

# TIGA BENTUK "MASALAH KEAGENAN (AGENCY PROBLEM)" DAN ALTERNATIF PEMECAHANNYA

BAGIAN II DARI 2 TULISAN

Chynthia A. Utama

## Abstrak

Pendahuluan kepentingan pribadi dibandingkan kepentingan orang lain (*self-interested behavior*) merupakan salah satu sifat dasar yang dimiliki manusia. Sifat inilah yang memicu timbulnya masalah keagenan (*agency problem*) manakala perusahaan perseorangan berkembang lebih besar sehingga kepemilikan dan pengelolaan dilakukan secara terpisah. Oleh karena masalah keagenan dapat timbul antara berbagai pihak di dalam perusahaan (*stakeholders*) maka masalah tersebut diplah dalam tiga bentuk : pertama, masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham; kedua, masalah keagenan antara pemegang saham dengan kreditur; dan ketiga, masalah keagenan antara perusahaan dengan konsumen. Guna meminimisasi masalah keagenan maka perusahaan harus menanggung biaya keagenan (*agency cost*) seperti pembuatan kontrak atau biaya pengawasan (*audit*). Beberapa solusi lain yang dapat diterapkan adalah : *strip financing* dan *mezzanine financing*, *go public*, *corporate governance*, *security analysis*, dan *multilevel organization*.

Kata kunci : *Agency problem*, *Agency cost*.

## B. Alternatif Pemecahan 'Masalah Keagenan'

### I. Kontrak Kerja Optimal (*Financial Contract*)

Walaupun kontrak yang dibuat antara berbagai *stakeholders* bukanlah merupakan alat pengawasan yang baik untuk meminimisasi masalah keagenan, tetapi setidaknya dapat digunakan sebagai salah satu alternatif untuk meredamnya. Pertimbangan penting sebelum membuat kontrak kerja yang optimal adalah (Douglas dan Finnerty, 1997) :

#### a. Krisis Keuangan (*Financial Distress*)

Krisis keuangan dapat memicu percepatan konflik antara berbagai *stakeholders* di dalam perusahaan. Perusahaan yang mengalami krisis

keuangan memiliki motivasi lebih besar untuk menimbulkan masalah penggantian aset atau *underinvestment* karena keadaan krisis tersebut sudah membuat perusahaan terancam bangkrut sehingga bagi pemegang saham membuat keputusan berisiko tinggi tidak membuat dia merugi lebih berarti. Artinya, jika keputusannya berhasil perusahaan diharapkan bisa terselamatkan dan kalau merugi tidak menjadi masalah karena perusahaan memang sudah terancam bangkrut. Selain itu, *stakeholders* mungkin membentuk koalisi yang mendahulukan kepentingan pribadinya, walaupun hal ini bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Contoh, perusahaan sudah terancam bangkrut tetapi manajer malah meminjam ke bank untuk melanjutkan operasi perusahaan. Pinjaman tersebut memberikan kesempatan bagi manajer untuk menyelamatkan diri dari kehilangan pekerjaan, walaupun hal ini bisa

merugikan pemegang saham. Tetapi bisa saja pemegang saham mendukung pinjaman tersebut, walaupun merugikan pemegang obligasi. Kondisi ini bisa terjadi kalau pemegang saham mendapatkan nilai sedikit seandainya perusahaan dilikuidasi tetapi akan memperoleh keuntungan tinggi jika perusahaan bisa terselamatkan.

#### b. Informasi yang tidak sempurna (*Imperfect Information*)

Kontrak keuangan bersifat kompleks karena ketidaksempurnaan dunia nyata menyebabkan informasi yang diterima oleh *stakeholders* tidak sama. Agen mungkin memberikan sinyal yang bias atau tidak akurat, seperti pemberian laporan keuangan yang dimanipulasi oleh manajer kepada pemegang saham. Hal ini dilakukan karena ukuran kinerjanya tergantung kepada laba yang dihasilkan perusahaan.

Oleh karena itu kontrak yang didesain secara baik dan optimal akan memberikan sinyal yang lebih bisa dipercaya. Berikut ini uraian mengenai hal-hal penting dalam kontrak untuk mengatasi berbagai masalah keagenan.

### 1.1. Kontrak untuk mengatasi masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham

Jensen (1986&1993) serta Fama dan Jensen (1985) menegaskan bahwa kontrak manajemen sebaiknya meliputi kompensasi yang bersifat materi terhadap manajer seperti *stock options*, *performance shares*, dan bonus. Pemberian saham perusahaan bertujuan agar manajer berfungsi pula sebagai pemilik sehingga mendorong manajer untuk mempertimbangkan risiko

Cynthia A. Utama,  
Staf Pengajar FEUI, Depok

investasi berdasarkan risiko sistematis dan memberikan kinerja terbaik untuk memaksimumkan kekayaan pemegang saham. Selain itu, pemberian bonus yang lebih besar jika kinerja manajer lebih besar dari target perusahaan (*deferred compensation*) akan memotivasi manajer menghindari kecenderungan melewatkan proyek dengan NPV positif.

