

AGENCY COSTS DAN KEBIJAKAN DIVIDEN PADA EMERGING MARKET

Darman

Fakultas Ekonomi Universitas Tadulako
Kampus Bumi Tadulako, Tondo 94118

Abstract: The purpose of this research was to analyze agency costs and dividend policy on emerging market. The research population was 147 manufacture industry companies listed at the Indonesian Stock Exchange. Sample were retrieved bases on purposive sampling method, there were 25 companies, which were fulfilling the condition needed, starting from 2000 until 2005, pooling data with analysis unit $n = 6 \times 25 = 150$. Research used ordinary least square. Research results showed that agency costs did not significantly influence dividend policy. Research conclusion was that agency costs were not important factors of dividend policy. Next analysis result showed that insider ownership, institutional ownership, dispersion of ownership, and free cash flow did not significantly influence dividend policy. The collateralizable asset significantly influenced dividend policy. This finding showed that there was no agencial conflicts between manager (agent) and stockholders (principals) in emerging market (manufacture industry companies listed at the Indonesian Stock Exchange). However, there were agencial conflicts between stockholders and creditor (bondholders).

Keywords: agency costs, dividend policy, insider ownership, institutional ownership, dispersion of ownership, free cash flow, collateralizable assets

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang penting bagi manajer keuangan, yaitu berkaitan dengan pendistribusian laba yang diperoleh kepada pemegang saham berupa dividen di satu pihak dan diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan berupa laba yang ditahan (*retained earning*) di pihak lain. Kedua tujuan tersebut saling bertentangan, di satu pihak manajer ingin meningkatkan pertumbuhan perusahaan sehingga harus menahan laba dalam jumlah besar, tetapi di pihak lain manajer juga ingin meningkatkan pendapatan pemegang saham (Idrus dan Yuhelmi, 1998)

Tujuan perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya

(Walker, 2000). Dalam pencapaian tujuan tersebut, pemegang saham dapat mempercayakan pengelolaan perusahaan kepada manajerial atau agen dengan harapan dapat bekerja sesuai dengan keinginan pemegang saham. Para manajer yang diberikan amanat, bertanggung jawab *pertama* terhadap kebijakan alokasi dana, *kedua* adalah kebijakan pembelanjaan, dan *ketiga* menyangkut kebijakan dividen.

Pemberian amanat kepada manajer dapat dipandang sebagai pemisahan fungsi *decision making* dan *risk beating* (Jensen dan Meckling, 1976). Manajer sebagai agen yang diberi amanat oleh pemegang saham untuk membuat keputusan yang dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham telah menciptakan konflik potensial atas kepentingan masing-masing pihak

Korespondensi dengan Penulis:

Darman: Telp. +62 451 429 394

E-mail: darman_untad@yahoo.com

yang disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*) dalam konteks teori keagenan (*agency theory*).

AGENCY THEORY

Hubungan keagenan muncul ketika individu atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen atau karyawannya. Dalam konteks manajemen keuangan hubungan antara *principal* dengan agen muncul antara pemegang saham dengan para manajer dan antara pemegang saham dengan kreditor.

Dalam teori *agency* perusahaan merupakan *locus* titik hubungan keagenan antara pemilik perusahaan dengan manajemen dengan masing-masing pihak yang terlibat dalam hubungan agensi, mereka akan berusaha memaksimalkan utilitas masing-masing. Kepentingan antara manajemen dengan kepentingan pemegang saham sering kali bertentangan, hal inilah yang menimbulkan adanya konflik agensi. Konflik agensi muncul sebagai akibat adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Dimana perusahaan yang memisahkan antara kepemilikan dengan fungsi pengelolaan akan semakin rentan terhadap konflik agensi. Konflik agensi dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan atau *monitoring* yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut.

Agency cost merupakan biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk mengurangi masalah keagenan, yang berupa: pengeluaran untuk *monitoring*, *bonding* dan *residual cost* (Zulhawati, 2004). Secara umum untuk mengurangi *agency conflict* maka pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang disebut *agency costs* (biaya keagenan). Menurut Gitman (2000) bahwa *agency*

costs adalah biaya-biaya yang ditanggung para pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Dividen dapat digunakan dalam mengurangi *agency conflict* antara manajer dengan pemegang saham. Pembayaran dividen mengurangi dana *discretioner* yang tersedia bagi manajer (Jensen dan Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; dan Crutchley dan Hansen, 1989).

