

**MASALAH AGENSI *FREE CASH FLOW* DAN
PERILAKU *MORAL HAZARD*
(SUATU TINJAUAN TEORITIS DAN EMPIRIS)**

Rahmat Setiawan
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga
rahmatsetiawan@hotmail.com

ABSTRACT

Free cash flow agency problem occurs when there is different interest between insider (manager and controlling shareholder) and outsider (minority shareholder and creditor) in correlated with firm free cash flow. Free cash flow agency problem in a firm is showed by moral hazard behavior done by manager and/or controlling shareholder in using firm free cash flow. The form of the moral hazard behavior is overinvestment activity by using firm free cash flow when the firm has bad investment opportunities. By doing overinvestment, manager and/or controlling shareholder make decision to invest firm free cash flow in unprofitable investment projects, which are investment projects with negative NPV. The manager and/or controlling shareholder motivation in doing overinvestment is to make the firm grow bigger than normal size, although ignore the firm profitability. The bigger firm size, the bigger firm resources controlled by manager and/or controlling shareholder, so that the bigger opportunity that manager and/or controlling manager use the firm resources for their self interest. Several empirical studies in Indonesia done by Santoso (2003), Mutamimah (2006) and Siregar (2006) showed empirical evidences about free cash flow agency problem between controlling shareholder and minority shareholder in Indonesia firms. The empirical studies in other developing countries, for examples: Bena and Hanousek (2008) in Czech Republic and Chen et al. (2009) in China, and the empirical studies in developed countries for examples: Lang et al. (1991) and Lang and Litzenberger (1989) also showed that free cash flow agency problem accurs in other countries, both in developing and developed countries.

Keywords: Free Cash Flow Agency Problem, Moral Hazard Behavior, Overinvestment.

PENDAHULUAN

Paper ini mengangkat isu tentang masalah agensi *free cash flow* dan perilaku *moral hazard*. Tujuan penulisan paper ini untuk mengkaji masalah agensi *free cash flow* dan perilaku *moral hazard*, baik secara teoritis maupun secara empiris. Isu tentang masalah agensi *free cash flow* ini muncul pertama kali ketika Jensen (1986) mempublikasikan artikelnya yang berjudul “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”. Menurut Jensen (1986) masalah agensi *free cash flow* terjadi ketika terdapat

konflik kepentingan antara manajer (sebagai agen) dan pemegang saham (sebagai prinsipal) berkaitan dengan penggunaan *free cash flow* perusahaan. Dalam hal ini, *free cash flow* didefinisikan sebagai arus kas yang tetap ada di perusahaan setelah semua proyek investasi dengan NPV positif telah dilaksanakan semua. Dengan kata lain, *free cash flow* ini merupakan arus kas yang benar-benar "bebas", yang seharusnya dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Namun demikian, keberadaan *free cash flow* ini dapat menyebabkan manajemen melakukan perilaku *moral hazard*, yakni berupa perilaku *overinvestment*. Bukannya membagikan *free cash flow* kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, manajer malah akan menggunakan *free cash flow* perusahaan untuk diinvestasikan pada berbagai proyek investasi yang mempunyai NPV negatif, demi untuk kepentingan pribadinya dan bukan untuk kepentingan pemegang saham. Tentu isu tentang masalah agensi *free cash flow* dan perilaku *moral hazard* yang menyertainya sebagaimana dikemukakan oleh Jensen (1986) berlatar belakang masalah agensi di negara maju yakni Amerika Serikat yang mempunyai struktur kepemilikan tersebar, di mana masalah agensi terjadi antara manajer (sebagai agen) dan pemegang saham (sebagai prinsipal). Dalam perkembangannya, kajian-kajian teoritis yang dilakukan oleh La Porta dkk. (2000a, 2000b) mengembangkan isu tentang masalah agensi *free cash flow* yang terjadi di negara-negara berkembang, khususnya di negara-negara Asia, yang mempunyai struktur kepemilikan terkonsentrasi. Paper ini membahas tentang masalah agensi *free cash flow* dan perilaku *moral hazard* yang berkaitan dengannya, baik di negara maju maupun negara berkembang, secara teoritis dan empiris.

