

ISSN : 1410-8755

Arthavidya

Jurnal Ekonomi

Universitas Wisnuwardhana Malang Fakultas Ekonomi

Are Multinational Corporations Free of Bankruptcy Risk?
Pramayanti Meitasari

Analisis Tentang Sumberdaya strategis dan Klasifikasinya
Supriyanto

Analisa Reaksi Investor Terhadap Peristiwa Pemilihan Presiden Pertama
5 Juli 2004 dengan pendekatan Return dan Abnormal Return Saham
*Harlendo
Selvia*

Pembinaan Pedagang Kaki Lima (PKL) dalam Upaya
Peningkatan Pendapatan Asli Daerah (PAD)
Kecamatan Bangil Kabupaten Pasuruan
Totok Sasongko

Dampak Kredit Lunak Petani (KLBP) terhadap Peningkatan
Produksi dan Pendapatan Usaha Tani Padi di Kota Pasuruan
Teguh Sudarto

Terakreditasi No. 23 a / DIKTI / Kep / 2004

Arthavidya

Tahun 6, Nomor 2, Juli 2005

Arth

JURNAL EKONOMI ARTHAVIDYA

Diterbitkan oleh

FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS WISNUWARDHANA MALANG

Jurnal Ekonomi ARTHAVIDYA Telah Terakreditasi Sebagai Jurnal/Majalah Ilmiah Terhitung Sejak Tanggal 4 Juni 2004 Berdasarkan SK Dirjen Dikti Nomor 23a/DIKTI/Kep/2004 Dengan Peringkat B

Pelindung

Rektor UNIDHA Malang
DR H Suko Wiyono, S.H., M.H

Pengarah

Dekan Fakultas Ekonomi
Drs. Harlendo, M.M

Ketua Penyunting

Drs. Supriyanto, M.M

Penyunting Pelaksana

Drs. Mugianto, S.E., M.Si
Drs. H. Mulyoso YS., S.E., M.Si
Endang Sungkowati, S.Pd., M.Si
Drs. S. Soedewo AP., M.M

Penyunting Ahli

Prof. Santoso Budiman
Prof. DR. Salladien
Prof. DR. JG. Nirbito, M.Pd

Mitra Bestari

DR. Supramono, M.BA (Universitas Kristen Satya Wacana Salatiga)
DR. Ujianto, M.S. (Universitas Tujuh Belas Agustus Surabaya)

Penyunting Tamu

Drs. Nurhadi, M.M. (Universitas Negeri Yogyakarta)
Drs. Priyono, M.M. (Universitas Gresik)

Staf Administrasi

Luqman Hakim, S.Pd.
Eko Indrayanto

Alamat Redaksi dan Tata Usaha : Fakultas Ekonomi Universitas Wisnuwardhana Malang,
Jl. Danau Sentani 99 Malang Kotak Pos 25. Telp. (0341) 713604. Fax. (0341) 713603

Jurnal *Ekonomi Arthavidya* Universitas Wisnuwardhana Malang menerima sumbangan tulisan yang belum diterbitkan di media cetak lain. Naskah diketik sesuai dalam lembar bagian dalam sampul jurnal ini. Tulisan yang masuk dievaluasi oleh penyunting pelaksana. Penyunting dapat melakukan perubahan untuk keseragaman format pada

Jurnal diterbitkan di bawah pembinaan: **Rektor UNIDHA** Malang (DR. H. Suko Wiyono, S.H., M.H.). **Pembantu Rektor I** (Ir. Sony Leksono, S.E., M.S.). **Pembantu Rektor II** (Drs. Suharto SM. M.Pd., M.M.) **Pembantu Rektor III** (Drs. Yuhdi Batubara, S. H., M.H.) dan **Dekan** Fakultas Ekonomi (Drs. Harlendo, MM)

JURNAL EKONOMI ARTHAVIDYA
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS WISNUWARDHANA MALANG
TAHUN 6, NOMOR 2, JULI 2005

DAFTAR ISI

- Pramayanti M.* Are Multinational Corporations Free of Bankruptcy Risk?, 329
- Teguh Soedarto* Dampak Kredit Lunak bagi Petani (KLBP) terhadap Peningkatan Produksi dan Pendapatan Usaha Tani Pa-di di Kota Pasuruan, 347
- Herry Maridjo* Peran Lingkungan Pemasaran dalam Memoderasi Pengaruh Orientasi Pasar terhadap Kinerja (Studi Em-pirik Pada Industri Hotel Non Bintang di DIY), 364
- D. Ichsanuddin N.* Analisis Dividen Perusahaan dan Implikasinya pada Harga Saham: Bukti Empiris di Bursa Efek Jakarta, 379
- Supriyanto* Analisis tentang Sumberdaya Strategis dan Klasifika-sinya, 391
- Reikman A.* Motivations of Dividend Reductions, 405
- Gendut Sukarno* Kontribusi Pengembangan Organisasi, Kemitraan dan Pembinaan terhadap Kinerja melalui Pemberdayaan Usaha Kecil, 421