Rozeff (1982) mengemukakan peranan *insider* (*insiders ownership*) sebagai orang yang memantau manajer. Perusahaan melakukan pembayaran dividen tinggi ketika *insider* memiliki sebagian kecil jumlah saham perusahaan. Bathala *et al.* (1994) mengemukakan bahwa kepemilikan institusional (*institutional ownership*) merupakan suatu agen *monitoring* yang berperan aktif dalam melindungi kepentingan investasinya dalam perusahaan dan untuk mengurangi *agency conflict*, karena dapat mengendalikan perilaku *opportunistic* manajer. Jensen (1986) "*free cash flow hypothesis*" menyatakan bahwa ketika perusahaan mempunyai kelebihan kas maka yang dibutuhkan adalah mendanai proyek NPV positif. Kemudian untuk mengurangi konflik antara pemegang saham dengan pemegang obligasi, dimana pemegang saham dapat mengambil kekayaan dari pemegang obligasi dengan membayar dividen mereka. Pemegang obligasi mencoba mengatasi masalah ini melalui pembatasan pembayaran dividen. Titman dan Wassel (1988) mengemukakan bahwa perusahaan yang memegang lebih banyak aset yang dijamin (*collateralizable assets*) mempunyai lebih sedikit *agency costs* antara pemegang saham dengan pemegang obligasi karena aset ini dapat berfungsi sebagai pinjaman kolateral.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah variabel *agency cost* yang terdiri dari *insiders ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, *collateralizable assets* dan *dispersion of*

ownership berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

METODE

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebanyak 147 perusahaan (*Indonesian Capital Market Directory*, 2006). Dengan menggunakan metode *purposive sampling* maka terpilih sampel sebanyak 25 perusahaan.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yaitu berupa data laporan keuangan tahunan perusahaan-perusahaan manufaktur selama periode 2000-2005 yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI). Selanjutnya, teknik pengumpulan data menggunakan metode dokumentasi.

Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat 2 (dua) konsep yang diteliti, yaitu yang terbagi dalam dua jenis variabel, yaitu variabel dependen (Kebijakan Dividen) dan independen (*Agency Cost*).

Model Analisis

Penelitian ini akan menguji pengaruh variabel independen yaitu *agency cost*, terdiri dari *insiders ownership* (INSIDE), *institutional ownership* (INST), *free cash flow* (FCF), *collateralizable assets* (COLLASS) dan *dispersion of ownership* (DOWNER) terhadap kebijakan dividen (DPR). Sehingga model analisis yang digunakan adalah *ordinary least square*, dengan persamaan sebagai berikut :

$$DPR = \alpha + \beta_1 INSIDE + \beta_2 INST + \beta_3 FCF + \beta_4 DOWNER + \beta_5 COLLASS + \varepsilon_1$$

HASIL

Berdasarkan tujuan penelitian ini, maka analisis *ordinary least square* dilakukan untuk menguji pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan dividen. Hasil analisis *ordinary least square*, menguji pengaruh *agency costs* (*insiders ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, *collateralizable assets* dan *dispersion of ownership*) sebagai variabel independen terhadap kebijakan dividen (DPR) sebagai variabel dependen. Dengan menggunakan bantuan software SPSS 11.5 for Windows maka hasil analisis *ordinary least square* disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Hasil Pengujian Analisis dengan *Ordinary Least Square*

Variabel Independen	Unstandardized Coeff.	Standardized Coeff.	Sig.	Keterangan
Constant	.083		.034	
Insiders Ownership (X ₁)	-.020	-.070	.274	Non Signifikan
Institutional Ownership (X ₂)	-.047	-.012	.843	Non Signifikan
Free Cash Flow (X ₃)	.001	.006	.922	Non Signifikan
Dispersion of Ownership (X ₄)	.066	.069	.232	Non Signifikan
Collateralizable Assets (X ₅)	.767	.729	.000	Signifikan *)
Variabel Dependen	Kebijakan Dividen (Y _t)			
Sig. F	0.466			
R-squared	0.283			
F-Statistic	0.925			