TEORI AGENSI *FREE CASH FLOW*, MASALAH *MORAL HAZARD*, DAN *OVERINVESTMENT*

Teori agensi *free cash flow* menyatakan bahwa konflik kepentingan antara pihak *insider* (manajer dan pemegang saham pengendali) dengan pihak *outsider* (pemegang saham minoritas dan kreditor) berkaitan dengan *free cash flow* perusahaan dapat menyebabkan manajer dan/atau pemegang saham pengendali melakukan perilaku *moral hazard* yakni melakukan *overinvestment* dengan memanfaatkan *free cash flow* perusahaan ketika perusahaan mempunyai peluang investasi buruk namun *cash flow*-nya tinggi (Jensen, 1986; La Porta dkk., 2000a, 2000b; La Rocca dkk., 2007). Secara teoritis, definisi *free cash flow* adalah sejumlah kas yang dimiliki perusahaan setelah semua proyek yang mempunyai *net*

present value (NPV) positif yang didiskon dengan biaya modal relevan telah didanai semua, sehingga kas tersebut harus didistribusikan kepada pemegang saham (DeAngelo, 2008; Jensen, 1986). Namun, konflik kepentingan di antara pihak-pihak yang ada di dalam perusahaan menyebabkan *free cash flow* tidak selalu dibagikan secara penuh kepada pemegang saham, sehingga muncul masalah agensi *free cash flow*.

Masalah agensi *free cash flow* merupakan masalah konflik kepentingan antara pihak *insider* dengan pihak *outsider* perusahaan berkaitan dengan penggunaan *free cash flow* perusahaan (La Porta dkk., 2000a, 2000b). Pihak *insider* adalah pihak yang mempunyai kekuasaan untuk mengontrol perusahaan secara efektif, sedangkan pihak *outsider* adalah pihak yang tidak mempunyai kekuasaan untuk mengontrol perusahaan secara efektif. Dalam struktur kepemilikan tersebar seperti di Amerika dan Kanada, yang menjadi pihak *insider* adalah manajer dan yang menjadi pihak *outsider* adalah pemegang saham, sehingga masalah agensi *free cash flow* terjadi antara manajer dan pemegang saham. Dalam struktur kepemilikan terkonsentrasi seperti di negara-negara Asia, yang menjadi pihak *insider* adalah pemegang saham pengendali dan yang menjadi pihak *outsider* adalah pemegang saham minoritas, sehingga masalah agensi *free cash flow* terjadi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas.

Secara lebih luas, La Rocca dkk. (2007) dan La Porta dkk. (2000b) berpendapat bahwa masalah agensi *free cash flow* sebenarnya tidak hanya merupakan konflik kepentingan antara manajer dan/atau pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas, namun juga merupakan konflik kepentingan antara manajer dan/atau pemegang saham pengendali dengan kreditor. Argumentasinya adalah setiap tindakan yang dilakukan oleh manajer dan/atau pemegang saham pengendali yang menguntungkan dirinya sendiri dan merugikan perusahaan dengan memanfaatkan *free cash flow* perusahaan pada dasarnya tidak hanya merugikan kepentingan pemegang saham minoritas namun juga merugikan kepentingan kreditor.

Pihak *insider* (manajer dan pemegang saham pengendali) berkepentingan agar *free cash flow* perusahaan tidak dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen agar dapat digunakan oleh pihak *insider* untuk memuaskan kepentingannya sendiri, sedangkan pihak *outsider* (pemegang saham minoritas dan kreditor) berkepentingan agar *free cash flow* dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen agar pihak *outsider* terhindar dari kerugian akibat penyalahgunaan *free cash flow* oleh pihak *insider* (DeAngelo, 2008; Jensen,

1986). Konflik kepentingan antara pihak *insider* (manajer dan pemegang saham pengendali) dan pihak *outsider* (pemegang saham minoritas dan kreditor) berkaitan dengan *free cash flow* perusahaan menyebabkan terjadinya masalah *moral hazard*, yakni pihak manajer dan/atau pemegang saham pengendali melakukan aktivitas yang menguntungkan kepentingan pribadinya dan merugikan perusahaan dengan memanfaatkan *free cash flow* perusahaan sehingga merugikan kepentingan pemegang saham minoritas dan kreditor.