- Harlendo* Analisa Reaksi Investor terhadap Peristiwa Pemilihan Presiden Tahap Pertama 5 Juli 2004 dengan Pendekatan *Return* dan *Abnormal Return* Saham (Pada Perusahaan Perbankan LQ 45 Di BEJ), 437
- Melania S.B.A.*
- ✓ *Marseto* Komitmen Karyawan pada Organisasi Pengaruhnya terhadap Prestasi Kerja Karyawan PT. Dharma Lautan Utama Surabaya, 451
- Muhammad H.M.S* Dimensi Nilai dalam Perkembangan Ilmu Ekonomi, 466
- ✓ *Syarif H.* Pelaporan Keuangan dan Kinerja Keuangan Perusahaan, 485
- Amiruddin* Analisis Pengaruh Gaya Kepemimpinan terhadap Kinerja Karyawan Pemerintahan Kota Sorong, 497
- Priyono* *Agency Problems* dan Peran Kreditor dalam Membantu Memperkecil *Agency Problems*, 509
- Totok Sasongko* Pembinaan P.K.L dalam Upaya Peningkatan P.A.D di Kecamatan Bangil Kabupaten Pasuruan, 521
- Sardjana Atmadja* Analisis tentang Standarisasi Pendapatan Dokter Spesialis, 534
- Muhammad Rifa'i* Peningkatan Kesejahteraan Masyarakat Pantai Melalui Program COREMAP di Kabupaten Sikka, 556
- Sri Arijanti* Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Produksi Gula Tebu (*Sacharum Officinarum L*), 571
- Hariandy Hasbi* Potensi, Eksistensi, dan Prospek Perbankan Syariah di Indonesia, 591
- Ida Ayu B.* Analisis tentang Budaya Organisasi dengan Kinerja Perusahaan, 609

KATA PENGANTAR

M Husni I. Pengaruh Kompensasi, Hubungan Interpersonal, Kesempatan Berprestasi Kondisi Kerja Kepuasan Kerja Perawat di Rumah Sakit Umum Daerah Kota Jayapura, 627

Imam Ropii Kajian tentang Penerbitan Obligasi Daerah. 643

Keberadaan pasar modal dalam suatu negara akan banyak membantu pelayanan modal bagi perusahaan dan perkembangan ekonomi suatu negara. Di lain pihak keberadaan pasar modal sangat sensitif terhadap berbagai peristiwa penting yang terjadi di dalam negara yang bersangkutan. Berbagai upaya pemberdayaan Usaha Kecil Menengah (UKM) juga menjadi bahan kajian empirik dalam terbitan kali ini.

Para penyunting sangat berterima kasih kepada para penulis baik akademisi (dosen) maupun praktisi bidang ekonomi dalam jurnal ini. Semoga tulisan dalam edisi *Jurnal Ekonomi Arthayudya* kali ini dapat bermanfaat bagi kita.

Malang, Juli 2005
Ketua Penyunting
Jurnal Ekonomi ARTHAYUDYA
Fakultas Ekonomi
Universitas Widyadarmas Malang

KATA PENGANTAR

Jurnal Ekonomi Arthavidya Tahun 6, Nomor 2, Juli 2005 hadir kembali dengan memuat sejumlah artikel, baik artikel konseptual maupun artikel laporan hasil penelitian. Penulis artikel tidak hanya dari kalangan internal Fakultas Ekonomi Wisnuwardhana Malang, tetapi juga dari kalangan eksternal.

Keberadaan pasar modal dalam suatu negara akan banyak membantu penyediaan modal bagi perluasan dan perkembangan ekonomi suatu negara. Di lain pihak keberadaan pasar modal sangat sensitif terhadap berbagai peristiwa penting yang terjadi di dalam negara yang bersangkutan. Berbagai upaya pemberdayaan Usaha Kecil Menengah (UKM) juga menjadi bahan kajian empirik dalam terbitan kali ini.

Tim penyunting sangat berharap partisipasi para penulis, baik akademisi (dosen) maupun praktisi bidang ekonomi dalam jurnal ini. Semoga tulisan dalam edisi *Jurnal Ekonomi Arthavidya* kali ini dapat bermanfaat bagi kita.

Malang, Juli 2005

Ketua Penyunting

Jurnal Ekonomi ARTHAVIDYA

Fakultas Ekonomi

Universitas Wisnuwardhana Malang

Agency Problems dan Peran Kreditor dalam Membantu Memperkecil Agency Problems

Priyono

Abstract: *The explanation on the reason a firm pays dividend based on agency cost model was come from one of important theory in financial management that is so-called the agency theory –one concerning the relation of managers (agents) with the firm's owners/shareholders (principal) and any matters emerging within it. The agency model emerges when there is potential for management to take actions that are not parallel with the shareholders' interests as the firm owners due to the separation of management and the owner/shareholder.*

