

memaksa para *insiders* untuk bertindak lebih hati-hati. Peningkatan aktifitas investor institusional dalam melakukan pengawasan terjadi karena adanya suatu kenyataan bahwa kepemilikan saham oleh institusional yang signifikan telah meningkatkan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Bathala *et al.* [1994] menjelaskan bahwa kehadiran kepemilikan institusional dapat berperan sebagai agen pengawas yang efektif untuk mengurangi konflik keagenan, karena mereka dapat mengendalikan perilaku opportunistik manajer dan sekaligus memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang secara optimal.

Beberapa penelitian empiris Dechow *et al.* [1995] dan Beasley [1996] telah menemukan hubungan yang signifikan antara peran dewan direksi dengan pelaporan keuangan. Mereka menemukan bahwa ukuran dan independensi dewan direksi mempengaruhi kemampuan mereka dalam memonitoring proses pelaporan keuangan. Pelaporan keuangan merupakan salah satu contoh aktivitas dimana didalamnya kepentingan manajer dan pemilik atau pemegang saham tidak bisa sepenuhnya disejajarkan. Disatu pihak manajer mungkin ingin memanipulasi angka yang dilaporkan dalam laporan keuangan dengan menarik keuntungan periode akan datang ke periode sekarang atau menunda kerugian periode sekarang ke periode akan datang dalam rangka memperbesar bonus yang akan diterimanya. Tetapi dipihak lain, pemilik saham tidak menginginkan hal ini karena dapat mengganggu kinerja perusahaan jangka panjang. Dalam hal ini, dewan direksi memainkan dua peran ganda, yaitu monitoring dan ratifikasi sehingga merupakan resolusi efektif atas masalah keagenan antara manajer dan pemilik atau pemegang saham (Fama dan Jensen [1983]).

Menurut Fama dan Jensen [1983] di dalam Fauzan [2002] mengemukakan bahwa mekanisme pengawasan dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli (*decision experts*) yang tidak didanai oleh perusahaan sehingga tidak berada dibawah pengawasan *insider*. Munculnya mekanisme pengawasan tersebut mampu mendorong untuk terus meningkatkan tanggung jawab *insider*. Pendapat ini juga mendapat dukungan dari Bathala *et al.* [1994]. Shleifer dan Vishney [1986] dalam dalilnya mengenai "*active monitoring hypothesis*", berpendapat bahwa kepemilikan saham yang besar memiliki kemampuan untuk mengawasi dan mempengaruhi manajemen secara lebih tepat dalam melindungi investasi usahanya. Mereka mengatakan bahwa *external blockholdings* dan *institutional holdings* mampu mengurangi perilaku opportunistik manajerial, sehingga mampu mengurangi konflik keagenan antara manajer dan *stockholders*.

3. Meningkatkan Pendanaan melalui Debt atau Hutang

Penggunaan hutang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan. Penambahan hutang dalam struktur modal mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang. Sebagai konsekuensi dari kebijakan ini perusahaan menghadapi biaya keagenan hutang dan risiko kebangkrutan (Crutchley dan Hansen [1989]).

Teori keagenan menyarankan sejumlah mekanisme yang dapat digunakan untuk mengawasi konflik keagenan, termasuk didalamnya peningkatan *insider* dan *debt financing*. Jensen dan Meckling [1976] mengatakan bahwa penggunaan instrumen *insider* mampu mensejajarkan antara kepentingan manajer dan *stockholders* lainnya, kebijakan ini menyebabkan meningkatnya kontrol dari pihak manajerial. Kebijakan mengenai *insiders* dan hutang dalam mengurangi munculnya potensi *agency conflict* telah banyak diterima masyarakat secara luas. Walaupun demikian, penggunaan hutang dan *insider* yang terlalu besar memiliki dampak buruk terhadap perusahaan. Tingkat *insider* yang terlalu besar akan memiliki masalah pertahanan (Grossman dan Hart [1982]), hal ini dimaksudkan bahwa apabila *insider* tinggi, maka mereka memiliki posisi yang kuat untuk melakukan pengendalian terhadap perusahaan dan pihak *external stockholders* akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan *insider*. Kondisi tersebut muncul sebagai akibat pihak *insider* memiliki hak *voting* yang besar atas kepemilikannya yang tinggi.

Meningkatnya proporsi *insider* akan meningkatkan risiko hutang *nondiversifiable* (Friend dan Lang [1988] Bathala *et al.* [1994]). Mereka mengatakan bahwa proporsi *insider* yang tinggi akan mendorong untuk memilih proyek-proyek berisiko dengan harapan untuk memperoleh keuntungan yang lebih tinggi. Untuk membiayai proyek tersebut, *insider* memilih pembiayaan melalui hutang, dengan harapan mereka dapat mengalihkan penanggungungan risiko kepada pihak kreditor seandainya proyek gagal. Pada sisi lain, seandainya proyek investasi tersebut berhasil, *stockholders* akan mendapat hasil residu karena para kreditor hanya akan dibayar sebesar nilai tertentu, yaitu berupa bunga. Bagaimanapun penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan (*Banckruptcy risk*) dan kesulitan keuangan (*financial distress*).

