara teoritikal dan empiris, *agency conflict* dibangun dalam empat area problematic yaitu: *moral hazard*, *earning retention*, *risk aversion* dan *time horizon*. Area problematic tersebut dijelaskan sebagai berikut:

a. *Moral Hazard Agency Conflict*

Konsep ini didasarkan pada anggapan bahwa kegiatan yang dilakukan oleh seorang manajer tidak seluruhnya diketahui oleh pemegang saham maupun pemberi pinjaman. Manajer membangun sebuah model yang mengarah pada kemudahannya

mengambil perquisite pribadi daripada menginvestasikannya dalam proyek yang memiliki NPV positif.

b. Earning Retention Agency Conflict

Banyak penelitian mengenai struktur kompensasi yang secara umum menemukan bahwa gaji manajemen meningkat sesuai dengan ukuran perusahaan. Manajemen dengan *direct incentive* lebih fokus pada ukuran perusahaan daripada pertumbuhan *return* pemegang saham. Hal ini sesuai dengan Jensen (1986) bahwa manajemen lebih memilih laba ditahan daripada didistribusikan dalam bentuk kas pada pemegang saham khususnya perusahaan yang memiliki kesempatan terbatas untuk berinvestasi pada proyek berNPV positif. Kebanyakan *earning retention* menyebabkan kebutuhan pendanaan dari luar semakin kecil untuk membiayai investasi. Dengan demikian, mengurangi monitoring pihak eksternal terhadap manajemen dalam rangka keputusan memaksimumkan nilai perusahaan.

c. Managerial Risk Aversion Agency Conflict

Konflik yang berhubungan dengan *managerial risk aversion* dapat meningkat dikarenakan pembatasan dari diversifikasi portofolio dengan memperhatikan penghasilan manajemen. Biasanya penghasilan manajemen berhubungan dengan kinerja dari perusahaannya. Pihak manajemen mencoba meminimalisasi risiko perusahaan dengan menghindari keputusan investasi yang

meningkatkan risiko perusahaan. Dimana hal ini mempengaruhi kebijakan keuangan yang diambil untuk perusahaan dan mempengaruhi perolehan *return* bagi pemegang saham.

d. *Time Horizon Agency Conflict*

Konflik juga bisa meningkat diantara pemegang saham dan manajer, dengan memperhatikan waktu dari *cash flow*. Pemegang saham berhubungan dengan semua aliran *cash flow*. Pemegang saham berhubungan dengan semua aliran *cash flow* masa depan dari perusahaan dalam kondisi ketidakpastian. Artinya, tujuan pemegang saham adalah memaksimumkan kekayaannya dengan melihat nilai sekarang dari arus kas yang dihasilkan oleh investasi perusahaan. Sedangkan manajemen mungkin hanya berhubungan dengan aliran *cash flow* perusahaan untuk berbagai pekerjaannya, diantaranya berkaitan dengan hasil peningkatan pertumbuhan dan ukuran perusahaan.

Dari uraian di atas dapat dijelaskan bahwa *agency conflict* terjadi:

Manakala manajer cenderung membuat keputusan yang menguntungkan dirinya daripada kepentingan pemegang saham (Meckling 1976, Myers 1977). Perilaku manajer yang menyimpang ini disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*) dan manajer cenderung tidak menyukai risiko (*risk averse*) (Wahidahwati, 2001). Keterbatasan ini yang menciptakan

konflik potensial atas kepentingan masing-masing antara pemegang saham dan manager yang saling mencari peluang untuk menguntungkan diri sendirinya atas biaya salah satu pihak. Sebagai pengelola perusahaan, manager lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham sendiri. Fenomena terjadinya asimetri informasi ini, yaitu kesenjangan (gap) antara manager dan pihak lain yang mempunyai sumber dan akses terbatas dalam memonitor semua tindakan manager. Dimana perusahaan merupakan kumpulan berbagai kepentingan dari berbagai pihak, seperti pemegang saham dan kreditur dimana kepentingan-kepentingan tersebut sangat ditentukan oleh pengelolaan manajemen (Jatiningrum dan Rofiqoh, 2004). Secara teoritis keunggulan manager, sebagai agen, mendorong dan memotivasi manager untuk bertindak oportunistik dan memaksimalkan utilitasnya dengan mengorbankan pemegang saham.

Sebagaimana yang telah diketahui, bahwa tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham. Namun, yang telah terjadi adalah baik manajemen dan manager perusahaan sering memiliki tujuan yang berbeda yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut.

2.2.4 Agency Cost

Konflik kepentingan antara agen dan pemegang saham dapat diminimalisir melalui mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait dalam teori keagenan. Munculnya mekanisme pengawasan tersebut menimbulkan biaya yaitu *agency cost* (Haryono, 2002; Sulistyanto).

Menurut Jensen dan Meckling (1976) *agency cost* adalah pemberian insentif yang layak kepada manajer serta biaya pengawasan untuk mencegah moral hazard, yang kemudian di identifikasikan menjadi dua jenis *agency cost*, yaitu *agency cost* yang terjadi karena konflik antara investor dan manajer, serta yang terjadi karena konflik antara investor dan *debtholder*.