Keywords: *dividend policy, agency cost model, and agency problems.*

Eksplanasi terhadap alasan perusahaan membayar deviden berdasarkan *agency cost model* ini berangkat dari satu teori penting dalam manajemen keuangan yang dikembangkan oleh Michael Jensen pada tahun 1986 yang disebut sebagai *agency theory*, sebuah teori yang membahas tentang hubungan antara manajer (*agent*) dengan pemilik/pemegang saham perusahaan (*principal*) dan permasalahan yang timbul di dalamnya. Masalah hubungan antara kedua belah pihak yang disebut dengan *agency problem* ini timbul karena adanya pemisahan (*separation*) antara manajer sebagai pihak yang dipercaya (*agent*) untuk mengelola perusahaan dengan pemegang saham selaku pemilik perusahaan (*principal*). *Agency problem* timbul ketika ada potensi bagi manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan akibat terpisahnya manajemen dengan pemilik/pemegang saham. Pemisahan ini menyebabkan pemegang saham yang berada di luar perusahaan tidak memiliki informasi yang cukup tentang tindak-tanduk manajemen dalam menjalankan perusahaan sebagaimana diamanatkan oleh pemegang saham.

Sebagaimana diargumentasikan oleh Miller dan Modigliani (M&M), dibawa kondisi yang disebut dengan *perfect capital markets*, tidak ada alasan bagi manajemen untuk lebih menyukai salah satu kebijakan deviden

Drs. Priyono, M.M. adalah mahasiswa program Doktor (S-3) PPS Universitas Negeri Malang

dibanding yang lainnya. Hal ini mengingat perbedaan dalam kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (*dividen irrelevance proposition*). Salah satu asumsi sentral dari proposisi M&M tersebut adalah bahwa kepentingan dari manajemen dan kepentingan pemegang saham berjalan searah. Manajemen dianggap sedemikian rupa untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Hal ini mengimplikasikan bahwa *market value* dari perusahaan dengan struktur kepemilikan yang lebih terdiferensiasi tidak akan berbeda dengan perusahaan yang dimiliki sebagian besar oleh manajemen sendiri (*insiders*).

Ada dua bentuk mekanisme pasar yang mendukung asumsi tersebut. Pertama, sistem kontrol terhadap perusahaan harus bisa menjamin bahwa perusahaan yang tidak dijalankan dengan orientasi maksimalisasi kekayaan pemegang saham akan menjadi target *take-over* oleh perusahaan yang lebih efisien dan dengan kemampuan manajemen yang lebih baik. Perusahaan yang pertama biasanya memiliki harga pasar yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang sebaliknya. Kedua, pasar tenaga kerja khususnya untuk tenaga manajer perusahaan bersifat kompetitif sedemikian rupa sehingga manajer yang tidak bertindak sejalan dengan kepentingan pemegang saham bisa diganti. Jika kedua mekanisme pasar yang diasumsikan ini berfungsi dengan baik maka struktur kepemilikan perusahaan bukan merupakan isu yang bersifat penting atau berpengaruh. Namun demikian, kenyataan yang ada di pasar tidak sebagaimana yang digambarkan tersebut, dengan kata lain, terdapat ketidaksempurnaan yang cukup signifikan dari mekanisme pasar tersebut (Rozeff, 1992: 456).

AGENCY PROBLEMS

Tantangan yang paling kuat terhadap asumsi pasar tersebut adalah datang dari *agency cost argument* dari Michael Jensen dan William Mckling melalui sebuah artikel tentang *theory of the firm* pada tahun 1976. menurut Michael Jensen dan William Mckling adanya pemisahan kepemilikan dan kontrol bisa menjelaskan perilaku perusahaan yang tidak rasional dan perspektif *perfect market*. Salah satu dari argumennya adalah bahwa *agency cost* timbul adanya potensi konflik kepentingan antara manajer (*agent*) dengan pemegang saham/pemilik (*principal*). Ketika perusahaan sepenuhnya (100%) dimiliki oleh manajer sendiri (*insiders*) maka perusahaan tidak menghadapi masalah keagenan atau (*agency problem*) sehingga tidak perlu ada *agency cost*. Namun, ketika manajer sekaligus pemilik (*owner-mana-*

ger) perusahaan menjual sebagian dari kepemilikannya kepada pihak luar (*outsider*) yang tidak memiliki suara dalam manajemen perusahaan, maka timbul potensi konflik kepentingan antara manajer (*insiders*) dengan pemilik di luar perusahaan (*outsiders*). *Agency cost* sendiri bisa diukur dengan melihat perbedaan antara *market value* dari perusahaan yang 100% sahamnya dimiliki oleh manajemen sendiri dengan jika perusahaan tersebut tidak 100% dimiliki oleh manajemen.

Manajer umumnya mengambil tindakan guna meminimalisasikan *agency cost*. Tindakan-tindakan ini biasanya mencakup auditing oleh pihak independen, pembentukan dewan pengawas di dalam perusahaan, penerimaan pembatasan-pembatasan yang ditetapkan di dalam perjanjian utang penetapan struktur insentif/kompensasi, dan lain-lain. Tindakan pembatasan (*bonding*) dan monitoring semacam ini dimaksudkan untuk mengharmoniskan antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham selaku pemilik perusahaan. Dengan kata lain, tindakan-tindakan demikian diharapkan bisa memperkecil potensi konflik antara manajer dengan pemegang saham. Tentu saja, tindakan demikian dianggap rasional jika biaya penyelangganya lebih kecil dari manfaat yang bisa diperolehnya berupa naiknya nilai pasar perusahaan.