Untuk mengatasi kelemahan munculnya penggunaan hutang dan proporsi *insider* yang terlalu besar, maka dibutuhkan suatu mekanisme pengendalian (Fama dan Jensen [1983] Agrawal dan Mandelker [1987]). Mereka berpendapat bahwa salah satu mekanisme pengawasan yang dapat

digunakan adalah dengan mengaktifkan *monitoring* melalui keterlibatan investor institusional (*institutional investors*). Melalui investor institusional ini akan mendorong munculnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer.

Peningkatan proporsi investor institusional dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer, pemikiran rasional yang melandasi alasan ini, bahwa perilaku kepemilikan institusional seringkali dihubungkan dengan tugas pengawasan terhadap manajer sehingga keterlibatan mereka akan mampu meningkatkan nilai perusahaan khususnya saat terjadi pengambilalihan atau *take-over*. Bathala *et al.* [1994] dalam suatu studi empiriknya mengatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan suatu agen pengawasan yang penting serta mampu melakukan suatu peran aktif yang konsisten dalam melindungi kepentingan investasinya dalam perusahaan. Mereka mengatakan bahwa terdapat hubungan yang bersifat substitutabilitas antara kebijakan hutang dan kepemilikan institusional, mereka berargumentasi bahwa peningkatan proporsi kepemilikan institusional dapat menggantikan kebutuhan hutang sehingga mampu mengurangi konflik keagenan hutang. Oleh karena itu mereka menyebutkan bahwa terdapat hubungan kausal negatip yang diharapkan antara kebijakan hutang dan proporsi kepemilikan institusional. Temuan tersebut sejalan dengan hasil penelitian empiris McConnel dan Servaes [1990] yang menyebutkan bahwa terdapat suatu fakta adanya suatu peran pengawasan yang positif yang dilakukan oleh investor institusional. Hasil temuan tersebut diperkuat oleh studi Chen dan Steiner [1999] yang mengatakan bahwa kehadiran investor institusional diharapkan akan mampu mengurangi konsentrasi kepemilikan saham oleh *insider*.

4. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Kebijakan ini akan melibatkan dua pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda, yaitu pihak pertama para pemegang saham dan pihak kedua perusahaan itu sendiri (manajemen). Dividen diartikan sebagai pembayaran kepada pemegang saham oleh perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berkaitan dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, berupa penentuan besarnya pembayaran dividen dan besarnya laba ditahan untuk kepentingan pihak perusahaan (Sutrisno [2001]).

Menurut Crutchley dan Hansen [1989] peningkatan dividen diharapkan dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan DPR (*dividend payout ratio*) besar menyebabkan rasio laba ditahan kecil dan perusahaan menambah dana dari sumber eksternal, seperti emisi saham baru. Penambahan dana menyebabkan kinerja manajer dimonitor oleh bursa, komisi sekuritas dan penyedia dana baru. Pengawasan kinerja

KONFLIK KEAGENAN: TINJAUAN TEORITIS DAN CARA MENGURANGINYA

Meythi

Dosen Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi, Univ. Kristen Maranatha

Abstrak. Pada sebuah perusahaan, pemilik perusahaan biasanya akan mendelegasikan tugas dan tanggung jawab pengurusan dan pengelolaan operasi perusahaannya kepada para manajer untuk kepentingan pemilik. Para manajer yang diberi tanggung jawab dalam hal ini bertindak sebagai agen, mempunyai kewajiban untuk dapat memaksimalkan kesejahteraan para pemilik perusahaan baik dalam jangka pendek maupun dalam jangka panjang. Sisi lain, manajer juga memiliki kepentingan yang sama dengan kepentingan pemilik perusahaan, yaitu memaksimalkan kesejahteraannya. Adanya dua kepentingan ini berdampak pada permasalahan keagenan. Artikel ini mencoba mengulas kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan utang, kebijakan dividen, risiko, kebijakan insentif, aliansi, dan memahami perannya untuk mengurangi konflik keagenan. Informasi yang dihasilkan dari artikel ini diharapkan dapat membantu pihak perusahaan, investor, calon investor maupun kalangan akademisi dalam memahami mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan.

Kata Kunci: Konflik keagenan, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan utang, kebijakan dividen, risiko, kebijakan insentif, aliansi, memahami perannya.

PENDAHULUAN

Dalam perkembangan bisnis pemilik menghadapi permasalahan yang berkaitan dengan pengelolaan perusahaan. Pada kondisi ini pemilik tidak dapat mengelola sendiri, akibatnya tanggung jawab pengelolaan perusahaan didelegasikan pada perusahaan kedua. Keputusan ini menyebabkan terjadinya pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan antara pemilik sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen (Jensen dan Meckling [1976]). Pemisahan kepemilikan dan pengendalian tersebut menyebabkan manajer bertindak tidak sesuai dengan kegiatan prinsipal. Dalam melaksanakan tugas manajerial, manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan prinsipal di dalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Manajer membebaskan biaya kepada perusahaan sehingga mengurangi keuntungan dan pembayaran dividen. Konflik yang disebabkan oleh pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan disebut sebagai konflik keagenan (*agency conflict*).