Agency Cost sebagaimana telah dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Kayakachoian (2001) merupakan jumlah dari pengeluaran biaya untuk monitoring oleh pemegang saham, pengeluaran agen karena penggunaan utang dan pengeluaran *residual loss*, yaitu sebagai berikut:

1. Biaya monitoring merupakan biaya yang ditanggung oleh pemilik untuk mengukur, mengobservasi dan mengontrol aktivitas dan tingkah laku manajer sebagai agen. Biaya monitoring antara lain adalah biaya audit laporan keuangan perusahaan, premi asuransi untuk melindungi asset perusahaan dan biaya untuk menetapkan rencana kompensasi manajer, pembatasan anggaran dan aturan-aturan operasi.
2. Biaya bonding atau biaya yang ditanggung oleh manajer, yaitu biaya untuk membentuk mekanisme yang menjamin bahwa manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham dan tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan. Dengan kata lain, biaya bonding

dihasilkan oleh manajer untuk menyesuaikan diri dengan kemauan pemegang saham. Contohnya yaitu biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk menyediakan laporan keuangan kepada pemegang saham.

3. *Residual loss*, yaitu biaya yang tetap terjadi meskipun telah dilakukan mekanisme monitoring dan bonding. Karena meskipun ada mekanisme monitoring dan bonding, kepentingan manajer ada kalanya tetap tidak berkorespondensi dengan kepentingan pemegang saham. Contohnya adalah saat manajer tidak memecat rekan kerjanya yang melakukan pekerjaan buruk.

Sementara *agency cost* menurut Hakim (2007) adalah biaya yang timbul agar agen bertindak selaras dengan tujuan pemilik. *Agency cost* ini meliputi hal-hal berikut:

- a. Biaya audit untuk mengawasi wewenang manajer sebagai agen.
- b. Berbagai perjanjian atau kontrak yang menyatakan bahwa manajer tidak menyalahgunakan wewenangnya.
- c. Insentif sebagai kompensasi untuk manajer atas prestasinya.
- d. Kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga, dimana pihak ketiga membayar perusahaan jika manajer tersebut bertindak merugikan perusahaan.
- e. Kontrak antara manajer dengan pemilik perusahaan, dimana pemilik perusahaan menjamin bahwa manajer mendapat kompensasi sejumlah tertentu jika perusahaan dijual atau dilikuidasi atau demerger dengan pihak lain. Hakim (2007).

2.4 Financial Decision Making

Fungsi pembelanjaan dan fungsi keuangan merupakan dua hal yang dilakukan oleh perusahaan dalam usahanya untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Dalam menjalankan fungsi pembelanjaan, perusahaan selalu dihadapkan pada tiga masalah utama atau tiga keputusan utama, yaitu: keputusan investasi (*investment decision*), keputusan pendanaan (*financing decision*) dan keputusan yang mengenai pembagian dividen (*dividen financing*). Keputusan pendanaan adalah keputusan keuangan tentang dari mana kas untuk membeli asset berasal (Lukas, 2003).

Masalah yang kemudian selalu dihadapi oleh perusahaan didalam melaksanakan keputusan pendanaan (*financial decision making*) adalah menentukan sumber-sumber kas mana yang digunakan, apakah utang, modal sendiri atau kedua-duanya, dan berapa besar proporsi masing-masing sumber kas yang digunakan, sehingga diperoleh suatu perimbangan optimal antara utang dengan modal sendiri, atau dengan kata lain diperoleh struktur modal yang optimal.

Diluar hal tersebut, mekanisme utang pada dasarnya dapat mengurangi masalah keagenan dengan cara berikut ini:

1. Pengaruh pengendalian yang dikemukakan oleh Jensen (1986) dari penggunaan utang. Pengendalian yang dimaksud adalah dengan peningkatan penggunaan utang, meminta perusahaan melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pokok

pinjaman, manajer terikat dengan janji mereka untuk membayarkan arus kas masa depan. Hal ini mengurangi *free cash flow* yang tersedia bagi manajemen untuk melakukan tindakan perquisites yang merugikan pemegang saham. Healy dan Palepu (2008) menyatakan alasan yang menyebabkan pendanaan dengan utang menjadi menarik adalah kemungkinan munculnya insentif bagi manajemen terkait *value creation*. Dengan adanya utang, maka manajemen ditekan agar menggunakan kas idle yang ada untuk membayar bunga utang tersebut. Hal ini mengurangi pengeluaran yang tidak memaksimalkan nilai pemegang saham. Dengan kata lain, utang mengurangi biaya keagenan yang terjadi antara manajemen dan pemegang saham.

2. Disamping itu, tingkat utang yang tinggi juga berarti ada *external monitoring* yang lebih ketat dari bank atau kreditur lain, sebagaimana dibuktikan secara empiris oleh Maloney et al. (1993). Pengawasan kinerja memberikan ketidak leluasaan manajemen untuk melakukan *value destroying activities*, seperti tindakan *perquisites* atau pembiayaan investasi proyek-proyek dengan NPV negative, yang mengurangi kesejahteraan pemegang saham sehingga manajer akan termotivasi untuk mempertahankan atau meningkatkan kinerja (Cruticley & Hansen, 1989).