DIVIDEN SEBAGAI FUNGSI MONITORING

Dividen juga bisa berfungsi sebagai alat monitoring di dalam rangka menyelaraskan kepentingan manajer dan pemilik perusahaan sama seperti beberapa contoh tindakan pembatasan dan monitoring yang disebutkan di atas. Rasional tentang fungsi dividen sebagai alat monitoring ini dikemukakan oleh Easterbrook (1990) yang secara ringkas dinyatakan bahwa pembayaran dividen akan mendorong penerbitan surat berharga baru yang mengakibatkan tindakan monitoring oleh pasar. Tindakan monitoring oleh pasar ini pada gilirannya akan mengurangi *agency cost*.

Noronha et. al., (1996; 440) menjelaskan bahwa dengan membayar dividen, perusahaan akan berusaha mengganti dana yang dibayarkan dalam bentuk dividen tersebut melalui sumber eksternal lewat pasar modal agar perusahaan tetap bisa mendanai proyek investasinya. Dana eksternal ini bisa diperoleh melalui penerbitan saham atau obligasi atau sejenisnya. Ketika perusahaan menerbitkan surat berharga baru maka kebijakan-kebijakan operasional maupun kebijakan finansialnya akan senantiasa diamati dan dianalisis oleh pasar, dalam hal ini biasanya dilakukan oleh perusahaan-perusa-

haan investasi, *underwriter*, lembaga-lembaga pemeringkat surat berharga, analis surat berharga, dan para calon investor.

Sementara para pemegang saham lama bisa mempengaruhi tindakan manajemen melalui hak suara dalam rapat pemegang saham atau dengan menjual kepemilikannya, para calon atau pemegang saham baru bisa menguji dan mengamati tindakan manajemen melalui hasil-hasil analisis yang dilakukan oleh pihak-pihak pelaku pasar yang disebutkan di atas. Di samping itu, mereka bisa menolak untuk membeli saham baru perusahaan kecuali mereka memperoleh kompensasi atas tindakan-tindakan manajemen yang dianggap tidak sesuai. Dengan demikian cara monitoring oleh investor baru terhadap perilaku manajemen bisa dikatakan lebih efisien dibanding pemegang saham lama, alasannya adalah karena manajer memiliki motivasi untuk memperkecil *agency problem* agar ia bisa menjual surat-surat berharga yang diterbitkan dengan harga yang diterapkan.

Dengan asumsi demikian, maka dividen bisa berfungsi secara efektif sebagai alat monitoring oleh pasar terhadap perilaku manajemen. Implikasinya adalah dengan kebijakan investasi tertentu, semakin tinggi dividennya dibayarkan oleh perusahaan dan berkesinambungan, maka semakin sering perusahaan harus menerbitkan surat berharga baru dan semakin terbuka dan intensif pengamatan atau monitoring oleh pasar terhadap perusahaan. Proses monitoring oleh pasar seperti ini terhadap perusahaan bisa lebih efektif memperkecil *agency problem* terutama bagi pemegang saham yang ada (lama). Jika biaya yang berkaitan dengan kebijakan pembayaran dividen seperti pajak dan *floatation cost* yang diakibatkan oleh penerbitan surat berharga baru oleh perusahaan adalah lebih kecil dibanding manfaat yang bisa diperoleh dari mekanisme monitoring yang menyertainya, maka semakin tinggi dividen akan semakin baik (Brigham & Gapenski, 1993:487). Namun demikian, Easterbrook (1990:440) menyatakan bahwa efektivitas dividen sebagai alat monitoring bergantung kepada keberadaan sarana-sarana monitoring lainnya, seperti adanya *large block shareholder* dan *institutional investor*. Perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan yang didominasi oleh *large block shareholder* dan *institutional investor* sehingga kepemilikan bersifat terkonsentrasi kepada sejumlah kecil pemegang saham besar, cenderung tidak terlalu menyadari kepada dividen sebagai alat monitoring untuk memperkecil *agency problem*, dibanding dengan perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan yang tersebar (*dispersed*) atau didominasi oleh para pemegang saham kecil. Alasannya para pemegang saham besar dengan jum-

lah mereka yang lebih sedikit dianggap memiliki kapasitas monitoring yang lebih efektif ketimbang pemegang saham kecil walaupun jumlah mereka lebih banyak.