Faktor eksternal yang menguntungkan perusahaan adalah tekanan dari pasar tenaga kerja. Manajer dapat menuntut gaji yang lebih tinggi pada kontrak kerja jika mereka mempunyai rekomendasi dan reputasi yang baik.

### 1.2. Kontrak untuk mengatasi masalah keagenan antara pemegang saham dengan pemegang obligasi

Pemegang obligasi dapat membatasi tindakan pemegang saham yang akan menurunkan nilai kekayaan pemegang obligasi melalui kontrak hutang (*indenture*). *Indenture* adalah kontrak legal yang eksplisit dari obligasi yang diterbitkan kepada publik. *Indenture* tersebut terdiri dari balasan atau *covenants*, yaitu provisi atau ketentuan-ketentuan yang ada di dalam *indenture*:

1. **Negative covenant** membatasi tindakan tertentu dari perusahaan, seperti perolehan hutang baru atau pembayaran dividen;
2. **Positive covenant** mensyaratkan tindakan tertentu seperti pembayaran pajak dan pemberian laporan keuangan teralut.

Jensen dan Meckling (1976) menyebut *covenants* tersebut sebagai biaya yang harus ditanggung manajer-pemegang saham. Jenis biaya tersebut adalah :

1. Batasan untuk membuat keputusan investasi yang akan meningkatkan nilai perusahaan (*value increasing investment*). Contoh, membeli mesin atau peralatan dan gedung dimana dibiayai sebagian dari hutang dengan prioritas pembayaran hutang yang sama. Hal ini jelas merugikan pihak kreditor yang terlebih dahulu sudah memberi hutang pada perusahaan.
2. Batasan untuk membuat keputusan investasi yang menurunkan nilai

perusahaan (*value decreasing investment*). Termasuk dalam hal ini tidak boleh membayar dividen walaupun laba perusahaan sangat tinggi karena pembayaran dividen secara tidak langsung merupakan keputusan investasi dengan NPV negatif.

*Covenant* menguntungkan pemegang obligasi dengan menurunkan risiko obligasi dan juga menguntungkan pemegang saham karena penurunan risiko obligasi dapat menurunkan tingkat bunga obligasi yang harus dibayar. Tetapi *covenant* tersebut dapat meningkatkan biaya pengawasan dan penurunan efisiensi operasi perusahaan, seperti tidak dapat menjual atau membeli aset secara mudah. Hal ini di gambarkan secara sistematis dalam bagan dibawah ini (Keown, Martin, Petty, dan Scott, Jr, 2001) :

Pemegang saham dapat pula

#### Biaya keagenan dari Hutang : Keuntungan dan Kerugiannya

<i>Covenants</i> tidak ketat	<i>Covenants</i> ketat
Tingkat bunga tinggi	Tingkat bunga rendah
Biaya pengawasan rendah	Biaya pengawasan tinggi
Tidak kehilangan efisiensi operasi	Banyak kehilangan efisiensi operasi

memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk menukar setiap lembar obligasi yang dimiliki dengan jumlah tertentu saham perusahaan (*convertible bond*). Hal ini dimaksudkan agar pemegang obligasi dapat menikmati keuntungan yang lebih tinggi dari tingkat bunganya jika perusahaan mengalami keuntungan yang sangat besar (*windfall profit*).

## II. Alat Pengawasan

### 2.1. Penggunaan hutang pada perusahaan dengan *free-cash flow* besar

Uraian berikut merupakan uraian lebih lanjut dari penggunaan hutang untuk mengatasi masalah keagenan antara pemegang saham dengan pemegang manajer. Kita telah mengetahui bahwa perusahaan dengan *free-cash flow* besar mendorong manajer

untuk menggunakannya bagi kepentingan pribadi. Berdasarkan *control hypothesis*, struktur modal perusahaan sebaiknya mengandung proporsi hutang lebih besar sehingga manajer dituntut untuk membayar bunga dari kas yang ada secara reguler. Oleh karena itu, alternatif pembiayaan eksternal yang dapat dilakukan perusahaan adalah penerbitan hutang untuk membeli kembali saham perusahaan (*repurchase stock*), saham preferen untuk saham biasa, hutang untuk saham preferen, atau hutang untuk saham agar diperoleh penurunan masalah keagenan dari *outside equity*. Tetapi *control hypothesis* tidak memberikan manfaat positif pada perusahaan dengan probabilitas pertumbuhan yang tinggi (peluang investasi dengan NPV positif besar) tapi tidak mempunyai *free-cash flow*. Artinya, penggunaan hutang lebih efektif diterapkan pada perusahaan dengan kondisi *cash cow* yaitu memiliki

arus kas besar dan prospek pertumbuhan kecil (Jensen, 1986).