3. Tingginya penggunaan utang juga menyebabkan manajemen bekerja dibawah ancaman *financial distress*. *Financial distress* dan kepailitan menyebabkan kemungkinan manajer dipecat dan mengurangi reputasi manajer yang bersangkutan didunia bisnis, sehingga mendorong manajemen untuk bekerja lebih giat dan efisien untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan utang (Palepu, Healy & Bernard, 2004).

2.5 Financial Distress

2.5.1 Defenisi Financial Distress

Sejak penelitian tentang *financial distress* dilakukan oleh Beayer (1966), tidak ada satu defenisi khusus atas *financial distress*. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Almilial, Platt (2002) mendefenisikan *financial distress* sebagai tahapan penurunan kondisi keuangan suatu perusahaan sebelum terjadinya kebangkrutan atau likuidasi. Selain itu, *financial distress* juga dapat didefenisikan sebagai *insolvency*, yaitu kondisi dimana hasil operasi perusahaan tidak cukup untuk memenuhi kewajiban perusahaan (Emery, Finnery & Stowe, 2004). *Insolvency* menurut Emery, Finnery & Stowe (2004) dapat dibedakan dalam dua kategori, yaitu:

a. *Technical insolvency*

Bersifat sementara dan munculnya karena perusahaan kekurangan kas untuk memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendek.

b. *Bankruptcy insolvency*

Bersifat lebih serius dan munculnya ketika total nilai utang melebihi nilai total asset perusahaan atau nilai ekuitas perusahaan negative.

Menurut Martin (1995) dalam Supardi dan Mastuti (2003), kebangkrutan didefenisikan kedalam beberapa pengertian, yaitu:

- a. *Economic distress*, berarti perusahaan kehilangan uang atau pendapatan sehingga tidak mampu menutup biaya sendiri karena tingkat laba yang lebih kecil dari biaya modal atau nilai sekarang dan arus kas perusahaan sebenarnya jauh dibawah arus kas yang diharapkan atau tingkat pendapatan atas biaya historis dan investasinya lebih kecil daripada biaya modal perusahaan yang dikeluarkan untuk sebuah investasi.
- b. *Financial distress*, berarti kesulitan kas untuk menutupi kewajiban perusahaan atau kesulitan likuiditas yang diawali dengan kesulitan ringan sampai pada kesulitan yang lebih serius, yaitu jika utang lebih besar dibandingkan dengan asset.

Sementara itu menurut Ros, et.al (2008), *financial distress* dapat didefenisikan menjadi empat jenis yaitu:

- a. *Business Failure*, yaitu saat bisnis dihentikan dengan kreditur menanggung kerugiannya (utangnya tidak terbayar).
- b. *Legal bankruptcy*, yaitu saat perusahaan atau kreditur menanggung kerugiannya (utangnya tidak terbayar).
- c. *Technical insolvency*, yaitu saat perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban finansialnya.

- d. *Accounting insolvency*, yaitu saat total nilai buku utang melebihi total nilai buku asset.

Banyak factor yang dapat menyebabkan perusahaan menghadapi *financial distress* yaitu antara lain kenaikan biaya operasi, ekspansi berlebihan, ketinggalan teknologi, kondisi persaingan, kondisi ekonomi, kelemahan manajemen perusahaan dan penurunan aktifitas perdagangan industry Whitaker (1999). Dalam kondisi ekonomi yang tidak buruk, kebanyakan perusahaan yang mengalami *financial distress* adalah akibat dari kelemahan manajemen (Whitaker, 1999).

Definisi-definisi yang telah disebutkan diatas mayoritas masih dalam bentuk sebuah pernyataan. Hal ini telah menyulitkan analis dan peneliti untuk menyimpulkan perusahaan mana saja yang mengalami *financial distress*. Oleh karena itu, muncul beberapa definisi atas *financial distress* yang terkait dengan informasi pada laporan keuangan, yaitu sebagai berikut:

- a. Asquith, Gertner dan Scharfstein (1994): *financial distress* adalah kondisi dimana EBITDA perusahaan selama 2 tahun berturut-turut lebih kecil dari beban bunganya.
- b. Whitaker (1999): *financial distress* adalah kondisi dimana arus kas yang ada lebih kecil daripada porsi utang jangka panjang yang jatuh tempo.
- c. Wahyuhati (2000): *financial distress* adalah jika perusahaan mengalami net income negative selama tiga tahun.

- d. Almilia & Kristijadi (2003): *financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan selama dua tahun mengalami laba bersih negative dan selama lebih dari satu tahun tidak melakukan pembayaran dividen.
- e. Hofer (1980) seperti dikutip oleh Luciana (2006): *financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan mengalami laba bersih negative selama beberapa tahun.
- f. Hill et al. (1996) seperti dikutip di Luciana (2006): *financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan melakukan pemberhentian tenaga kerja atau menghilangkan pembayaran dividen.
- g. Luciana (2006): *financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan mengalami delisted akibat laba bersih dan nilai buku ekuitas negative berturut-turut serta perusahaan tersebut telah di-merger.
- h. Ross et al. (2008): dari definisi-definisi yang dikemukakan Ross, ada satu definisi yang bisa diukur di laporan keuangan, yaitu *accounting insolvency*, dimana total nilai buku utang melebihi total nilai buku asset.