Peranan *institutional holding* dalam kegiatan monitoring sebagaimana dikemukakan oleh Easterbrook di atas dikaji juga oleh Shleifer & Vishny (1996). Di dalam analisisnya dikemukakan bahwa *institutional holding* lebih bermanfaat daripada pemegang saham yang tersebar atau yang disebut oleh mereka sebagai *atomistic shareholder*, karena mereka menjalankan fungsi monitoring terhadap manajer. Kehadiran *institutional shareholding* bisa mengatasi permasalahan yang disebut dengan tindakan bebas dari manajer (*free rider problem*). Dan meningkatkan kecenderungan bagi perusahaan dengan manajer yang tidak efektif menjadi target *takeover*. Ancaman *takeover* ini pada gilirannya bisa meningkatkan kinerja perusahaan. Selain itu, *institutional holding* atau *large block holding* diuntungkan dengan porsi kepemilikannya yang besar, karena mereka dapat memperoleh keuntungan berupa kenaikan nilai dari kepemilikannya yang lebih besar dibanding biaya atau pengorbanan dalam rangka monitoring tindakan manajemen. *institutional investor* lebih memiliki kekuatan untuk mempengaruhi perilaku manajemen dibanding pemegang saham perorangan. Karena itu semakin besar porsi kepemilikan yang dikuasai oleh *institutional investor* semakin efektif monitoring terhadap manajemen dan semakin kecil kemungkinan timbul *agency problems* dan pada gilirannya semakin kecil dividen yang diperlukan sebagai alat untuk mengendalikan *agency problems*.

Rozeff (1992) merupakan salah satu yang menghasilkan temuan utama yang mendukung monitoring *rational of dividend* dari Easterbrook. Ia mengajukan beberapa hipotesis dalam penelitiannya. Pertama, semakin besar (kecil) porsi kepemilikan oleh pihak *outsiders* (*insiders*) maka semakin tinggi mereka akan menuntut pembayaran dividen sebagai bagian dari sarana monitoring. Namun ia juga berargumen bahwa porsi kepemilikan oleh pihak *outsiders* mungkin bukan satu-satunya determinan dari dividen. Jika porsi dari pihak *outsiders* tersebut dikuasai hanya oleh pemegang saham dalam jumlah kecil maka berarti kepemilikan lebih terkonsentrasi. Jumlah pemegang saham yang sedikit lebih efektif melakukan fungsi monitoring terhadap perilaku manajemen dan ini pada gilirannya tidak memerlukan *dividend payout* yang tinggi untuk melaksanakan fungsi monitoring.

Terkait dengan ini maka hipotesis kedua yang ia ajukan adalah semakin terkonsentrasi kepemilikan oleh pihak *outsiders* (semakin kecil jumlah

pemegang saham dari *outsiders*) semakin kecil dividen yang diperlukan sebagai bagian dari sarana monitoring (*monitoring devices*). Dengan kata lain, diduga terdapat hubungan positif antara *dividend* dengan jumlah pemegang saham *outsider*. Kedua hipotesis utama tersebut terbukti secara signifikan dalam penelitiannya.

Alli et al. (1993) menjelaskan bahwa ketika jumlah dari pemegang saham meningkat atau tersebar (terdispersi) maka *agency problem* menjadi lebih parah, kebutuhan akan monitoring terhadap tindakan manajemen juga meningkat. Jika dividen dapat berfungsi mengurangi *agency problem* tersebut maka diharapkan terdapat hubungan positif antara jumlah (dispersi) pemegang saham dengan *dividend payout ratio*. Mereka juga berhipotesis bahwa semakin tinggi porsi kepemilikan oleh orang dalam (*insiders*) semakin kecil *agency problem*. Hal ini konsisten dengan argumen dari Jensen dan Meckling (1976) sebagaimana disebut di muka bahwa ketika perusahaan sepenuhnya dimiliki oleh manajer (*owner manager*) maka tidak ada *agency problem*. *Agency problem* timbul ketika kepemilikan perusahaan berada di pihak luar perusahaan baik sebagian maupun seluruhnya. Semakin kecil porsi kepemilikan oleh pihak manajemen (*insider*) semakin besar peluang timbulnya *conflict of interest* antara manajemen dengan pemilik (*agency problem*) dan semakin besar dividen yang diperlukan sebagai sarana untuk mengendalikan *agency cost*, dan sebaliknya. Atas dasar argumen ini diharapkan terhadap hubungan negatif antara porsi kepemilikan *insiders* dengan *dividend payout ratio*. Sebagaimana Rozeff (1992), semua hipotesis yang dikemukakan Alli et al. tersebut terbukti secara signifikan dalam penelitiannya.

Bukti-bukti empiris lainnya disebutkan di dalam Mollah et al. (2000). Diantaranya adalah Jensen et al. (1992) berhasil membuktikan bahwa *insider ownership* merupakan determinan yang paling signifikan dari kebijakan dividen. Hipotesis yang mereka ajukan relatif sama dengan Rozeff (1992) yaitu jika pihak *insider* memiliki sebagian besar dari saham perusahaan maka secara alami manajemen cenderung tidak termotivasi membayar dividen melainkan lebih suka meningkatkan *directors fee* dan yang sejenisnya.