Walaupun demikian, *free-cash flow theory* tidak menyatakan seberapa besar hutang yang sebaiknya digunakan dan seberapa besar hutang yang dianggap berlebihan karena kita harus mengingat bahwa penggunaan hutang yang semakin besar dapat meningkatkan biaya keagenan dari hutang termasuk biaya kebangkrutan. Konsep ini hanya memberikan pemahaman bahwa hutang dapat digunakan untuk mengawasi dan mengendalikan perilaku dan keputusan manajer. (Scott, Jr; Martin; Petty; dan Keown, 2001 ). Oleh karena itu, perusahaan harus berusaha mencari titik keseimbangan sehingga kerugian yang dialami pihak kreditor maupun manajer-pemilik dapat seminimal mungkin. Pembahasan hal tersebut dinyatakan dalam *static trade-off theory* dimana estimasi *debt to equity ratio*

yang dapat mengoptimalkan nilai perusahaan tercapai ketika biaya keagenan dari penambahan hutang sama dengan biaya keagenan dari penurunan ekuitas (Myers, 1984). Bila diformulasikan sebagai berikut

$$V_L = V_U + PV_{\text{tax shields}} - PV_{\text{agency costs of outside debt}} - PV_{\text{bankruptcy costs}} + PV_{\text{agency costs of outside equity}}$$

### 2.1.1. Strip Financing dan Mezzanine Financing

Untuk mengatasi konflik antara pemegang saham dan obligasi serta menurunkan biaya kebangkrutan dapat digunakan *strip financing* (Jensen, 1986). *Strip financing* adalah *risk non-equity securities* yang dimiliki atau dipegang dengan proporsi yang sama. Contoh: terdapat dua perusahaan A dan B dimana perusahaan A tidak memiliki hutang dalam struktur modalnya (seluruhnya ekuitas) sedangkan perusahaan B memiliki hutang (*senior subordinated debt, convertible bond, dan preferred*) dan ekuitas. Jika membeli saham perusahaan B harus memenuhi syarat "*strips*," artinya pembelian x% dari suatu jenis sekuritas mengharuskan pembelian x% dari seluruh sekuritas yang lain (lalu digabungkan). Keuntungan dari *strip financing* ini adalah:

1. Jika manajer perusahaan B tidak membagikan dividen tetapi malah menginvestasikan pada *value-reducing project* atau terbukti manajer tidak kompeten, pemegang "*strip*" dengan mudah dapat memberhentikannya karena pemegang sekuritas perusahaan B berfungsi sebagai kreditur dan sekaligus pemilik dalam perusahaan. Begitu pula kalau sekuritas dengan tingkatan di atas ekuitas perusahaan gagal bayar, pemegang "*strip*" tidak memiliki kesulitan untuk menagih pembayaran atau menuntut pailit.
2. Klaim dari pemegang sekuritas di perusahaan B sama sehingga tidak ada konflik kepentingan dan jika terjadi *default* maka proses kebangkrutan dapat diselesaikan dengan mudah dan cepat karena bagi pemegang "*strip*" ini hanyalah masalah memindahkan uang dari satu kantong ke kantong lainnya.

Penggunaan "*strip*" tersebut tidak perlu diberlakukan pada *riskless senior debt* (klaim terhadap pendapatan dan aset perusahaan sudah jelas ranking pertama) sehingga yang perlu di-*strip* adalah sekuritas di bawah *senior debt* tapi di atas saham biasa (disebut *Mezzanine Financing*).

### 2.1.2. Peningkatan Hutang dalam Pengambilalihan (Takeovers)

Sejarah tahun 1970-1980-an pada industri minyak merupakan salah satu contoh dari *free-cash flow theory*. Pada tahun '70-an harga minyak sangat tinggi sehingga arus kas masuk dalam perusahaan minyak sangat besar (*free-cash flow tinggi*) tetapi perkembangan selanjutnya tingkat permintaan minyak turun sehingga terjadi *excess capacity* produksi perusahaan. Manajer perusahaan bukan membagikan arus kas yang ada kepada pemegang saham sebagai dividen tetapi malah menginvestasikan pada pengeboran dan pengembangan walaupun rata-rata imbal hasil di bawah biaya modal. Lebih buruk, manajer juga melakukan diversifikasi usaha pada *broadcasting* tetapi tidak sukses karena kurangnya keterampilan di luar bidang perminyakan dan tidak mujur.

Oleh karena itu, ditempuh jalan

pengambilalihan atau penggabungan usaha perminyakan. Hal ini menyebabkan hutang naik di dalam perusahaan, pembayaran modal pada pemegang saham, penurunan pengeboran dan pengembangan, penurunan *excess capacity*. Akibatnya, efisiensi perusahaan dan nilai perusahaan meningkat termasuk penurunan masalah keagenan dari manajer dengan naiknya tuntutan pembayaran bunga.