Selain definisi diatas, isu lain yang juga penting adalah adanya kesalahan umum yang menyamakan *financial distress* dengan kebangkrutan. Padahal hal ini sama sekali tidak benar, *financial distress* hanyalah salah satu penyebab bangkrutnya suatu perusahaan. Jadi, tidak berarti semua perusahaan yang mengalami *financial distress* menjadi bangkrut. Namun jika kondisi *financial distress* tidak dapat diatasi, maka kemungkinan terburuknya adalah perusahaan tersebut dinyatakan bangkrut atau pailit.

Dalam kondisi *financial distress*, perusahaan akan dihadapkan pada biaya-biaya yang dikenal dengan nama *financial distress cost*. Biaya tersebut terbagi dua, yaitu biaya langsung dan biaya tidak langsung. Biaya langsung adalah biaya yang terkait pengurusan kebangkrutan (*bankruptcy filing*). Sedangkan biaya tidak langsung adalah biaya-biaya yang terjadi saat sebuah perusahaan mengalami *financial distress* mencoba untuk menghindari pengurusan kebangkrutan.

Financial distress cost salah satunya juga dipengaruhi oleh sifat dari pemegang saham dan kreditur. Apabila pemegang saham dan kreditur merupakan pihak yang berbeda, maka cenderung terjadi pertentangan saat perusahaan mengalami *financial distress*. Pemegang saham cenderung menginginkan perusahaan tidak melaksanakan pengurusan kebangkrutan. Hal ini disebabkan jika perusahaan bangkrut, maka biasanya tidak ada asset yang tersisa untuk pemegang saham. Karena sikap pemegang saham ini, perusahaan mengeluarkan biaya *financial distress* tidak langsung.

Di sisi lain, para kreditur menginginkan perusahaan untuk bangkrut dengan alasan untuk mampu membayar utangnya. Karena sikap ini, perusahaan mengeluarkan biaya langsung.

Pertentangan antara pemegang saham dan kreditur tersebut pada akhirnya harus memberikan sebuah keputusan, yaitu melaksanakan likuidasi atau reorganisasi. Likuidasi berarti penghentian perusahaan sebagai sebuah entitas yang *going concern*, yang mencakup penjualan

seluruh asset perusahaan. Kemudian hasil penjualan asset tersebut didistribusikan kepada pihak-pihak sesuai prioritasnya.

Selain likuidasi, perusahaan juga dapat melakukan reorganisasi yang mempertahankan perusahaan sebagai entitas *going concern*, yang biasanya mencakup penerbitan sekuritas baru dalam bentuk surat utang baru kepada kreditur (restrukturisasi). Surat utang tersebut seringkali memberikan bunga yang lebih rendah dari surat utang yang lama, karena itu kreditur tentu akan menuntut kompensasi. Selain itu, sekuritas juga bisa berbentuk saham baru yang kadangkala pemegang saham lama tetap memiliki bagian atas saham baru yang diterbitkan perusahaan tersebut.

Terlepas dari konflik yang ditimbulkan dari kondisi *financial distress*, Platt dan Platt (2002) menyatakan bahwa terdapat kegunaan informasi jika suatu perusahaan mengalami *financial distress* adalah:

- a. Dapat mempercepat tindakan manajemen untuk mencegah masalah sebelum terjadinya kebangkrutan.
- b. Pihak manajemen dapat mengambil tindakan merger atau takeover agar perusahaan lebih mampu untuk membayar utang dan mengelola perusahaan dengan lebih baik.
- c. Memberikan tanda peringatan awal adanya kebangkrutan pada masa yang datang.

2.5.2 Pengukuran *Financial Distress*

Sangat sulit mendefinisikan secara objektif tahap permulaan adanya kondisi *financial distress*. Setelah dipelopori Beaver (1966) sarankan diakhir

tulisannya, yaitu melakukan analisis multivariate. Pada tahun 1968 Altman meneliti manfaat laporan keuangan dalam memprediksi kebangkrutan. Altman (1968) mengemukakan sebuah formula yang bisa digunakan untuk memprediksi kemungkinan *financial distress* perusahaan dengan menggunakan metode multivariate. Metode yang dilahirkan tersebut dikenal dengan Altman Z-Score.

Dalam statistika, penetapan formula yang ditemukan Altman (1968) menggunakan metode *Multivariate Discriminant Analysis* (MDA). Seperti regresi logistic, teknik statistika ini juga bisa digunakan untuk membuat model dimana variabel dependennya merupakan variabel kualitatif. Output dari teknik MDA adalah persamaan linear yang bisa membedakan antara dua variabel dependen.