Menurut Jensen dan Meckling [1976], Godfrey *et al.* [1997] dan Scott [2000] di dalam Madiastuty [2002] menggambarkan hubungan keagenan (*agency relationship*) sebagai hubungan yang timbul karena adanya kontrak yang ditetapkan antara prinsipal yang menggunakan agen untuk melakukan jasa yang menjadi kepentingan prinsipal dalam hal terjadi pemisahan kepemilikan dan kontrol perusahaan. Secara garis besar Jensen dan Meckling [1976] menggambarkan dua macam bentuk hubungan keagenan, yaitu antara manajer dan pemegang saham (*shareholders*) dan antara manajer dan pemberi pinjaman (*bondholders*). Hubungan kontraktual ini agar dapat berjalan lancar, prinsipal mendelegasikan otoritas pembuatan keputusan kepada agen dan hubungan ini juga perlu diatur dalam suatu kontrak yang biasanya menggunakan angka-angka akuntansi yang dinyatakan dalam laporan keuangan sebagai dasarnya. Pendesainan kontrak yang tepat untuk menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal dalam hal terjadi konflik kepentingan inilah yang merupakan inti dari teori keagenan (Scott [2000]).

Tujuan penulisan artikel ini adalah untuk meningkatkan pengetahuan mengenai mekanisme pengontrolan masalah keagenan melalui kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan utang, kebijakan dividen, risiko, kebijakan insentif, aliansi, dan memahami perannya. Penulis akan menggunakan studi kepustakaan dengan cara mengumpulkan dan menganalisa *text book* dan artikel-artikel terkait.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Keagenan

Dari sudut pandang manajemen keuangan, salah satu tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau *stockholder* (Brigham dan Daves [2001]). Tujuan tersebut seringkali hanya bisa dicapai apabila tanggung jawab pengelolaan perusahaan diserahkan kepada para profesional, dikarenakan para pemilik modal memiliki banyak keterbatasan. Dengan menyerahkan pengelolaan perusahaan tersebut kepada para profesional, diharapkan mereka dapat menutup keterbatasan yang ada. Para profesional ini disebut sebagai manajer atau agen. Manajer diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan, dan hal ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan yang disebut teori agen (*agency theory*).

Menurut Eisenhardt [1989] di dalam Amilin [2002] teori keagenan menjelaskan tentang pola hubungan antara prinsipal dan agen. Prinsipal bertindak sebagai pihak yang memberikan mandat kepada agen sedangkan agen sebagai pihak yang mengerjakan mandat dari prinsipal. Tujuan utama teori keagenan adalah untuk menjelaskan bagaimana pihak-pihak yang



melakukan hubungan kontrak dapat mendesain kontrak yang tujuannya untuk meminimalisir *cost* sebagai dampak adanya informasi yang tidak simetris dan kondisi ketidakpastian. Teori ini juga menekankan pada eksistensi mekanisme pasar dan institusional yang dapat melengkapi kontrak untuk mengatasi masalah-masalah yang muncul dalam hubungan kontraktual.

Penyebab Konflik Keagenan

Pemilik harus mengendalikan konflik keagenan untuk menghindari permasalahan yang mengganggu kemajuan perusahaan di masa mendatang. Permasalahan keagenan ditelusuri dari beberapa kondisi, seperti penggunaan arus kas bebas (*free cash flow*) pada aktivitas yang tidak menguntungkan, peningkatan kekuasaan manajer dalam melakukan *over investment* dan *consumption of excessive perquisites* (Jensen [1986]), atau disebabkan oleh perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer (Bhatala *et al.* [1994]). Investor memilih risiko tinggi untuk mendapatkan *return* tinggi sedangkan manajer memilih risiko rendah untuk mempertahankan posisi atau sebaliknya di dalam perusahaan (Crutchley dan Hansen [1989]).

Masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer, potensial terjadi jika manajer memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Karena tidak semua keuntungan akan dapat dinikmati oleh manajer, mereka tidak akan hanya berkonsentrasi pada maksimisasi kemakmuran pemegang saham (Brigham dan Daves [2001]).

Penunjukkan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan, menurut Jensen dan Meckling [1976] akan memunculkan perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat mungkin terjadi, karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis, begitu pula jika mereka tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung risiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal. Kondisi ini akan menimbulkan masalah keagenan.

Masalah keagenan menurut Demsey dan Laber [1993] banyak dipengaruhi oleh *insider ownership*. *Insider ownership* adalah pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar *insider ownership*, perbedaan kepentingan antara pemegang saham (pemilik) dengan pengelola perusahaan semakin kecil, mereka akan bertindak dengan lebih hati-hati karena mereka akan ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang dilakukan (Moh'd *et al.* [1995]). Apabila *insider ownership* kecil, yang berarti hanya sedikit jumlah pemegang saham yang ikut terlibat dalam mengelola perusahaan maka semakin tinggi kemungkinan munculnya masalah keagenan

karena perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan pengelola perusahaan semakin besar.

Akibat Konflik Keagenan

Menurut Jensen [1986], hubungan antara dividen dengan kepemilikan manajerial dipahami melalui *free cash flow hypothesis*. Perusahaan dalam menggunakan *cash flow* dari *net present value* yang positif memicu konflik keagenan. Konflik ini terjadi karena manajer dengan persentase kepemilikan saham kurang dari 100% menggunakan *cash flow* untuk kepentingan yang tidak menguntungkan bagi perusahaan. Tindakan tersebut mengakibatkan kas digunakan untuk kepentingan *outside stockholder* dan mengurangi kas yang digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Berdasarkan permasalahan ini diperlukan suatu mekanisme dalam memotivasi manajer sehingga mengalokasikan kelebihan *cash flow* pada aktivitas yang tepat, seperti untuk meningkatkan DPR (*dividend payout ratio*).