Singkat kata, ancaman *takeovers* dapat meningkatkan kinerja manajer agar tidak diberhentikan oleh perusahaan dan peningkatan hutang akibat *takeovers* tersebut memaksa manajer tidak menggunakan *free-cash flow* untuk kepentingan pribadinya! Pertimbangan penting yang harus diingat dari pelaksanaan *take-over*:

- 1) penggabungan usaha tersebut dilakukan bagi perusahaan dengan struktur hutang belum optimal atau salah satu pihak masih memiliki hutang yang belum optimal;
- 2) dilakukan untuk usaha yang sejenis karena penggabungan usaha yang berbeda (*conglomerate mergers*) seringkali tidak meningkatkan nilai perusahaan.
- 3) manajer dapat menentang pengambilalihan dengan tindakan yang mengakibatkan penurunan pada nilai perusahaan (seperti *poison*



Take over bisa terjadi pada setiap perusahaan

*pills*<sup>5</sup> dan *shark repellents*<sup>6</sup>) dan pada akhirnya merugikan pemegang saham. Jensen dan Meckling memberikan alternatif pemecahan yang disebut *golden parachutes* untuk mengantisipasi masalah keagenan yang timbul seandainya karyawan harus kehilangan pekerjaannya akibat *take-over* tersebut, yaitu berupa kebijakan kompensasi dan uang pensiun yang menarik pada kontrak manajer tingkat atas.

## 2.2. Penggunaan Cash Dividend

Uraian di bawah ini merupakan penegasan kembali uraian masalah keagenan dari pemegang saham dengan obligasi berupa penurunan klaim obligasi akibat perusahaan membayar dividen.

Kita ingat bahwa *agency cost* dari yang ditimbulkan manajer dapat berbentuk : 1) biaya pengawasan manajer dimana biaya ini sangat mahal dan belum tentu meminimisasi masalah keagenan; 2) sifat penghindar risiko dari manajer yang hanya mau menganalisis proyek berdasarkan risiko total bukan risiko unsistematis. Oleh karena itu, pemegang saham dapat menuntut kestabilan pembayaran dividen oleh manajer karena pembayaran dividen dapat memaksa manajer mencari sumber pendanaan baru dari eksternal, diantaranya dengan menggunakan hutang baru. Tetapi penerbitan hutang melalui pasar modal membutuhkan biaya flotasi<sup>7</sup> sehingga lebih baik perusahaan menerbitkan hutang sekaligus dalam skala besar dan frekuensi yang lebih sering di pasar modal untuk mengganti penurunan laba perusahaan akibat pembayaran dividen. Walaupun tidak menimbulkan hutang baru, dividen dibayar melalui laba bersih

5. Poison pill : pemberian hak kepada pemegang saham yang akan diambil-alih untuk membeli saham perusahaan dengan harga menarik seandainya pengambilalihan tetap dilakukan
6. Shark repellent : amandemen yang antara lain berisi pernyataan yang mengejutkan bagi calon dewan direksi, persyaratan mayoritas untuk pengambilalihan, atau mandat yang menuntut pengakuisi membayar harga yang sama untuk seluruh saham perusahaan yang diakuisi.
7. Biaya flotasi adalah biaya-biaya yang timbul dari penerbitan sekuritas seperti biaya administrasi, legal, atau broker.

di dalam perusahaan sehingga mengurangi laba ditahan dan akhirnya ekuitas perusahaan. Hasil akhir yang diperoleh sama yaitu peningkatan hutang dalam struktur modal perusahaan (Easterbrook, 1984).

Kesimpulannya, pembayaran dividen berguna untuk meminimumkan *deadweight cost* dari masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham yang telah melakukan keputusan investasi secara berlebihan pada proyek dengan NPV = 0 atau negatif. Walaupun demikian kita harus mengingat kembali uraian sebelumnya bahwa pembayaran dividen merupakan manifestasi dari masalah keagenan antara pemegang obligasi dan saham. Sehingga pembayaran dividen ini bisa saja tidak dapat dilakukan karena adanya pembatasan dari *covenants* obligasi.