Altman menggunakan sampel dengan jumlah yang sama antara dua kategori (*paired sample*), dengan total 66 perusahaan selama 20 tahun (1946-1965) yang dibagi menjadi dua kategori, yaitu 33 perusahaan yang dianggap bangkrut dan 33 perusahaan lainnya yang tidak bangkrut. Perusahaan yang dianggap bangkrut adalah perusahaan yang mengajukan petisi bangkrut sesuai *National Bankruptcy Act* Bab X. Perusahaan yang digunakan Altman (1968) hanya berasal dari perusahaan manufaktur. Alasan dibelakangan ini sama dengan alasan Beaver (1966), yaitu data yang tersedia hanya berasal dari *Moody's Industrial Manual* yang hanya memuat data perusahaan manufaktur.

Penelitian Altman (1968) pada awalnya mengumpulkan 22 rasio perusahaan yang mungkin bisa berguna untuk memprediksi *financial distress*. Dari 22 rasio tersebut, dilakukan pengujian-pengujian untuk memilih rasio-rasio mana yang digunakan dalam membuat model. Pengujian dilakukan dengan melihat signifikansi statistic dari rasio, korelasi antar rasio, kemampuan prediksi rasio, judgement dari peneliti sendiri.

Hasil pengujian Altman (1968) memilih lima rasio yang dianggap terbaik untuk dijadikan variabel dalam model. Rasio-rasio yang terpilih tersebut adalah:

Working capital/total asset

Rasio modal kerja terhadap total asset ini pada dasarnya mengukur besarnya asset likuid dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek perusahaan. Semakin kecil rasio menunjukkan kondisi likuiditas perusahaan yang kurang baik.

Retained earnings/total asset

Rasio ini merupakan rasio pertumbuhan yang mengukur akumulasi laba selama perusahaan beroperasi dibandingkan dengan total asset perusahaan.

EBIT/total asset

Rasio yang mengukur profitabilitas suatu perusahaan tanpa mempertimbangkan seberapa besar utang dari perusahaan.

Market Value of Equity / book value of debts

Merupakan rasio *leverage* yang mengukur besarnya pembiayaan perusahaan yang di danai dengan utang. Nilai *equity* dalam rumus ini mencakup nilai pasar dari saham biasa dan saham preferen, sementara nilai debt adalah penjumlahan dari utang jangka pendek dan jangka panjang.

Sales/Total Aset

Rasio ini merupakan rasio asset turnover yang mengukur kemampuan manajemen dan tingkat efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan asset untuk menghasilkan penjualan.

Kelima rasio tersebut dimasukkan ke dalam analisis MDA dan menghasilkan model sebagai berikut:

$$Z\text{-score} = 1,2 \text{ WC/TA} + 1,4\text{RE/TA} + 3,3\text{EBIT/TA} + 0,6 \text{ MVE/BVD} + 0,999\text{S/TA}.....(2.1)$$

Dimana:

WC/TA = Working Capital / Total Asset

RE/TA= Retained Earnings / Total Asset

EBIT/TA= Earning Before Interest and Tax / Total Asset

MVE/BVD = Market Value of Equity / Book Value of Debt

S/TA = Sales / Total Asset

Altman (1968) menggunakan nilai *cut off* 2,675 dari 1, 81. Artinya jika nilai Z yang diperoleh lebih dari 2,675. Perusahaan diprediksi tidak mengalami *financial distress* dimasa depan. Perusahaan yang nilai Z-nya berada diantara 1,81 dan 2,675 berarti perusahaan itu berada dalam *grey area*, yaitu perusahaan mengalami masalah dalam keuangannya, walaupun tidak seserius masalah perusahaan yang mengalami *financial distress*. Lalu, perusahaan yang memiliki nilai Z di bawah 1,81 diprediksi akan mengalami *financial distress*. Model ini memiliki akurasi mencapai 95% jika menggunakan data 1 tahun sebelum kondisi *financial distress*. Persentase error-nya 6% untuk type 1 dan 3% untuk Type II. Jika menggunakan data 2 tahun sebelum *financial distress*, akurasinya mencapai 83%.

Altman (1983) melakukan revisi atas modelnya untuk mendapat hasil yang lebih akurat untuk kondisi perusahaan yang berbeda. Jika perusahaan tidak *go public* maka nilai pasar saham tidak bisa dihitung sehingga Altman menggunakan nilai buku saham biasa dan saham preferen untuk mengganti nilai pasar saham dan kemudian mengembangkan model diskriminan kebangkrutan menjadi:

$$Z\text{-score} = 0,717 \text{ WC/TA} + 0,847 \text{ RE/TA} + 3,107 \text{ EBIT/TA} + 0,42 \text{ MVE/BVD} + 0,998 \text{ S/TA}(2.2)$$

Altman (1983) menggunakan nilai *cut off* yang berbeda untuk model ini, yaitu 2,9 dan 1,23, Interpretasi *cut off* sama seperti model sebelumnya, yaitu nilai Z diatas 2,9 berarti perusahaan tidak mengalami *financial distress*. Lalu nilai Z di antara 1,23 sampai 2,90 berarti perusahaan termasuk dalam *grey area*. Terakhir jika nilai Z dibawah 1,23 berarti perusahaan akan mengalami *financial distress*.