Menurut Demsey dan Laber [1993], Crutchley dan Hansen [1989] *shareholder dispersion* atau penyebaran pemegang saham juga berperan di dalam masalah keagenan. Pemegang saham yang semakin menyebar kurang efektif dalam monitoring dan sulit untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan (Jensen dan Meckling [1976]). Akibatnya masalah keagenan muncul terutama karena adanya *asymmetric information*. Sebaliknya pemegang saham yang semakin terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja akan mempermudah monitoring dan kontrol terhadap kebijakan yang diambil pengelola perusahaan sehingga dapat mengurangi *asymmetric information* dan mengurangi masalah keagenan (Moh'd *et al.* [1995]).

Dari perbedaan kepentingan itu maka timbullah konflik yang biasa disebut konflik agensi. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Akibat dari munculnya mekanisme pengawasan tersebut menyebabkan timbulnya suatu kos yang disebut *agency cost*.

Menurut teori keagenan dari Jensen dan Meckling [1976], permasalahan keagenan ditandai dengan adanya perbedaan kepentingan dan informasi yang tidak lengkap (*asymetry information*) diantara pemilik perusahaan (*principal*) dengan agen (*agent*). Sebagai hasilnya akan timbul apa yang dinamakan biaya keagenan (*agency costs*) yang meliputi *monitoring costs*, *bonding costs*, dan *residual losses*. *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh prinsipal untuk memonitor perilaku agen, yaitu untuk mengukur, mengamati, dan mengontrol perilaku agen. Contoh biaya ini adalah biaya audit dan biaya untuk menetapkan rencana kompensasi manajer, pembatasan anggaran, dan aturan-aturan operasi. Sementara *bonding cost*

merupakan biaya yang ditanggung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan prinsipal, misalnya biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk menyediakan laporan keuangan kepada pemegang saham. Pemegang saham hanya akan mengizinkan *bonding cost* terjadi jika biaya tersebut dapat mengurangi *monitoring cost*. Sedangkan *residual loss* timbul dari kenyataan bahwa tindakan agen kadangkala berbeda dari tindakan yang memaksimalkan kepentingan prinsipal.

Jensen dan Meckling [1976] menyatakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan atau biasa disebut dengan "*The separation of the decision-making and risk bearing functions of the firm.*" Pengambil keputusan relatif tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh prinsipal. Akibatnya manajer sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan cenderung untuk melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadi, seperti peningkatan gaji dan status.

PEMBAHASAN

Cara Mengurangi Konflik Keagenan

Teori keagenan mengemukakan beberapa cara untuk mengurangi konflik keagenan yaitu:

1. Meningkatkan Kepemilikan Manajerial

Peningkatan kepemilikan manajerial digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan. Menurut Crutchley dan Hansen [1989], Jensen *et al.* [1992] perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Dengan peningkatan persentase kepemilikan, manajer termotivasi meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Pada kepemilikan menyebar masalah keagenan terjadi antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Masalah ini dijumpai pada perusahaan *Amerika Serikat* yang terdaftar di *New York Stock Exchange*. Kepemilikan saham sebesar 5% menyebabkan kekuasaan pemegang saham kecil dan menyerahkan kepada manajer, sebagai konsekuensi manajer menuntut kompensasi tinggi sehingga meningkatkan biaya keagenan. Pada kondisi ini konflik keagenan diatasi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Sebaliknya pada kepemilikan terkonsentrasi masalah keagenan disebabkan oleh hubungan antara pemegang saham dan kreditor. Masalah ini dijumpai pada perusahaan di Indonesia dan Korea.

Pada kepemilikan terpusat terdapat dua kelompok pemegang saham, yaitu *controlling majority stockholder* dan *minority stockholder*. Manajer diangkat dan diberhentikan oleh *controlling majority stockholder* sehingga menunjukkan kinerja baik dihadapan pemegang saham. Kondisi ini memperkecil biaya keagenan ekuitas tetapi menimbulkan biaya keagenan baru yaitu biaya keagenan hutang (Husnan [2000]).

Menurut Crutchley dan Hansen [1989] kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan *mal-diversification*, yaitu manajer melakukan investasi secara berlebihan pada satu perusahaan tanpa melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi lain. Dengan *mal-diversification*, kekayaan pribadi manajer berkurang dan menanggung risiko tinggi. Untuk mengimbangi tingkat risiko manajer menuntut kompensasi tinggi sehingga meningkatkan biaya yang dikeluarkan perusahaan dalam mengontrol masalah keagenan.

2. Kepemilikan Institusional sebagai Agen Pengawas (*monitoring agents*)

Konflik kepentingan mendasari adanya biaya keagenan, dengan asumsi rasionalitas ekonomi dimana orang akan memenuhi kepentingannya terlebih dahulu sebelum pemenuhan kepentingan orang lain. Demikian juga halnya dengan manajemen perusahaan. Teori keagenan mengatakan bahwa sulit untuk mempercayai bahwa manajemen (*agent*) akan selalu bertindak berdasarkan kepentingan pemegang saham (*principal*), maka diperlukan *monitoring* dari pemegang saham sehingga konflik keagenan yang terjadi dapat dikurangi (Copeland dan Weston [1992, hal. 20]).