Sumber: data diolah

Keterangan: *) Tingkat signifikansi 0.05

Berdasarkan hasil analisis pada Tabel 1, maka variabel *agency cost* mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *agency costs* bukan merupakan faktor penentu kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Selanjutnya, nilai *R-square* hasil analisis sebesar 0.283 yang menunjukkan bahwa 28.3% dari variasi kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh *insiders ownership*, *institutional ownership*, *free*

cash flow, *dispersion of ownership* dan *collateralizable assets*. Sedangkan selebihnya 71.7% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

PEMBAHASAN

Menurut Sutrisno (2003) bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah posisi solvabilitas, likuiditas, kebutuhan untuk melunasi hutang, rencana perluasan, kesempatan investasi, dan stabilitas pendapatan. Variabel *insider ownership* mempunyai pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Perbedaan temuan penelitian ini dengan beberapa penelitian terdahulu (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1994 dan Crutchley, 1998) dan *agency theory* karena kondisi pasar modal Indonesia (BEJ) sebagai alternatif pendanaan bagi perusahaan masih sangat kecil dibanding dengan di negara yang pasar modalnya sudah maju seperti *New York Stock Exchange* (NYSE).

Variabel *institutional ownership* mempunyai pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Perbedaan hasil temuan penelitian ini dengan penelitian terdahulu (Bathala, 1994) karena pengelolaan perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia, tidak terjadi *agency conflict* (konflik keagenan) sehingga tidak menimbulkan *agency costs* sebagai akibat belum adanya pemisahan yang jelas antara pemilik dan kontrol perusahaan yang didominasi oleh kepemilikan keluarga. Dimana manajer dan pemilik dominan perusahaan berada dalam satu ikatan keluarga sehingga kepentingan manajer selaras dengan kepentingan *institutional ownership*. Oleh karena itu *institutional ownership* tidak terlalu mempertimbangkan *agency costs* dalam pengambilan kebijakan dividen perusahaan.

Variabel *dispersion of ownership* mempunyai pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian terdahulu (Jensen, 1976 dan

Rozeff, 1982)) karena adanya konsentrasi kepemilikan saham oleh keluarga pendiri perusahaan dalam bentuk *holding company*. Dimana kepemilikan saham pada perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia didominasi oleh kalangan keluarga pendiri perusahaan, sehingga yang terjadi bukan *dispersion of ownership* tetapi konsentrasi kepemilikan. Hal tersebut ditandai oleh persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi adalah sebesar 72.75%, *insider ownership* sebesar 0.68% dan sisanya sebesar 26.58% dimiliki oleh publik, dimana institusi dan *insider ownership* tersebut berada dalam satu keluarga, oleh karena itu manajemen perusahaan berada dalam kekuasaan keluarga sehingga kepemilikan publik tidak dapat berbuat banyak dalam pengambilan kebijakan perusahaan karena proporsi saham yang dimiliki sangat sedikit. Adanya konsentrasi kepemilikan saham perusahaan dapat memotivasi munculnya sistem kapitalisme, dimana suatu perekonomian hanya dikuasai oleh kalangan tertentu sehingga *bargaining position* masyarakat "lemah" dalam pengambilan kebijakan. Sehingga dengan demikian maka tujuan utama dibentuknya pasar modal dapat menyimpang dari tujuan semula. Dimana tujuan dibentuknya pasar modal adalah untuk meningkatkan kesejahteraan masyarakat melalui dua fungsi yaitu fungsi ekonomi dan keuangan (Husnan, 2001).

Variabel *free cash flow* mempunyai pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian terdahulu (Jensen, 1986) karena belum adanya pemisahan yang jelas antara pemilik dan kontrol perusahaan yang didominasi oleh kepemilikan keluarga, sehingga tidak menimbulkan *agency conflict* antara manajer dengan pemegang saham. Kondisi tersebut membuat perusahaan tidak mempertimbangkan adanya *agency costs* yang ditimbulkan oleh penggunaan dana oleh manajer untuk suatu proyek atau penyelewengan dana oleh manajer dalam pengambilan kebijakan dividen.