Dalam revisi terbarunya, Altman (1995) mengeluarkan model khusus untuk perusahaan non manufaktur. Perbedaan utama dengan model pertama Altman adalah perusahaan non manufaktur memiliki rasio turnover yang sangat berbeda dengan perusahaan manufaktur. Hal ini mempengaruhi variabel *sale/total asset* di model 2.1. Untuk itu, model direvisi menjadi sebagai berikut:

$$\text{Z-score} = 6,56\text{WC/TA} + 3,26 \text{ RE/TA} + 6,72 \text{ EBIT/TA} + 1,05\text{MV/BVD}.....(2.3)$$

Altman (1995) menentukan nilai *cut off* untuk model ini yaitu 2,6 dan 1,1 interpretasi *cut off* sama seperti model sebelumnya, yaitu nilai z diatas 2,6 berarti perusahaan tidak mengalami *financial distress*. Lalu nilai Z antara 1,1 dan 2,6 berarti perusahaan berada dalam *grey area*. Terakhir, nilai Z dibawah 1,1 berarti perusahaan akan mengalami *financial distress*.

2.5.3 Kerangka Pemikiran

Masalah keagenan muncul ketika pemilik perusahaan (*principal*) mendelegasikan tugas-tugas pengelolaan perusahaan kepada manajer (*agen*). Manajer, sebagai pihak yang diberi tanggung jawab menjalankan perusahaan terkadang bertindak tidak sesuai dengan tujuan awal perusahaan yaitu mensejahterakan pemegang saham. Hal ini disebabkan oleh manajer memiliki kepentingan lain dalam perusahaan, yaitu mensejahterakan dirinya lewat insentif yang diberikan.

Untuk mendapatkan insentif yang tinggi, bonus dan reputasi yang baik serta terhindar dari kehilangan pekerjaan, para manajer perusahaan mendorong

perusahaan untuk dapat menghasilkan pendapatan yang besar. Namun, terkadang usahanya tersebut bertentangan dengan kehendak pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976).

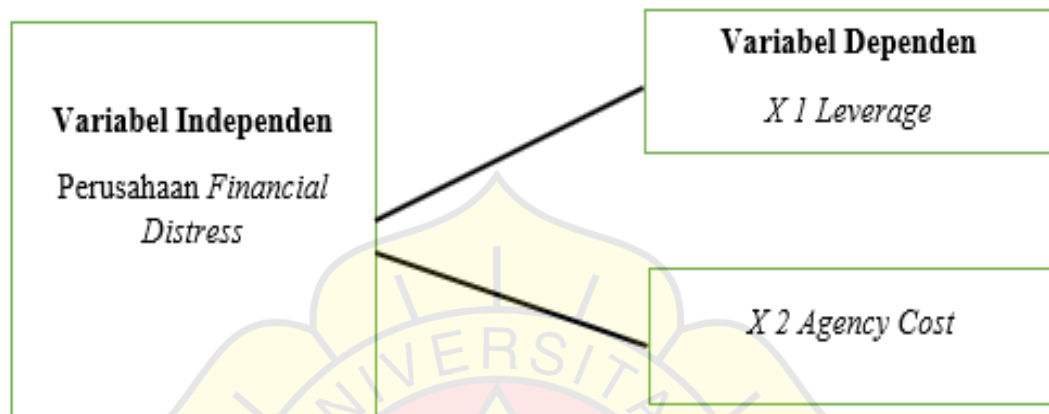
Untuk mencegah hal tersebut terjadi, pemegang saham atau principal ini mengeluarkan sejumlah biaya untuk mengontrol tindakan oportunistik manajemen. Biaya tersebut disebut sebagai *agency cost*. Pengeluaran atas *agency cost* oleh principal ini dapat dikurangi dengan beberapa mekanisme yaitu salah satunya dengan penggunaan utang.

Menurut penelitian Fachrudin (2011) dan Wu (2006) penggunaan utang justru meningkatkan *agency cost*, namun terjadi pada perusahaan yang tidak sedang mengalami kondisi penurunan keuangan atau *financial distress*. Kemudian dikarenakan efek dari penggunaan utang dalam struktur modal (*leverage*) pada total *agency cost* tidaklah selalu monotonik (Jensen dan Meckling, 1976). Maka ada kemungkinan bahwa ketika perusahaan memiliki utang diatas level tertentu menimbulkan kondisi *financial distress*. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi dan dalam kondisi *financial distress* terdorong untuk mengurangi pengeluaran yang tidak penting agar dapat membayar utangnya, sehingga *agency cost* juga menurun (Brigham dan Daves, 2004).

Pada penelitian ini, penulis menguji pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* pada perusahaan yang mengalami *financial distress* maupun yang tidak mengalami *financial distress*. Variabel penelitian penulis terdiri dari variable dependen yaitu *agency cost* yang diproksikan dengan dua perhitungan, yaitu rasio beban *selling, general and administrative* dibagi dengan total penjualan sesuai dengan penelitian Singh dan Davidson (2003) dan interaksi antara *free cash flow* dengan prospek pertumbuhan sesuai penelitian McKnight dan Weir (2009). Variabel independen yaitu penggunaan utang dalam struktur modal yang diproksikan dengan rasio *leverage*. Serta variable kontrol, yaitu ukuran perusahaan dan

board ownership yang dimasukkan ke dalam penelitian untuk mengendalikan atau menghilangkan pengaruh tertentu pada model penelitian.