Kepemilikan institusional dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Pada beberapa penelitian kepemilikan institusional digunakan sebagai variabel eksogen atau kontrol terhadap kepemilikan manajerial. Hal ini disebabkan manajer tidak dapat mempengaruhi persentase saham yang dimiliki oleh institusi, tetapi kepemilikan institusional berpengaruh dalam menentukan kepemilikan manajerial maupun penggunaan hutang (Crutchley dan Hansen [1989] Jensen *et al.* [1992] Chen dan Steiner [1999]) dalam Amilin. Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai proporsi kepemilikan saham pada akhir tahun yang dimiliki oleh lembaga, seperti asuransi, bank atau institusi lain. Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajer diawasi secara optimal dan terhindar dari perilaku oportunistik. Dengan melibatkan kepemilikan institusional, manajer bertindak sesuai keinginan pemegang saham sehingga mengurangi biaya keagenan (Bathala *et al.* [1994] Moh'd *et al.* [1998]).

Menurut pendapat Coffee [1991] mekanisme pengawasan oleh investor institusional merupakan salah satu pilihan kebijakan yang sangat penting, untuk meningkatkan akuntabilitas manajerial. Kecenderungan akan adanya peningkatan aktivitas pengawasan institusional, telah

menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga mengurangi biaya keagenan. Konsekuensi dari tindakan ini perusahaan menanggung biaya yang berkaitan dengan emisi saham baru (*floating cost*).

Masalah keagenan menurut Rozeff [1982] seperti dikutip oleh Moh'd *et al.* [1995] dapat diturunkan dengan suatu mekanisme menggunakan dividen. Dividen disini berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan, karena menurut Moh'd *et al.* [1995], dengan pembayaran dividen pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka sehingga akan mengurangi konflik. Akan tetapi meskipun pembayaran dividen dapat menurunkan permasalahan keagenan, disini yang lain justru menimbulkan biaya karena arus kas yang dihasilkan dari sumber internal tidak lagi layak untuk memenuhi kebutuhan-kebutuhan investasi perusahaan, sehingga mendorong pengelola perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dananya dari pihak eksternal untuk mengisi kembali dana yang sudah dikeluarkan dalam bentuk dividen. Usaha untuk mendapatkan dana eksternal ini akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai biaya transaksi. Semakin banyak dana eksternal yang dibutuhkan, semakin banyak biaya transaksi yang dikeluarkan. Biaya transaksi yang tinggi menyebabkan perusahaan harus berpikir kembali untuk membayarkan dividen apabila masih ada peluang investasi yang masih bisa diambil, dan akan lebih baik apabila menggunakan dana dari arus kas internal untuk membiayai investasi tersebut (Holder *et al.* [1998]).

Menurut Fauzan [2002] pembagian dividen bertujuan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau harga saham. Dengan dibayarkannya dividen maka diharapkan perusahaan tersebut di mata investor akan memiliki nilai yang tinggi. Dengan pembayaran dividen yang terus menerus perusahaan ingin menunjukkan bahwa perusahaan mampu bertahan mendapatkan laba dan mampu memberikan hasil kepada pemegang saham. Ada kecenderungan perusahaan mempertahankan tingkat pembayaran dividen, pembayaran dividen tetap dilakukan pada saat resesi dimana perusahaan-perusahaan mengalami kerugian. Dengan demikian pembagian dividen dipandang oleh manajer maupun oleh pemegang saham sebagai suatu indikasi bahwa perusahaan masih prospektif dimana kerugian hanya bersifat temporal dan perusahaan tidak mengalami kesulitan finansial. Hal tersebut menunjukkan bahwa dividen merupakan sumber yang memberikan sinyal kepada investor di pasar modal (dividen mempunyai kandungan informasi).

Menurut Easterbrook [1984], dividen akan membantu menurunkan biaya keagenan. Argumentasi yang dikemukakannya bahwa pemegang saham akan menuntut pembayaran dividen sebagai tanggung jawab manajer sebagai pengelola perusahaan. Pembayaran dividen akan memacu manajer

untuk lebih berhati-hati dalam menggunakan dana perusahaan. Manajer akan berusaha lebih memperhatikan kepentingan pemegang saham dan mengurangi kebijakan yang menguntungkan dirinya sendiri. Dengan pembayaran dividen, pemegang saham merasa bahwa manajer telah melakukan tindakan sesuai dengan keinginan mereka, dan ini akan mengurangi konflik keagenan.