Jensen (1986) juga mengemukakan sebuah argumen yang cukup populer yang disebut dengan *free cash flow proposition*, yang juga merupakan bagian dari monitoring *rationality of dividend* dari Easterbrock. Proposisi ini menyatakan bahwa jika perusahaan memiliki *free cash flow* (dana yang tidak termanfaatkan) yang tinggi akibat perusahaan tidak memiliki lagi pro-

yek-proyek investasi yang menguntungkan, maka akan mendorong manajemen untuk bertindak tidak efisien dengan tidak memanfaatkan *free cash flow* tersebut untuk hal-hal yang tidak terkait dengan kepentingan pemegang saham. Untuk menghindari kesan negatif demikian dari para pemegang saham, maka sebaiknya manajemen mendistribusikan *free cash flow* tersebut sebagai dividen kepada pemegang saham. Dalam kasus demikian, manajemen telah memanfaatkan dividen sebagai sarana untuk menghindari kemungkinan *agency problem* yang diakibatkan oleh persediaan *free cash flow*. Proposisi ini mengimplikasikan adanya hubungan positif antara *dividend payout* persediaan *free cash flow*, karena semakin tinggi *free cash flow* maka akan semakin tinggi *dividend payout* yang harus dibayar kepada pemegang saham guna memperkecil *free cash flow* yang ada di perusahaan yang jika tidak didistribusikan bisa dimanfaatkan oleh manajer pada hal-hal yang tidak *profitable*.

Spremann & Gantenbein (2001:7) menyebutkan tentang kontribusi dari kebijakan dividen terhadap pemecahan masalah *agency cost* dalam tiga hal sebagai berikut:

- Memberikan tekanan kepada manajemen untuk senantiasa menghasilkan *cash flow* agar mampu membayar dividen. Mengingat manajemen berupaya menghindari adanya penurunan dividen (*dividend cut*) maka manajemen harus mampu mengelola perusahaan untuk menghasilkan *earning* yang memadai agar mampu membayar dividen kepada pemegang saham.
- Memberikan tekanan kepada manajemen untuk mengupayakan dana dari luar guna membiayai proyek investasi yang direncanakan. Investor menyukai hal ini karena kinerja manajemen semakin intensif di bawah pengawasan para penyedia dana seperti kreditor.
- Mengurangi jumlah *free cash flow* yang bisa dimanfaatkan oleh manajer pada proyek-proyek yang tidak *profitable*. Jika terdapat *free cash flow* yang berlebihan di dalam perusahaan maka manajer akan lebih tergoda untuk memanfaatkannya pada hal-hal yang tidak produktif. Dengan demikian, dividen memiliki peran penting dalam mengendalikan kecenderungan alami terhadap *overinvestment* dalam perusahaan.

PERANAN KREDITOR DALAM MEMPERKECIL *AGENCY PROBLEMS*

Kreditor merupakan salah satu pihak penyedia dana pada perusahaan selain investor, dalam bentuk utang. Salah satu karakteristik utama dari dana yang diperoleh dari sumber utang adalah beban tetap yang harus ditanggung oleh perusahaan dalam bentuk beban bunga dan angsuran pokok utang. Hal ini berbeda dengan sumber dana yang diperoleh dari penjualan saham yang tidak membawa konsekuensi berupa beban tetap bagi perusahaan. Sehubungan dengan beban tetap tersebut, maka semakin tinggi tingkat pendanaan perusahaan yang bersumber dari utang (*long-term debt*) atau dengan kata lain semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan maka semakin besar beban perusahaan berupa biaya bunga dan angsuran pokok pinjaman. Kondisi ini akan menyebabkan semakin besar perusahaan dihadapkan pada risiko kebangkrutan atau ketidakmampuan perusahaan memenuhi kewajibannya kepada para kreditor.

Oleh karena itu, dari sisi manajemen, untuk menghindari kemungkinan tersebut perusahaan dapat menerapkan kebijakan *dividend payout* yang lebih rendah karena kebijakan *dividend payout* yang tinggi akan memperbesar beban tetap perusahaan. Taranto (2002:4) berargumen bahwa pembayaran dividen yang tinggi menyebabkan utang yang lebih berisiko dan karenanya akan menurunkan nilainya. Dengan demikian, jika manajemen menerapkan kebijakan dividen yang lebih tinggi maka kebijakan tersebut di satu sisi akan menguntungkan pihak pemegang saham (pemilik perusahaan), namun di sisi lain, akan merugikan pihak kreditor. Di samping itu, manajemen bisa melakukan kebijakan-kebijakan lain dalam menjalankan perusahaan yang berujung kepada hal yang bersifat merugikan pihak kreditor.

Cara yang bisa ditempuh oleh kreditor untuk melindungi dirinya dari upaya-upaya tersebut adalah dengan membuat perjanjian utang yang bersifat membatasi tindakan-tindakan manajemen (*restrictive debt covenant*). Selain melakukan pembatasan-pembatasan untuk mengendalikan perilaku manajemen yang dituangkan dalam satu perjanjian utang (*debt covenant*), pihak kreditor seringkali juga melakukan pengawasan dan monitoring terhadap perkembangan jalannya perusahaan guna menghindari hal-hal yang diakibatkan oleh tindakan manajemen yang mengarah pada risiko atau tidak terjaminnya pemenuhan kewajiban utang perusahaan (Noronha et al. 1996: 442).