Hubungan beberapa variable tersebut dituangkan dalam gambar skematis model penelitian pada gambar 2.1. sebagai berikut:



Gambar 2. 1 Model Penelitian

Permasalahan *agency conflict* terkait dengan keberadaan *agency cost* yang pada akhirnya Gambar 2.1 mempengaruhi *financial decision making* telah menarik perhatian yang sangat besar dari para peneliti, terlebih semenjak penelitian Jensen dan Meckling (1976) serta Jensen (1986) yang menyatakan bahwa kebijakan utang mampu mengurangi *agency cost* yang terkait dengan *free cashflow*.

2.5.4 Penelitian Terdahulu

Di Indonesia, penelitian mengenai kebijakan utang dalam struktur modal dan *agency cost* dilakukan oleh Fachrudin (2011), dengan menggunakan proksi *agency cost* yang berbeda dengan Jensen (1986), yaitu dengan menggunakan rasio *discretionary expense* dibagi dengan total penjualan. *Directionary*

expense yang digunakan dalam penelitian Fachrudin (2011) ini adalah penjumlahan dari beban operasi, beban non operasi, beban gaji serta upah, beban bunga.

Secara ringkas hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* tercantum pada table 2.1:

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

NO	PENELITI	HASIL PENELITIAN
1	Kayakachoian (2001)	Terdapat hubungan negative antara rasio utang dengan <i>agency cost</i> yang diproksikan dengan <i>free cash flow</i> .
2	Singh dan Davidson (2003)	Menunjukkan bahwa <i>leverage</i> tidak berpengaruh terhadap <i>agency cost</i> , kecuali pada perusahaan besar.
3	Wu (2004)	Terdapat hubungan signifikan positif antara <i>leverage</i> dan <i>agency cost</i> .
4	Lin (2006)	Kebijakan utang yang meningkat dalam struktur modal meningkatkakan <i>agency cost</i> .
5	Zhang dan Li (2008)	Dalam pengujian multivariate, dibuktikan bahwa terdapat hubungan negative antara <i>leverage</i> dan <i>agency cost</i> . Hasil yang tidak jauh berbeda juga dihasilkan oleh pengujian univariate.
6	Mc Knight dan Weir (2009)	Perusahaan dengan tingkat utang yang lebih tinggi mempengaruhi <i>agency cost</i> secara negative signifikan.

7	Fachrudin (2011)	<i>Debit to equity ratio</i> sebagai proksi atas struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>agency cost</i> , yang diproksikan dengan <i>discretionary expense</i> dibandingkan dengan total penjualan.
8	Zefanya Hagai (2016)	Pengaruh Kualitas <i>Akrual</i> Dan <i>Leverage</i> Terhadap <i>Cash Holding</i> Perusahaan.
9	S Patricia Febrina Dwijayanti.	Penyebab, Dampak, Dan Prediksi Dari <i>Financial Distress</i> Serta Solusi Untuk Mengatasi <i>Financial Distress</i> .
10	Hendra Wijaya (2021)	<i>Agency Cost, Financial Performance, And Woman in Board of Commisioners.</i>
11	Hamidah, Ario Wicaksono, Gatot Nazir Ahmad. (2017)	<i>THE EFFECT OF FIRM PERFORMANCE, LEVERAGE, FIRM SIZE, AND FIRM GROWTH ON AGENCY COST OF TRADING COMPANY IN INDONESIA, MALAYSIA, AND THAILAND: RESEARCH PERIODE OF 2009 – 2013.</i>
12	YUSUF MAHFUD AS SIDIQ LAILATUL AMANAH	<i>PENGARUH PROFITABILITAS, LIKUIDITAS DAN LEVERAGE TERHADAP FINANCIAL DISTRESS.</i>

	(STIESIA) Surabaya	
13	<p>Dwiyani</p> <p>Sudaryanti*,</p> <p>Annisa Dinar</p> <p>Universitas Islam</p> <p>Malang, Sekolah</p> <p>Tinggi Ilmu</p> <p>Ekonomi Asia</p> <p>Malang. (2019)</p>	<p><i>ANALISIS PREDIKSI KONDISI KESULITAN</i></p> <p><i>KEUANGAN DENGAN MENGGUNAKAN RASIO</i></p> <p><i>LIKUIDITAS, PROFITABILITAS, FINANCIAL</i></p> <p><i>LEVERAGE DAN ARUS KAS.</i></p>

14	Annisa Dinar	<i>Analisis Prediksi Kondisi Financial Distress, menggunakan Rasio Likuiditas, Profitabilitas Financial Leverage Dan Arus Kas.</i>
15	Dwiyani Sudaryanti	ANALISIS PREDIKSI KONDISI KESULITAN KEUANGAN DENGAN MENGGUNAKAN RASIO LIKUIDITAS, PROFITABILITAS, FINANCIAL LEVERAGE DAN ARUS KAS.