Perilaku *moral hazard* yang dilakukan oleh manajer dan/atau pemegang saham pengendali berkaitan dengan penggunaan *free cash flow* perusahaan adalah perilaku *overinvestment*, yakni menginvestasikan *free cash flow* perusahaan pada proyek-proyek investasi yang mempunyai NPV negatif (Jensen, 1986; La Porta, 2000a). Perilaku *overinvestment* tersebut memberikan keuntungan pribadi bagi manajer dan/atau pemegang saham pengendali, namun merugikan perusahaan, pemegang saham minoritas, dan kreditor. Motivasi manajer dan/atau pemegang saham pengendali untuk menginvestasikan *free cash flow* pada proyek-proyek investasi yang mempunyai NPV negatif adalah agar perusahaan yang mereka kelola tumbuh diluar ukuran normal (lebih besar dari ukuran normal), meskipun mengorbankan profitabilitas perusahaan (Jensen, 1986). Semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar sumber daya perusahaan yang ada di bawah kendali manajer dan/atau pemegang saham pengendali, sehingga semakin besar kemungkinan manajer dan/atau pemegang saham pengendali dapat menyalahgunakan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadinya.

Salah satu bentuk *overinvestment* yang disebutkan oleh Jensen (1986) adalah menggunakan *free cash flow* untuk mengakuisisi perusahaan lain dengan harga premium (lebih tinggi dari yang seharusnya). Menurut La Rocca dkk. (2007), bentuk-bentuk lain dari *overinvestment* yang dapat dilakukan oleh manajer dan pemegang saham pengendali antara lain membuat kantor yang lebih elegan, membeli kendaraan-kendaraan yang mahal, meningkatkan jumlah karyawan yang dibawa kontrol langsung mereka, membuat proyek pengembangan sumber daya manusia perusahaan yang dapat meningkatkan kompetensi dan *skill* pribadi mereka meskipun sebenarnya tidak terlalu penting bagi kepentingan perusahaan. Masalah agensi *free cash flow* (masalah *overinvestment*) kemungkinan besar terjadi pada perusahaan mempunyai peluang investasi buruk namun memiliki *cash flow* tinggi (Jensen, 1986).

BUKTI-BUKTI EMPIRIS MASALAH AGENSI *FREE CASH FLOW*, MASALAH *MORAL HAZARD* DAN *OVERINVESTMENT*

Beberapa studi di Indonesia oleh Santoso (2003), Mutamimah (2006) dan Siregar (2006) memberikan bukti empiris adanya masalah *free cash flow* antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas perusahaan di Indonesia. Hasil studi Santoso (2003) menunjukkan bahwa pasar (pemodal publik) bereaksi negatif terhadap akuisisi internal pada saham-saham perusahaan pengakuisisi yang terdaftar di pasar modal Indonesia. Reaksi negatif pemodal publik tersebut disebabkan karena pemodal publik menginterpretasikan akuisisi internal di Indonesia sebagai tindakan oportunistik pemegang saham pendiri perusahaan pengakuisisi yang dilakukan dengan memanfaatkan *free cash flow* untuk mengakuisisi dengan harga premium perusahaan sasaran yang juga dimiliki oleh pemegang saham pendiri perusahaan pengakuisisi. Kebijakan mengakuisisi perusahaan sasaran dengan harga premium merupakan kebijakan *overinvestment* yang dilakukan oleh manajer perusahaan pengakuisisi demi kepentingan pemegang saham pendiri dan merugikan kepentingan pemodal publik.

Hasil studi Siregar (2006) menunjukkan bahwa hak kontrol pemegang saham pengendali berpengaruh negatif terhadap dividen, yang memberikan bukti empiris bahwa pemegang saham pengendali di Indonesia lebih menginginkan agar laba perusahaan tidak dibagi sebagai dividen kepada pemegang saham. Semakin rendah dividen, semakin banyak jumlah *free cash flow* yang dapat disalahgunakan oleh pemegang saham pengendali untuk kepentingan pribadinya. Studi Mutamimah (2006) menemukan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen dan bereaksi negatif terhadap pengumuman penurunan dividen, dan reaksi pasar tersebut lebih besar pada perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi dibanding rendah. Studi Mutamimah (2006) juga menemukan bahwa dividen berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan, dan pengaruh positif tersebut lebih besar pada perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi dibanding struktur terkonsentrasi rendah. Peningkatan dividen dapat mengurangi jumlah *free cash flow* perusahaan, sehingga mengurangi jumlah dana perusahaan yang dapat disalahgunakan oleh pemegang saham pengendali untuk kepentingan pribadinya, sehingga profitabilitas perusahaan meningkat. Hasil penelitian Siregar (2006) dan Mutamimah (2006) memberikan bukti empiris adanya masalah agensi *free cash flow* di Indonesia antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas.