Tindakan yang dilakukan oleh kreditor tersebut sebenarnya telah membantu pemilik perusahaan (pemegang saham) mengawasi perilaku manajemen agar terhindar dari tindakan-tindakan yang tidak efisien bagi perusahaan. Dengan kata lain kreditor telah membantu memperkecil *agency problem* antara manajemen dengan pemegang saham. Dengan adanya kontribusi dari pihak kreditor terhadap permasalahan *agency problems*, maka pemegang saham atau pihak manajemen tidak perlu terlalu bersandar kepada dividen yang besar untuk mengendalikan *agency problems*.

Atas dasar argumen tersebut maka bisa disimpulkan bahwa semakin besar utang perusahaan maka semakin tinggi kepentingan kreditor terhadap perusahaan dan semakin tinggi pula fungsi monitoring perusahaan yang dilakukan oleh pihak kreditor kepada manajemen perusahaan. Dengan demikian, diharapkan terdapat hubungan negatif antara besarnya utang/*leverage* perusahaan dengan dividen karena makin tinggi utang diharapkan bisa memperkecil *agency problems* yang pada gilirannya memperkecil dividen yang diperlukan untuk mengatasi *agency problems* tersebut.

Terkait dengan hal tersebut, Barclay et al. (1995: 12) mengemukakan bahwa kreditor pada umumnya lebih *convident* (yakin) kepada perusahaan-perusahaan besar sehingga mereka lebih suka mencurahkan dananya kepada perusahaan-perusahaan tersebut. Karena itu, perusahaan-perusahaan besar cenderung memiliki utang atau *leverage* yang lebih tinggi dibanding perusahaan-perusahaan kecil. Mengingat semakin besar ukuran perusahaan semakin tinggi utang perusahaan dan bisa diinterpretasikan pula semakin tinggi keterlibatan pihak kreditor dalam monitoring perusahaan, maka semakin kecil ketergantungan perusahaan pada dividen sebagai alat untuk mengendalikan *agency problem* antara manajemen dengan pemegang saham. Dengan demikian, diharapkan ada hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen.

Namun, di sisi lain, Barclay et al. (1995) juga menawarkan argumen lain untuk mendukung hipotesisnya tersebut. Mereka mengemukakan bahwa bisa saja perusahaan besar dengan *leverage*/utang yang lebih tinggi berupaya untuk tidak memperbesar *leverage* tersebut lebih lanjut guna mengurangi ketergantungan kepada sumber dana utang. Sebagai gantinya untuk memenuhi kebutuhan dana oleh perusahaan adalah dengan membayar dividen yang lebih kecil kepada pemegang saham agar lebih banyak lagi dana yang berasal dari keuntungan bisa ditahan di perusahaan, jika demikian, maka diharapkan semakin besar porsi dana perusahaan yang berasal dari utang maka

semakin kecil dividen yang bisa dibayarkan kepada pemegang saham, dan sebaliknya.

Di samping itu, Titman dan Wassels (1988) dikutip oleh Mollah (2000:531) mengemukakan bahwa sebenarnya kepercayaan kreditor kepada perusahaan tidak semata-mata ditentukan oleh ukuran sebagaimana yang ditunjukkan oleh nilai *assets* (kekayaan) yang dimiliki perusahaan. Yang lebih penting dari itu adalah berapa besar *asset* yang bersifat *collateral* (*collateralizable assets*), karena *asset* demikian bisa langsung berfungsi sebagai jaminan atas utang.

Sejalan dengan argumen Barclay et al. (1995) di atas, Titman dan Wassels (1988) mengemukakan bahwa semakin besar *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan semakin terjamin kreditor, sehingga mereka tidak perlu melakukan pembatasan-pembatasan dan upaya pengawasan intensif terhadap tindakan-tindakan manajemen guna mengamankan dananya yang tertanam di dalam perusahaan. Berkurangnya fungsi monitoring dari pihak kreditor ini menyebabkan potensi *agency problem* semakin tinggi dan karena itu diperlukan dividen yang tinggi pula untuk mengendalikannya. Karena itu diharapkan besarnya *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan akan berhubungan positif dengan dividen. Alli et al. (1993) dengan menggunakan *ratio net plant to total assets* sebagai *proxy* terhadap *collateralizable assets* menemukan bukti terdapatnya hubungan positif yang signifikan antara *collateralizable assets* dengan dividen.

Di pihak lain, regulasi yang dikeluarkan oleh pihak atau lembaga otorisasi terhadap kelompok perusahaan tertentu bisa pula berperan sebagaimana dilakukan oleh pihak kreditor dalam rangka mengendalikan kebijakan dan tindakan-tindakan manajemen. Di dalam praktik, perusahaan-perusahaan yang bergerak di bidang industri jasa keuangan, seperti industri perbankan dan asuransi dianggap sebagai industri dengan risiko tinggi bagi para kreditornya atau pemilik dana yang tertanam di dalamnya, seperti nasabah dalam industri perbankan. Karena itu, lembaga otorisasi seperti bank Sentral telah banyak mengeluarkan aturan-aturan yang sifatnya mengendalikan manajemen perbankan dan bertujuan untuk melindungi kepentingan nasabah. Pada gilirannya peranan yang diberikan oleh regulasi dalam mengendalikan tindakan manajemen dalam menjalankan perusahaan bisa mengurangi *agency problems*, dan dengan demikian memperkecil dividen yang diperlukan untuk mengendalikannya.