5. Tingkat Risiko

Tingkat risiko dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan. Dalam kerangka konflik keagenan risiko digunakan sebagai dasar untuk menentukan kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan kebijakan dividen tetapi dapat pula dipengaruhi oleh ketiga kebijakan tersebut. Menurut Demsetz dan Lehn [1985], risiko berpengaruh secara positif dan negatif terhadap kepemilikan manajerial. Pada tingkat risiko tinggi perusahaan kesulitan mengawasi kondisi eksternal sehingga meningkatkan kepemilikan manajerial sebagai cara untuk mengawasi kondisi internal. Pada tingkat risiko yang semakin meningkat, manajer tidak berani menanggung risiko (*risk aversion*) sehingga melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi yang menguntungkan. Selanjutnya Crutchley dan Hansen [1989], Jensen *et al.* [1992], membuktikan bahwa hubungan kausal positif antara risiko dan kepemilikan manajerial dapat mengurangi konflik keagenan. Cara ini menyebabkan manajer memiliki kekuasaan dalam mengambil keputusan dan termotivasi untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Penelitian Galai dan Masulis [1976], Saunders *et al.* [1990], menemukan hubungan kausal positif antara kepemilikan manajerial dengan risiko sesuai dengan hipotesis transfer kekayaan (*wealth transfer effect hypothesis*). Mekanisme ini dapat mengatasi konflik keagenan ekuitas tetapi pada tingkat kepemilikan tinggi memicu konflik keagenan antara kreditor dan pemegang saham. Pada tingkat risiko tinggi, manajer berani mengambil risiko (*risk seeker*) sehingga memilih proyek berisiko tinggi untuk mendapatkan *return* tinggi. Dalam menghadapi tingkat risiko tinggi manajer bekerjasama dengan pihak kreditor sehingga terjadi transfer kekayaan dari kreditor kepada pemegang saham. Sebaliknya May [1995], menemukan hubungan kausal negatif antara kepemilikan manajerial dan risiko. Pada tingkat risiko tinggi manajer melakukan diversifikasi kekayaan untuk mengurangi risiko. Hasil penelitian May [1995], didukung oleh Chen *et al.* [1998] dalam Fauzan, yang menyatakan bahwa peningkatan risiko menyebabkan manajer mengurangi kepemilikan saham dan memilih berinvestasi pada kesempatan lain atau pada lembaga keuangan. Berdasarkan pada hasil penelitian terbukti bahwa hubungan antara risiko dan kepemilikan manajerial merupakan faktor penting dalam mengurangi konflik keagenan.

6. Kebijakan Insentif

Dari berbagai literatur menyatakan bahwa konflik keagenan diatasi melalui kebijakan insentif, dengan insentif yang menarik manajer termotivasi meningkatkan kemakmuran pemilik dan memperketat pengawasan terhadap perusahaan. Masalah keagenan tidak sepenuhnya diatasi melalui kebijakan insentif tetapi diperlukan kebijakan baru melalui peningkatan kepemilikan manajerial. Keterlibatan manajer dalam kepemilikan saham dapat memotivasi untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya apabila ditetapkan persentase kepemilikan manajerial kecil, maka manajer terfokus pada pengembangan kapasitas atau ukuran perusahaan. Tujuan manajer melakukan tindakan ini yaitu untuk mempertahankan posisi manajerial dari ancaman *hostile takeover*, meningkatkan status, kekuasaan, gaji atau memberi kesempatan berkembang bagi manajer bawah dan menengah. Sebagai konsekuensi dari tindakan tersebut, manajer menitikberatkan pada masalah insentif dan cenderung mengambil tindakan yang bersifat *perquisite of consumption* (Brigham dan Daves [2001]).

Menurut Brigham dan Daves [2001] manajer dapat dimotivasi untuk bertindak demi kepentingan pemegang saham melalui pemberian insentif berupa imbalan atas kinerja yang baik dan hukuman untuk kinerja yang buruk. Beberapa mekanisme khusus dapat digunakan untuk memotivasi manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yaitu:

- a. **Kompensasi manajerial.** Bagi ahli keuangan, kompensasi mempunyai peranan penting dalam menekan biaya keagenan karena merupakan sarana *bonding* bagi pemegang saham agar manajemen bertindak sesuai keinginannya. Teori keagenan mengatakan bahwa perusahaan yang tumbuh (perusahaan kecil yang berada pada pasar yang baru berkembang sehingga risiko bisnisnya tinggi) maka manajemen akan meminta tambahan *insurance* yang lebih tinggi, *ceteris paribus* insentif tetap (Gaver dan Gaver [1993]). *Insurance* dan insentif merupakan unsur kompensasi yang merupakan strategi *bonding*. Pengaruh kompensasi terhadap kebijakan pendanaan (Berger *et al.* [1997]) dan kebijakan dividen (Hartono [2000]) dalam Mahadwartha (2003) secara umum menunjukkan bahwa strategi *bonding* yang dilakukan pemegang saham dalam mengurangi masalah keagenan dan berdampak kepada pengambilan keputusan strategik perusahaan.

Menurut Mahadwartha (2003) *bonding* adalah strategi yang bertujuan untuk membuat manajemen sedapat mungkin mengikuti keinginan pemegang saham, agar konflik tidak terjadi. *Bonding* biasanya dilakukan melalui pemberian kompensasi yang sesuai dengan kinerja manajemen. Teori keagenan membagi dua kelompok kompensasi yaitu

insurance dan insentif. Insentif dapat dikatakan sebagai kompensasi tetap, sedangkan *insurance* merupakan kompensasi dari adanya risiko kehilangan pekerjaan atau kompensasi untuk menjamin kekayaan pribadi manajemen.

Teori keagenan klasik percaya sepenuhnya bahwa kompensasi akan mengurangi masalah-masalah keagenan. Teori keagenan klasik juga membahas adanya *trade-off* antara *insurance* dan insentif yang dipengaruhi oleh risiko yang dihadapi manajemen (Gibbons [1996]) dalam Mahadwartha (2003). *Bonding* menurut teori keagenan akan mengurangi konflik seperti *moral hazard* dan *adverse selection*.