Studi Bena dan Hanousek (2008) dengan menggunakan data perusahaan-perusahaan di Republik Czech menemukan bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi tinggi membayar dividen lebih rendah dibanding perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah. Hasil studi Bena dan Hanousek (2008) menunjukkan adanya ekspropriasi pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas di Republik Czech melalui pembuatan keputusan investasi pada proyek-proyek yang mempunyai NPV negatif yang memberikan peluang besar bagi pemegang saham mayoritas untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Hasil studi Chen dkk. (2009) juga memberikan bukti empiris bahwa di negara yang struktur kepemilikan perusahaannya terkonsentrasi, salah satu bentuk ekspropriasi pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham minoritas adalah melalui *overinvestment* ketika perusahaan mempunyai *free cash flow* tinggi.

Sementara itu, bukti empiris adanya masalah agensi *free cash flow* di negara yang struktur kepemilikan perusahaannya tersebar yakni di Amerika antara lain ditunjukkan oleh hasil studi Lang dkk. (1991) serta Lang dan Litzenberger (1989). Hasil studi Lang dkk. (1991) dengan menggunakan data pengumuman akuisisi di Amerika menunjukkan bahwa terdapat rata-rata *return abnormal* negatif di sekitar pengumuman akuisisi pada saham perusahaan pengakuisisi yang mempunyai peluang investasi buruk, dan rata-rata *return abnormal* positif pada saham perusahaan pengakuisisi yang mempunyai peluang investasi bagus. Selanjutnya dengan membagi sampel berdasarkan tinggi rendahnya *cash flow*, maka ditemukan bahwa *return abnormal* negatif terjadi hanya pada perusahaan pengakuisisi dengan peluang investasi buruk namun memiliki *cash flow* tinggi. Hasil studi tersebut menunjukkan bahwa manajer perusahaan yang mempunyai peluang investasi buruk menggunakan *free cash flow* untuk melakukan *overinvestment* dengan cara mengakuisisi perusahaan lain, sehingga pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman akuisisi pada saham perusahaan pengakuisisi. Hasil studi Lang dkk. (1991) tersebut menunjukkan adanya masalah agensi *free cash flow* antara manajer dan pemegang saham pada perusahaan di Amerika.

Studi Lang dan Litzenberger (1989) dengan menggunakan data pengumuman dividen di Amerika menemukan bahwa pasar bereaksi positif (negatif) yang signifikan terhadap pengumuman kenaikan (penurunan) dividen hanya pada perusahaan yang mengalami *overinvestment*. Sementara pada perusahaan yang tidak mengalami *overinvestment*, pasar tidak bereaksi secara signifikan. Reaksi positif pasar terhadap pengumuman kenaikan dividen

tersebut mengindikasikan bahwa investor menilai kenaikan dividen akan mengurangi *free cash flow* sehingga dapat mengurangi tingkat *overinvestment* perusahaan. Sementara reaksi negatif pasar terhadap pengumuman penurunan dividen tersebut mengindikasikan bahwa penurunan dividen akan meningkatkan *free cash flow* perusahaan sehingga dapat meningkatkan tingkat *overinvestment*. Hasil studi Lang dan Litzenberger (1989) memberikan bukti empiris adanya masalah agensi *free cash flow* antara manajer dan pemegang saham pada perusahaan di Amerika.