Argumen alternatif peran regulasi adalah dikemukakan oleh Spermann & Gantenbein (2001) mengatakan bahwa regulasi dapat berfungsi mengurangi kemungkinan *underinvestment* bagi perusahaan dengan cara mengalihkan sebagian kewenangan atas kebijakan investasi dari pihak manajemen keoda lembaga otoritas. Dengan pembatasan demikian, maka *free cash flow* yang ada diperusahaan akan cenderung semakin tinggi dan diharapkan perusahaan dapat membayar dividen yang lebih tinggi kepada pemegang saham dibanding perusahaan dengan tingkat regulasi rendah.

KESIMPULAN

Agency cost timbul karena adanya potensi konflik kepentingan antara manajer (*agent*) dengan pemegang saham/pemilik (*principal*). Ketika perusahaan sepenuhnya dimiliki oleh manajer sendiri (*insiders*), maka perusahaan tidak menghadapi masalah keagenan atau (*agency problem*) sehingga tidak perlu ada *agency cost*. Namun, ketika manajer sekaligus pemilik (*owner-manager*) perusahaan, menjual sebagian dari kepemilikannya kepada pihak luar (*outsider*) yang tidak memiliki suara dalam manajemen perusahaan, maka timbul potensi konflik kepentingan antara manajer (*insiders*) dengan pemilik di luar perusahaan (*outsiders*).

Cara monitoring oleh investor baru terhadap perilaku manajemen adalah lebih efisien dibanding pemegang saham lama, alasannya adalah karena manajer memiliki motivasi untuk memperkecil *agency problem* agar ia bisa menjual surat-surat berharga yang diterbitkan dengan harga yang diterapkan. Dengan asumsi demikian, maka dividen bisa berfungsi secara efektif sebagai alat monitoring oleh pasar terhadap perilaku manajemen. Implikasinya adalah dengan kebijakan investasi tertentu, semakin tinggi dividennya dibayarkan oleh perusahaan dan berkesinambungan, maka semakin sering perusahaan harus menerbitkan surat berharga baru dan semakin terbuka dan intensif pengamatan atau monitoring oleh pasar terhadap perusahaan. Proses monitoring oleh pasar seperti ini terhadap perusahaan bisa lebih efektif memperkecil *agency problem* terutama bagi pemegang saham yang ada (lama).

Cara yang bisa ditempuh oleh kreditor untuk melindungi diri dari tidak terbayarnya pinjaman yang diberikan adalah dengan membuat perjanjian utang yang bersifat membatasi tindakan-tindakan manajemen (*restrictive debt covenant*). Selain melakukan pembatasan-pembatasan terhadap tindakan manajemen, pihak kreditor seringkali juga melakukan pengawasan dan

monitoring terhadap jalannya perusahaan guna menghindari hal-hal yang diakibatkan oleh tindakan manajemen yang mengarah pada risiko, ketidakefisienan, atau tidak terjaminnya pemenuhan kewajiban utang perusahaan. Tindakan yang dilakukan oleh kreditor tersebut sebenarnya membantu pemegang saham selaku pemilik perusahaan memperkecil *agency problem*.

DAFTAR RUJUKAN

- Alli, A and J. Madura. 1996. Dividend Policy and Corporate Performance. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 23, p. 1267 –1287.
- Barclay, M.J., C.W. Smitt., and R.L. Watts. 1995. The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 7, p. 4 – 19.
- Brigham, E.F. and L.C Gapenski. 1993. *Intermediate Financial Management*. Forth Edition: Harcourt Brace Jovanovic College Publisher.
- Easterbrook, F. 1984. Two Agency Cost Explanations of Dividend. *American Economic Review* 74: 650 – 659.
- Jehnsen, M.C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *AEA Papers and Proceeding*. 2, May (76): 323 –335.
- Mollah, A.S., K. Keasey; dan H. Short. 2000. The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange. *The Financial Review*, November: 523 – 547.
- Noronha, G.M., D.K. Shome., dan G.E. Morgan. 1996. The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions. *Journal of Banking and Finance*. Vol 20, p. 439 – 454.
- Rozeff, M. 1992. *How Companies Set Their Dividend Payout Ratio*. Oxford: Blackwell Publishers.
- Spremann, K. and P. Gantenbein. 2001. Theories and Determinants of Dividend Policy. *Financial Management*. Vol. 24, p. 51 – 81.
- Taranto, M.A. 2002. Capital Structure and Market Reaction to Dividend Initiation. *Journal of Financial Economics*. Vol. 5, p. 187 – 192.
- Titman, S. and R. Wassels. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*. March: 1 – 19.