Kebijakan pembagian dividen selain untuk mengatasi biaya keagenan juga tergantung dari beberapa faktor : 1) kondisi industri dimana perusahaan beroperasi, ukuran perusahaan, padat modal atau tidaknya proses produksi perusahaan, *free cash flow* yang dihasilkan, ketersediaan peluang proyek dengan NPV positif; dan 2) jumlah pemegang saham, tersebar atau tidaknya kepemilikan saham, aktif atau tidaknya pemegang saham, keinginan

dan kemampuan pemegang saham mayoritas di dalam mengawasi manajemen perusahaan. Manajer yang mengikuti kebijakan pembayaran dividen sesuai dengan kepentingan yang paling baik dari investor akan diberikan kompensasi dengan kenaikan harga saham dan promosi, sebaliknya adalah penurunan harga saham dan pemberhentian manajer dari perusahaan. Kedua variabel tersebut dijelaskan secara terperinci sebagai berikut, lihat Tabel dibawah (Megginson, 1997) :

## 2.3. Keputusan Go Public

Kebutuhan akan pembiayaan eksternal seperti yang sudah diuraikan sebelumnya baik melalui penerbitan saham ataupun obligasi memaksa perusahaan secara kontinyu ke pasar modal. Pasar modal merupakan alat monitor yang baik sebab bila melakukan penerbitan sekuritas, perusahaan akan dinilai oleh *investment banker* atau perantara lainnya guna meyakinkan kepada investor pembeli (pemegang saham maupun obligasi) bahwa sekuritas perusahaan tersebut layak dibeli. Penerbitan sekuritas baru tersebut tidak akan menimbulkan masalah keagenan dari pemegang saham dan pemegang obligasi lama karena seperti pembayaran dividen di

Peningkatan dalam variabel perusahaan di bawah ini	Dampak terhadap pembayaran dividen adalah sebagai berikut
Pertumbuhan Aset	Menurun
Peluang investasi dengan NPV positif	Menurun
Kepadatan modal dari produksi perusahaan	Meningkat
Free cash flow yang dihasilkan	Meningkat
Jumlah pemegang saham individu	Meningkat
Kuatnya koalisi dari kepemilikan saham	Menurun
Ukuran dari pemilik saham mayoritas terbesar	Menurun

Peningkatan dari variabel makro di bawah ini	Dampak terhadap pembayaran dividen adalah sebagai berikut
Biaya transaksi dari perdagangan sekuritas	Meningkat
Pajak perseorangan dari pendapatan dividen	Menurun
Pajak perseorangan dari pendapatan <i>capital gain</i>	Meningkat
Pentingnya investor institusional	Menurun
Kekuatan investor institusional pada <i>corporate governance</i>	Menurun
Pentingnya pasar modal secara relatif dibandingkan <i>intermediated financing</i>	Meningkat
Jumlah transparansi informasi perusahaan	Menurun

atas, pemegang obligasi jelas mengalami kerugian sedangkan kalau manajer membiayai investasi dengan laba ditahan, ekuitas akan naik dalam struktur modal dan pemegang obligasi jelas mengalami keuntungan. Berbeda dengan penerbitan sekuritas baru, baik pemegang saham atau pemegang obligasi lama tidak ada yang dirugikan. Dalam hal ini, yang ada hanyalah calon investor baru dan dia tidak akan begitu saja menginvestasikan dananya bila tidak yakin bahwa manajer tidak akan menimbulkan masalah keagenan (Easterbrook, 1984). Dengan demikian, manajer harus berusaha menurunkan masalah keagenan jika perusahaan *go public* di pasar modal dengan cara sebagai berikut (Jensen dan Meckling, 1976) :

#### 1. Bonding Expenditure

Pengelola memiliki porsi kepemilikan lebih besar dibanding pemegang saham atau pemegang saham diberikan hak pilih (*voting rights*) dimana dapat menggeser manajer jika kinerjanya kurang memuaskan.

#### 2. Monitoring Expenditure

Pengelola mau menanggung biaya atau investor luar diijinkan untuk melakukan audit, asuransi terhadap aset perusahaan, atau merating kewajiban (obligasi) perusahaan.

Pertimbangan penting yang harus diingat oleh perusahaan adalah efisiensi alokasi sumber daya perusahaan yang terbatas karena jika semakin ketat pengawasan yang dilakukan oleh perusahaan untuk meminimisasi masalah keagenan maka biaya ekstra yang harus dikeluarkan sangat besar dan bisa jadi sia-sia karena belum tentu semua manajer dan tindakannya selalu merugikan pemilik. Alternatif lain yang dapat dilakukan oleh perusahaan adalah membuat kontrak kerja sebaik mungkin sehingga kebutuhan pengawasan dapat dieliminasi (Douglas dan Finnerty, 1997).

Terlihat bahwa investor baru bisa berfungsi lebih baik di dalam mengurangi biaya keagenan dibandingkan investor lama.

*Go Public* memiliki kelebihan dan kerugian (Pagano dan Roell, 1998).