Variabel *collateralizable asset* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditor. Oleh karena itu, maka dapat dikatakan bahwa *collateralizable asset* merupakan faktor penentu kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, untuk mengurangi *agency cost* antara pemegang saham dan kreditor.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah variabel *agency cost* yang terdiri dari *insiders ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, *collateralizable assets* dan *dispersion of ownership* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil analisis dan pembahasan menunjukkan variabel *agency costs* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa *agency costs* bukan merupakan faktor penentu kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil tersebut berbeda dengan hasil penelitian terdahulu dan *agency theory* karena kondisi pasar modal Indonesia berbeda dengan pasar modal yang sudah maju seperti *New York Stock Exchange (NYSE)*.

Masing-masing variabel *agency costs* (*insiders ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, dan *dispersion of ownership*) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, kecuali *collateralizable assets* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut terjadi karena belum adanya pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan kontrol perusahaan, sehingga tidak terjadi *agency conflict* antara pemegang

saham dengan manajer yang dapat menimbulkan *agency costs*. Namun justru yang terjadi adalah konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditor (*bondholders*), sehingga *collateralizable assets* menjadi faktor penentu kebijakan dividen untuk mengurangi *agency costs* antara pemegang saham dan kreditor.

Saran

Dalam rangka mengurangi *agency conflict* antara pemegang saham dengan kreditor maka perusahaan perlu melakukan penjaminan aset yang tinggi karena *collateralizable assets* menjadi faktor penentu kebijakan dividen perusahaan.

Untuk penelitian selanjutnya maka perlu menggunakan populasi seluruh perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia, sehingga bisa mengeneralisasi kondisi perusahaan publik di Indonesia. Selain itu, juga perlu melakukan penambahan variabel yang berhubungan dengan kebijakan dividen.

BAPEPAM sebagai pihak yang berwenang pada pasar modal di Indonesia, diharapkan dapat menindaklanjuti adanya dominasi kepemilikan perusahaan oleh kalangan tertentu dalam rangka menciptakan pasar modal sebagai alternatif pendanaan yang bertujuan meningkatkan kesejahteraan masyarakat.

DAFTAR PUSTAKA

- Baker, M. and Wurgler, J. 2004. A Catering Theory of Dividends. *Journal of Finance*, Vol.59, No.3, pp.1125.
- Bathala, C.T., Moon, K.R., and Rao, R.P. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Journal of Financial Management*, Vol.23, No.3, pp.38-50.

- Crutchley, C.E. dan Hansen, R.S. 1989. A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend. *Financial Management*, Winter, pp.36–46.
- Easterbrook, F.H. 1984. Two Agency Cost Explanation of Dividends. *American Economic Review*, September, pp. 650–659.
- Gitman, L.J. 2000. *Principles of Managerial Finance*. Ninth Edition. San Diego State University.
- Husnan, S. 2001. *Dasar –dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ketiga. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Jensen, M.C. 1986. The Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Over. *American Economic Review* (May), pp.249–259.
- _____ and Meckling, W.H. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economic*. Vol.3, pp.305–310.
- La Porta, R.F., Lopez-de Silanes, et.al. 2000. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *The Journal of Finance*, Vol.55, pp.1-33.
- Officer, M.S. 2007. Dividend Initiations, Corporate Governance and Agency Cost. *Working Paper*.
- Rozeff. 1982. Growth, Beta and Agency Cost as Determinant of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, pp.249–259.
- Sutrisno. 2003. *Manajemen Keuangan, Teori, Konsep dan Aplikasi*. Ekonesia. Yogyakarta.
- Titman and Weeless, K. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, Vol.43, pp.1–19.
- Walker, M.M. 2000. Corporate Take Over, Strategic Objectives, and Acquiring Firm Shareholders Wealth. *Financial Management*, Winter, pp.36-46.
- Zulhawati. 2004. Analisis Dampak Kepemilikan Saham oleh Insider pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Kompak*, No.11, Hal.240-249.