Menurut Brigham dan Daves [2001] manajer tentu saja harus memperoleh kompensasi, dan struktur paket kompensasi ini dapat dan sebaiknya dirancang untuk memenuhi dua tujuan utama: (1) untuk menarik dan mempertahankan manajer yang cakap dan (2) untuk mengarahkan tindakan manajer agar mendekati kepentingan pemegang saham, yang terutama berkeinginan memaksimalkan harga saham. Setiap perusahaan memiliki cara pemberian kompensasi yang berbeda, tetapi kompensasi bagi eksekutif senior biasanya memiliki tiga bagian: (1) gaji tahunan yang dapat memenuhi biaya hidup, (2) bonus yang dibayarkan pada akhir tahun, yang tergantung pada profitabilitas perusahaan selama tahun berjalan, dan (3) opsi untuk membeli saham, atau lembar saham, sebagai imbalan atas kinerja jangka panjang.

- b. **Intervensi langsung pemegang saham.** Beberapa tahun yang lalu banyak saham dimiliki oleh individu, tetapi saat ini sebagian besar dimiliki oleh investor lembaga seperti perusahaan asuransi, dana pensiun, dan reksadana. Oleh karena itu, manajer lembaga keuangan memiliki pengaruh, jika mereka memilih untuk menggunakannya, atas operasi sebagian besar perusahaan. Pertama, mereka dapat memberikan saran mengenai bagaimana seharusnya perusahaan dijalankan. Akibatnya, investor lembaga dapat melakukan lobi bagi kepentingan pemegang saham. Kedua, setiap pemegang saham yang memiliki sedikitnya \$1.000 saham perusahaan selama satu tahun dapat mengajukan proposal yang harus diputuskan dalam rapat tahunan pemegang saham, meskipun proposal tersebut ditolak oleh manajemen. Meskipun proposal ini tidak mengikat dan terbatas pada hal-hal di luar operasi sehari-hari, namun hasil dari voting harus didengar oleh manajemen puncak (Brigham dan Daves [2001]).
- c. **Ancaman pengambilalihan.** Pengambilalihan secara paksa (apabila manajemen tidak menginginkan perusahaan diambil alih) terjadi bila saham perusahaan dinilai terlalu rendah dibandingkan harga potensialnya karena manajemen yang buruk. Dalam pengambilalihan secara paksa,

manajer perusahaan yang diambil alih umumnya di PHK, sementara yang tidak di PHK akan kehilangan status dan otoritasnya. Jadi, manajer mempunyai insentif kuat dalam melakukan tindakan yang dirancang untuk memaksimalkan harga saham (Brigham dan Daves [2001]).

7. Menggunakan Aliansi dengan Kreditor atau Bentuk Kerjasama Lainnya Sesuai Dengan Kesepakatan Bersama.

Penggunaan aliansi dengan kreditor atau bentuk kerjasama lainnya sesuai dengan kesepakatan bersama dapat mengurangi konflik keagenan. Jika beraliansi, manajer bisa memperoleh dananya dari pihak kreditor tanpa harus membayar bunga dan utang, juga pihak kreditor bisa memperoleh pendapatan dari keuntungan (earning per share atau laba) perusahaan, serta kreditor kemungkinan menjadi *owner*. Kelemahan dari aliansi adalah sulit cari investor yang ingin bekerjasama dengan pihak perusahaan karena biasanya investor atau kreditor jarang sekali mau menanggung risiko tapi ingin mendapat keuntungan yang besar.

8. Manajer Memahami Bagaimana Peran-Perannya.

Manajer mengetahui dan paham bagaimana peran-perannya sebagai manajer dapat mengurangi konflik keagenan. Peran manajer adalah:

- a. Mengambil keputusan keuangan dalam perusahaan antara lain: keputusan pendanaan, keputusan investasi, pendistribusian keuntungan.
- b. Mempertimbangkan risiko dari setiap keputusan yang diambil dan *return* yang akan diperoleh dari setiap investasi tersebut. Oleh karena itu sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan yang akan mensejahterakan para pemilik saham sebaiknya memahami betul konsep-konsep mengenai *risk and return, capital structure, capital budgeting*.

SIMPULAN

Teori keagenan yang mulai berkembang mulai dari Jensen dan Meckling [1976] mengacu kepada pemenuhan tujuan utama dari manajemen keuangan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Maksimalisasi kekayaan ini dilakukan oleh manajemen yang disebut sebagai agen. Ketidakmampuan atau keengganan manajemen untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham menimbulkan apa yang disebut masalah keagenan.

Penyebab konflik keagenan antara lain penggunaan arus kas bebas (*free cash flow*) pada aktivitas yang tidak menguntungkan, peningkatan kekuasaan manajer dalam melakukan *over investment* dan *consumption of excessive perquisites*, perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer, manajer memiliki kurang dari 100% saham perusahaan, penunjukan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan serta *insider ownership* yang kecil.

Akibat konflik keagenan adalah kas digunakan untuk kepentingan *outside stockholder* dan mengurangi kas yang digunakan untuk mengembangkan perusahaan, *asymmetric information*, *agency cost*, manajer sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan cenderung untuk melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadi.