Kelebihannya adalah :

1. Adanya peraturan bursa yang menuntut transparansi laporan keuangan dan proses perdagangan yang adil dan wajar membuat pengawasan lebih mudah dilakukan dan biaya modal yang diminta oleh investor akan lebih rendah.
2. Dana yang dapat diperoleh untuk kegiatan investasi lebih besar.
3. Efektifitas biaya karena penyebaran informasi dan aktivitas perdagangan saham terpusat.
4. Adanya perlindungan bagi pemegang saham minoritas dari usaha penyuapan pihak manajemen perusahaan terhadap pemegang saham mayoritas untuk mengurangi pengawasan terhadap perusahaan.

Kekurangannya adalah :

1. Timbulnya biaya pendaftaran (*listing*) dan *go public* di pasar modal.
2. Adanya peraturan yang cukup ketat untuk dapat *go public*.

Jadi, keputusan *go public* memiliki *trade-off* antara biaya pengawasan dan biaya *go public*. Jika pemegang saham sekaligus pemilik (*controlling shareholders*) memutuskan untuk menjual kepada pemegang saham luar tanpa mendaftar di pasar modal (*going private*) maka harus menerima konsekuensi pengawasan yang sangat ketat tetapi tidak ada biaya *go public*. Sebaliknya akan terjadi, kalau perusahaan memutuskan untuk *go public*.

#### 2.4. Corporate Governance

*Organization Economic Cooperation and Development* (OECD) berpendapat bahwa *corporate governance* merupakan struktur hubungan serta kaitannya dengan tanggung jawab di antara pihak-pihak terkait yang terdiri dari pemegang saham, anggota dewan direksi dan komisaris termasuk manajer, yang dirancang untuk mendorong terciptanya suatu kinerja yang kompetitif yang diperlukan dalam mencapai tujuan utama perusahaan. Prinsip-prinsip dasar dari *good corporate governance* meliputi (Wicaksono, 2000) :

1. *Fainness* yaitu kepastian perlindungan

an atas hak seluruh pemegang dari penipuan (*fraud*) dan penyimpangan lainnya serta adanya pemahaman yang jelas mengenai hubungan berdasarkan kontrak diantara penyedia sumber daya perusahaan dan pelanggan.

2. *Transparency* yaitu keterbukaan mengenai informasi kinerja perusahaan, baik ketepatan waktu maupun akurasi. Hal ini berkaitan erat dengan kualitas informasi akuntansi yang dihasilkan.
3. *Accountability* yaitu penciptaan sistem pengawasan yang efektif berdasarkan pembagian wewenang, peranan, hak dan tanggung jawab dari pemegang saham, direksi, manajer, dan auditor. Hal inilah yang berkaitan dengan *agency theory*!
4. *Responsibility* yaitu pertanggungjawaban perusahaan kepada *stakeholders* dan lingkungan dimana perusahaan itu berada.

Prinsip transparansi laporan keuangan membuat informasi keuangan lebih terpercaya (bila perlu menggunakan auditor eksternal) sehingga *adverse selection* dan *shirking* di dalam perusahaan diharapkan bisa menurun karena manajer yang memberikan kinerja kurang optimal akan mengalami penurunan pendapatan, reputasi dan harga saham. Tetapi terdapat biaya transparansi laporan keuangan : 1) biaya langsung, misalnya biaya administrasi dan perolehan data; 2) biaya tidak langsung dengan memberikan informasi kepada pesaing atau pesaing potensial. Keuntungannya adalah semakin tinggi transparansi laporan keuangan perusahaan maka biaya modal perusahaan menurun karena : 1) menurunnya biaya transaksi dan naiknya permintaan saham perusahaan; 2) investor menilai risiko aset perusahaan menurun (Utama, 2000).

Secara keseluruhan konsep *corporate governance* timbul sebagai upaya untuk mengerem atau mengatasi perilaku manajemen yang mementingkan diri sendiri dengan menciptakan mekanisme dan alat kontrol untuk memungkinkan terciptanya sistem

pembagian keuntungan dan kekayaan yang seimbang bagi *stakeholders* dan menciptakan efisiensi bagi perusahaan.

Lebih lanjut Wicaksono (2000) menjelaskan bahwa keberhasilan penerapan *corporate governance* tidak terlepas dari struktur kepemilikan perusahaan. Struktur kepemilikan tercermin baik melalui instrumen saham maupun instrumen hutang sehingga melalui struktur tersebut dapat ditelaah kemungkinan bentuk masalah keagenan yang akan terjadi. Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam struktur kepemilikan, antara lain :

1. Kepemilikan sebagian kecil saham perusahaan oleh manajemen mempengaruhi kecenderungan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham dibanding sekedar mencapai tujuan perusahaan semata.
2. Kepemilikan yang terkonsentrasi memberi insentif kepada pemegang saham mayoritas untuk berpartisipasi secara aktif dalam perusahaan.
3. Identitas pemilik menentukan prioritas tujuan sosial perusahaan dan maksimalisasi nilai pemegang saham, misalnya perusahaan milik pemerintah cenderung untuk mengikuti tujuan politik dibanding tujuan perusahaan.