KESIMPULAN

Masalah agensi *free cash flow* merupakan masalah konflik kepentingan antara pihak *insider* dengan pihak *outsider* perusahaan berkaitan dengan penggunaan *free cash flow* perusahaan. Pihak *insider* adalah pihak yang mempunyai kekuasaan untuk mengontrol perusahaan secara efektif, sedangkan pihak *outsider* adalah pihak yang tidak mempunyai kekuasaan untuk mengontrol perusahaan secara efektif. Dalam struktur kepemilikan tersebar seperti di Amerika dan Kanada, yang menjadi pihak *insider* adalah manajer dan yang menjadi pihak *outsider* adalah pemegang saham, sehingga masalah agensi *free cash flow* terjadi antara manajer dan pemegang saham. Dalam struktur kepemilikan terkonsentrasi seperti di negara-negara Asia, yang menjadi pihak *insider* adalah pemegang saham pengendali dan yang menjadi pihak *outsider* adalah pemegang saham minoritas, sehingga masalah agensi *free cash flow* terjadi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Masalah agensi *free cash flow* menyebabkan pihak *insider* melakukan perilaku *moral hazard*, yakni perilaku *overinvestment*.

Beberapa studi di Indonesia oleh Santoso (2003), Mutamimah (2006) dan Siregar (2006) memberikan bukti empiris tentang adanya masalah *free cash flow* antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hasil-hasil studi di negara berkembang lainnya misalnya hasil studi Bena dan Hanousek (2008) di Republik Czech serta hasil studi Chen dkk. (2009) di China, dan hasil-hasil studi di negara maju misalnya hasil studi Lang dkk. (1991) serta hasil studi Lang dan Litzenberger (1989) juga menunjukkan bahwa masalah agensi *free cash flow* juga terjadi di negara lain, baik di negara berkembang yang struktur kepemilikannya terkonsentrasi maupun di negara maju yang struktur kepemilikannya tersebar.

DAFTAR PUSTAKA

- Bena, J., dan J. Hanousek. 2008. Rent Extraction by Large Shareholders: Evidence using dividend policy in the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance*. 58. p.106-130.
- Chen, B., Longbing Xu, dan Honghai Yu. 2009. Overinvestment When Control Separates from Ownership. *Working Paper*. Marshall School of Business University of Southern California.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, dan D. J. Skinner. 2008. Corporate Payout Policy. *Foundations and Trends in Finance*. 3. p.95-287.
- Holmen, M., dan P. Hogfeldt. 2009. Pyramidal discounts: Tunnelling or overinvestment? *International Review of Finance*. 9. p.133-175.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economics Review*. 76. p.323-329.
- _____, dan W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3. p.305-306.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, dan A. Shleifer. 1999. Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*. 54. p.471-517.
- _____, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, dan R. W. Vishny. 2000a. Agency Problems and Dividend Policies around The World. *The Journal of Finance*. 55. p.1-33.
- _____, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, dan R. W. Vishny. 2000b. Investor Protection and Corporate Governance. *The Journal of Financial Economics*. 58. p.3-27.
- La Rocca, M., A. Cariola, dan E. La Rocca. 2007. Overinvestment and Underinvestment Problems: Determining Factors, Consequences and Solution. *Corporate Ownership and Control*. 5. p.79-95.
- Lang, L. H. P., R. M. Stulz, dan R. A. Walking. 1991. A Test of Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns. *The Journal of Financial Economics*. 29. p.315-335.
- _____, dan R. H. Litzemberger. 1989. Dividend announcement: Cash Flow Signalling vs Free Cash Flow Hypothesis? *Journal of Financial Economics*. 24. p.181-191.
- Mutamimah. 2006. Kebijakan Dividen, Utang, dan Investasi sebagai Mekanisme Pengurang Konflik Keagenan antara Pemegang Saham Mayoritas dan Minoritas. *Disertasi*. UGM.
- Richardson, S. 2006. Over-investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*. 11. p.159-189.

- Sartono, A. 2001. Long-term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Managers of Listed Public Firms in Indonesia. *Gadjah Mada International Journal of Business*. 3. p.35-44.
- Santoso, K. 2003. Reaksi Pasar Saham Pengakuisisi atas Pengumuman Akuisisi Internal dan Faktor yang Mempengaruhi Intensitasnya: Bukti empiris di Pasar Modal Indonesia. *Disertasi*. UGM.
- Setiawan, R. 2007. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Tangibility, Volatilitas, dan Growth Opportunity terhadap Struktur Modal: Studi pada Perusahaan Manufaktur di BEJ. *Tesis*. UNIBRAW.
- Shleifer, A., dan R. W. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*. 52. p.737-783.
- Siregar, B. 2006. Pemisahan Hak Aliran Kas dan Hak Kontrol dalam Struktur Kepemilikan Ultimat. *Desertasi*. UGM.