Cara untuk menanggulangi konflik keagenan adalah melalui kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang, kebijakan dividen, risiko, kebijakan insentif, aliansi, dan memahami perannya. Melalui informasi yang dihasilkan dari artikel ini diharapkan dapat membantu pihak perusahaan, investor, calon investor maupun kalangan akademisi dalam memahami mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A., dan G. Mandelker. 1987. Large Shareholders and Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments. *Journal of Finance* 42, hal. 823-837.
- Amilin. 2002. Pengaruh Tanggung Jawab dan Pertimbangan Etis Manajer Terhadap Judgement Evaluasi Keputusan Investasi Ketika Terjadi Adverse Selection. *Tesis Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi*, Universitas Gadjah Mada Jogjakarta.
- Bathala C. T., K.P. Moon., dan R. P. Rao. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: an Agency Perspective. *Financial Management* 23, hal. 38-50.
- Berger, P.G., E. Ofek., dan D.L. Yermack. 1997. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance* 42, hal. 1411-1436.
- Brigham, E.F., dan P.R. Daves. 2001. *Intermediate Financial Management*, 7th edition, The Dryden Press, Orlando.
- Chen, R.C., dan T.L. Steiner. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: a Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *Financial Review*, Vol. 34, hal. 119-137.
- Chen, R.C., T.L. Steiner., dan A.M. Whyte. 1998. Risk-Taking Behavior and Management Ownership in Depository Institutionals. *The Journal of Financial Research*, Vol. XXI, no. 1, (Spring), hal. 1-16.
- Coffee, D.R. 1991. Liquidity Versus Control: The Institutional Investors as Corporate Monitor. *Columbia Law Review*, hal. 1277-1368.
- Copeland, T.E., dan J.F. Weston. 1992. *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd edition, Addison-Wesley Publishing Company.

- Crutchley, C.E., dan Hansen. 1989. A Test of the Agency Theory of managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management* 18, hal. 36-46.
- Demsetz, H., dan K. Lehn. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy* 93, hal. 1155-1177.
- Demsey, S., dan L. Gene. 1993. Effect of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratio. *The Journal of Finance Research*, Vol. XV, No. 4, Winter.
- Easterbrook, F.H. 1984. Two Agency-Cost Explanation of Dividend. *American Economic Review*, Vol. 74, September, hal. 650-659.
- Eisenhardt, K. 1989. Agency Theory: An Assesment and Review. *Academy of Management Review*, Vol 14, hal. 57-74.
- Fama, E.F., dan M.C. Jensen. 1983. Separation of Ownership and Kontrol. *Journal of Law and Economics* 26, hal. 301-325.
- Fauzan. 2002. Hubungan Biaya Keagenan, Risiko pasar dan Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Dividen. *Tesis Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi*, Universitas Gadjah Mada Jogjakarta.
- Friend, I., dan L.H.P. Lang. 1988. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance* 43, hal. 271-282.
- Galai, D., dan R.W. Masulis. 1976. The Optionpricing Model and the Risk Factor of Stock. *Journal of Financial Economics* 3, hal. 53-81.
- Gaver, J.J., dan K.M. Gaver. 1993. Additional Evidence on The Association between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics* 16, hal. 125-160.
- Gibbons, R. 1996. Incentives and Careers in Organization. *Working Paper: National Bureau of Economic Research*, hal. 1-37.
- Godfrey, J., A. Hodgson., dan S. Holmes. 1997. *Accounting Theory*. 3rd edition. John Willey and Sons: Australia.
- Grossman, S., dan O. Hart. 1982. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives in The Economics of Information and Uncertaint*. J. McCall, University of Cichago Press, Cichago.
- Hartono, J. 2000. An Agency-Cost Explanation for Dividend Payments. *Working Paper*, Universitas Gadjah Mada, hal. 1-22.
- Holder, M.E., F.W. Langlehr., dan J.L. Hexter. 1998. *Dividend Policy Determinant: An Investigation of Influences of Stakeholder Theory*. Financial Management/Autumn.
- Husnan, S. 2000. *Corporate Governance di Indonesia: Pengamatan Terhadap Sektor Corporate dan Keuangan*, (tidak diterbitkan), hal. 1-10.

- Jensen, G.R., D.P. Solberg., dan T.S. Zorn. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, hal. 247-263.
- Jensen, M. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economics Review*, vol. 76, hal. 323-326.
- Jensen, M., dan W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, hal. 305-360.
- May, D.O. 1995. Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies? *Journal of Finance* 50, hal. 1291-1308.
- Mahadwartha, P.A. 2003. Proposisi Teori Keagenan dan Teori Equity pada Kebijakan Kompensasi. *Manajemen Usahawan Indonesia*, hal 37-41.
- McConnell, J.J., dan H. Servaes. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *The Journal of Financial Economics* 27, hal. 595-612.
- Midiastuty, P.P. 2002. Analisis Hubungan Corporate Governance Dengan Manajemen Laba (Earnings Management) dan Kualitas Laba. *Tesis Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada Jogjakarta*.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry., dan J.N. Rimbey. 1995. An Investigation of Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend *The Financial Review*, Vol. 30, No. 2.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry., dan J.N. Rimbey. 1998. Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review* 33, hal. 85-98.
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research* 5, hal. 249-259.
- Saunders, A., S. Elizabeth., dan N.G. Travlos. 1990. Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking. *The Journal of Finance*, Vol.XVL., No. 2, hal. 643-654.
- Scott, W.R. 2000. *Financial Accounting Theory*. 2nd edition. Prentice Hall: Kanada.
- Shleifer, A., dan R. Vishey. 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, hal. 461-488.
- Sutrisno. 2001. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Working Paper*.