Terdapat dua mekanisme dalam penerapan *corporate governance* yaitu mekanisme intern dan mekanisme ekstern. Mekanisme intern berkaitan dengan pengendalian intern perusahaan khususnya peranan dewan komisaris. Dewan komisaris berfungsi sebagai wakil pemegang saham untuk mengawasi aktivitas manajemen sehingga asimetri informasi antara manajer dengan pemegang saham dapat diatasi.

Dengan asumsi dewan komisaris mewakili pemegang saham, maka dewan komisaris merupakan alat pengendalian dan merupakan elemen yang sangat penting dalam mekanisme intern *corporate governance*. Anggota dewan komisaris dapat terjadi dari anggota yang berasal dari dalam perusahaan (intern) dan dari luar

perusahaan (ekstern). Dewan komisaris intern lebih banyak mengetahui seluk-beluk perusahaan, tetapi mungkin tidak memiliki tingkat independensi yang besar dibanding anggota dewan komisaris ekstern.

Mekanisme intern lainnya yaitu penunjukkan anggota dewan direktur dan dewan komisaris independen serta pembentukan komite audit oleh komisaris yang beranggota auditor independen dan staf internal audit. Berdasarkan *Code for Good Corporate Governance*, minimal 20% dari anggota dewan komisaris merupakan orang yang independen. Ini dilakukan untuk menjaga keseimbangan dalam pengambilan keputusan bisnis sehari-hari. Pendapat dari anggota independen seharusnya lebih mengacu kepada kepentingan *stakeholders*, tidak hanya kepentingan komersial perusahaan, oleh karena itu pemilihan orangnya sangat menentukan kinerjanya. Direktur independen haruslah orang dari luar perusahaan yang tidak mempunyai hubungan afiliasi maupun jasa konsultasi serta tidak memiliki hubungan kekeluargaan dengan manajemen.

Mekanisme lain dari *corporate governance* adalah mekanisme ekstern, yaitu mekanisme kontrol yang memanfaatkan semua perangkat yang ada di luar perusahaan, baik ekonomi, hukum dan sosial untuk mengontrol jalannya perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham dan *stakeholders* lainnya. Perangkat tersebut mencakup pasar uang dan pasar modal yang bersaing, perangkat hukum dan perundang-undangan yang lengkap, penerapan hukum yang konsisten dan adil, pasar barang dan jasa (termasuk pasar tenaga kerja yang profesional) yang aktif dan terbuka, konsumen yang aktif, langgap dan sadar akan hak dan kewajibannya.

Mekanisme ekstern ini kadangkala lebih berperan dalam mendisiplinkan manajemen dan perusahaan dibanding dengan mekanisme intern. Sebagai contoh pasar modal yang terbuka, aktif, dan likuid memungkinkan para pemegang saham menindak secara langsung perilaku manajemen yang tidak sesuai dengan kepentingan

pemegang saham. Mereka dapat melepas atau menjual saham ke pasar apabila harapan mereka tidak terpenuhi. Dengan demikian, nilai perusahaan akan turun apabila pemegang saham secara serentak melakukan hal yang sama.

## 2.5. Analisis Sekuritas

Analisis sekuritas merupakan bagian dari proses pengambilan keputusan investasi. Analisis ini melalui beberapa tahapan : 1) meninjau keadaan perekonomian dan industri di mana perusahaan yang dianalisis berada. Tahap ini bertujuan memberi gambaran umum mengenai risiko serta kemampuan perusahaan menghasilkan laba; 2) melakukan analisis terhadap perusahaan dengan melihat keunggulan dan kelemahan perusahaan tersebut serta seberapa jauh perusahaan itu mau mengambil risiko. Perangkat analisis yang banyak digunakan dalam tahapan ini termasuk analisis laporan keuangan, metode kuantitatif lainnya dan valuasi aset (Harianto & Sudomo, 1998).

Doukas, Kim, dan Pantzalis (2000) melakukan penelitian dampak analisis sekuritas dengan biaya keagenan dimana maksud tujuan penelitian untuk mengetahui :

1. Pengaruh dari dilakukannya analisis sekuritas di dalam mengurangi *agency cost* atau di dalam membatasi perilaku manajer yang tidak memaksimalkan nilai perusahaan.
2. Dampak dari dilakukannya analisis sekuritas pada perusahaan manufaktur dengan struktur yang berbeda-beda seperti *multisegment (diversified) company* atau *single-segment (focused) company*. Pemilahan sampel ini didasarkan atas pendapat banyak ahli bahwa perusahaan yang melakukan diversifikasi usaha gagal meningkatkan nilai pemegang saham karena investasi yang dilakukan terlalu berlebihan sehingga *agency cost* dan inefisiensi perusahaan meningkat.