2.5.4 Hipotesis

Penelitian penulis merupakan kelanjutan dari penelitian *Fachrudin (2011)* yang menemukan bahwa struktur modal perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *agency cost* pada perusahaan yang tidak berada dalam kondisi *financial distress*. Perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* artinya bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi baik karena tidak memiliki kesulitan kas untuk menutupi kewajiban perusahaan atau kesulitan likuiditas yang diawali dengan kesulitan ringan sampai pada kesulitan serius, yaitu jika utang lebih besar dibandingkan dengan asset.

Namun, *Grossman dan Hart (1982)* menambahkan bahwa kemungkinan kebangkrutan bisa menjadi insentif bagi manajemen untuk tidak berperilaku yang tidak mensejahterakan pemegang saham. Insentif tersebut dimulai dari ketika manajer tidak mengejar profit yang tinggi, maka kemungkinan perusahaan untuk bangkrut semakin meningkat. Jika benefits yang diterima manajer dari perusahaan hilang karena terjadinya kebangkrutan, maka manajer cenderung memilih untuk memaksimalkan profit bagi para pemegang saham. Daripada manajer harus menanggung risiko yang berujung pada bankrutnya perusahaan karena lebih mementingkan pemenuhan *perquisites consumption*-nya ketimbang memaksimalkan profit bagi pemegang saham.

Dari hasil penelitian *Fachrudin (2011)* serta penelitian *Grossman dan Hart (1982)* maka hipotesis pertama yang diajukan:

H1: Terdapat perbedaan pengaruh penggunaan utang antara perusahaan yang mengalami maupun tidak mengalami *financial distress* terhadap *agency cost*.

H2: Penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* berpengaruh positif terhadap.

Penelitian *Jensen dan Meckling (1976)* menyatakan bahwa efek dari penggunaan utang dalam struktur modal (*leverage*) pada total modal meningkat

melebihi level tertentu, kerugian justru semakin meningkat akibat nilai NPV yang negative. Hal ini berdampak negative bagi perusahaan, karena perusahaan dinilai tidak bisa membayar kewajiban utangnya, sehingga *financial distress* bahkan kebangkrutan bisa terjadi (Terje et.al.2006).

Hal senada juga dinyatakan oleh *Brigham dan Daves (2004)* yang tidak menyatakan bahwa penggunaan utang yang tinggi dalam struktur modal dapat menimbulkan ancaman penurunan kondisi keuangan dan kebangkrutan sehingga mengurangi *agency cost*. Hal tersebut terjadi karena manajer mengurangi pengeluaran yang tidak penting agar dapat membayar utangnya.

Oleh karena itu ketika perusahaan memiliki utang kemudian berada dalam kondisi *financial distress*, diduga bahwa manajemen ditekan agar menggunakan kas idle yang ada untuk membayar bunga utang tersebut. Jika ditambah dengan kondisi *financial distress* yang dihadapi perusahaan, maka semakin mengurangi pengeluaran yang tidak memaksimalkan nilai pemegang saham. Dengan kata lain, utang mengurangi biaya keagenan yang terjadi antara manajemen dan pemegngag saham pada perusahaan yang sedang mengalami *financial distress*.

Hasil ini sejajar dengan *Jensen dan Mecklling (1976)* dalam *Cao (2006)* yang mengatakan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal dapat mencegah pengeluaran yang tidak penting memberi dorongan pada manjer untuk mengoperasikan perusahaannya lebih efisien.

Fachrudin (2007) memberikan contoh kehati-hatian manajer dalam pengeluaran kas pada perusahaan yang sedang memiliki banyak utang dan berada dalam kondisi *financial distress*, yaitu pengurangan jumlah karyawan dan pembelian asset. Hal ini nyata terjadi pada saat krisis ekonomi melanda Indonesia pada tahun 1997-2000 dimana perusahaan yang sedang tidak mengalami *financial distress* juga melakukan penghematan biaya (Fachrudin, 2007).

Gary Kayakachoian (2001) juga berpendapat bahwa utang dapat menurunkan *agency cost*, karena *outstanding debt* tinggi, manajemen tidak dapat membuang-buang uang pada proyek yang memiliki NPV negative. Grossman dan Hart (1982) dalam Kayakachoian (2001) menyatakan bahwa terdapat efek insentif yang ditimbulkan dari kemungkinan kebangkrutan perusahaan akibat utang yang tinggi. Ketika timbul kemungkinan kebangkrutan maka manajemen berusaha untuk mengejar profit untuk terhindar dari kondisi kebangkrutan tersebut. Artinya manajemen lebih mementingkan untuk mensejahterakan pemegang saham daripada melakukan *perquisite consumption*.

Oleh karena itu, dapat diduga bahwa terdapat pengaruh negative antara penggunaan utang dalam struktur modal terhadap *agency cost* pada perusahaan yang sedang mengalami *financial distress*. Artinya, semakin tingginya penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan yang mengalami *financial distress* maka menurunkan *agency cost*. Hipotesis ketiga yang diajukan oleh penulis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H3: Penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan yang mengalami *financial distress* berpengaruh negative terhadap *agency cost*.