Hasil penelitian yang didapat adalah:

1. Permintaan untuk jasa peramalan



Analisis sekuritas memiliki dampak terhadap nilai perusahaan

- prospek bisnis (*forecasting*) lebih besar untuk *diversified company* dibandingkan pada *focused company*.
2. Biaya dan sumber daya yang dikeluarkan oleh *diversified company* untuk mendapatkan informasi lebih besar dibandingkan *focused company*.
3. *Agency cost* akan cenderung menurun dengan semakin banyaknya analisis sekuritas yang terlibat.
4. Analisis sekuritas lebih mempunyai pengaruh yang signifikan dalam menurunkan *agency cost* pada *single-segment companies* dibandingkan *multisegment companies*.
5. Manajer perusahaan yang juga merupakan pemilik dari perusahaan selalu berusaha meningkatkan nilai pemegang saham sehingga mengurangi *agency cost*.
6. Adanya pemegang obligasi dapat membantu mengendalikan tindakan manajer yang menurunkan nilai perusahaan, dengan kata lain *agency cost* berkurang.
7. Analisis sekuritas mempunyai dampak positif terhadap peningkatan nilai perusahaan dengan cara mengawasi tindakan manajer dan mengurangi informasi yang asimetris antara pemegang saham internal dan eksternal.
8. Aktifitas pengawasan dari analisis

sekuritas pada *multisegment company* gagal meningkatkan nilai pemegang saham. Artinya, analisis sekuritas mempunyai efek lebih besar pada *focused company* dibandingkan *diversified company*.

Kesimpulannya, analisis sekuritas dapat digunakan sebagai mekanisme pengawasan yang berguna untuk menurunkan *agency cost* sehubungan dengan adanya konflik antara pemegang saham dengan manajer. Walaupun demikian, analisis sekuritas tersebut akan lebih efektif dan efisien bila diterapkan pada *focused company* dibandingkan *diversified company* karena organisasi tersebut lebih kompleks dan lebih tinggi dalam menghasilkan *agency cost* sehingga lebih sulit diawasi.

#### 2.6. Multilevel Organization

Perusahaan yang menggunakan banyak tingkatan otorisasi untuk menelaah dan mengevaluasi keputusan dapat berfungsi sebagai alat pengawasan tindakan manajer. Perilaku manajer yang menyimpang akan sulit dilakukan jika banyak orang yang terlibat di dalamnya. Untuk mendapatkan persetujuan, perencanaan di dalam perusahaan harus secara luas didiskusikan. Jika masalah muncul, tidak semua orang akan berdiam diri atau tetap menjaga

rahasia (Douglas dan Finnerty, 1997).

Demikianlah pembahasan masalah keagenan dan beberapa solusinya. Penulis menyadari, uraian ini bukanlah merupakan sesuatu yang baru tetapi rangkuman yang diberikan dalam artikel ini diharapkan dapat memberikan pemahaman lebih mendalam di dalam menyikapi masalah keagenan yang kerap kali timbul di dalam perusahaan. ■

#### Daftar Pustaka

- Doukas, John A., Chansong Kim, and Chritos Pantzalis, Security Analysis, Agency Cost, and Company Characteristics. *Financial Analysts Journal*, November/Desember 2000: 54-63.
- Easterbrook, Frank H., Two Agency-Cost Explanation of Dividends. *American Economic Review* 74 (September 1984): 650-659.
- Emery, Douglas, R and John D. Finnerty, *Corporate Financial Management*, Prentice Hall, 1997.
- Fama, Eugene F. and Michael C. Jensen, Organizational Forms and Investment Decisions. *Journal of Financial Economics* 5 (March 1985): 101-118.
- Hariantor, Fariddan Siswanto Sudomo, *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, PT Bursa Efek Jakarta, Jakarta, 1998.
- Jensen, Michael C., Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76 (May 1986): 323-329.
- \_\_\_\_\_. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance* 48 (July 1993): 831-860.
- Jensen, Michael C. and William Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (October 1976): 305-360.
- Keown, Arthur J., John D. Martin, J. William Petty, and David F. Scott, Jr, *Financial Management: Principles and Applications*, Prentice Hall, 2001: 526-528.
- Meggison, William L., *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley Educational Publisher Inc., 1997: 377-378.
- Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13 (June 1984): 187-221.
- Pagano, Marco and Ailsa Roell, The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Cost, Monitoring, and the Decision to Go Public. *The Quarterly Journal of Economics*, February, 1998.
- Utama, Siddharta, *Corporate Governance, Disclosure and Its Evidence in Indonesia. Seminar on the Commemoration of the 50<sup>th</sup> Anniversary of Faculty Economics, University of Indonesia*, Jakarta, October 4-5, 2000.
- Wicaksono, Andhika, *Struktur Kepemilikan, Pengungkapan dan Corporate Governance: Suatu Analisa. Skripsi*, Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi, Depok, 2000.