

Hubungan Polisi Hutang, Pemilikan Dalam dan Polisi Dividen sebagai Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Malaysia

D. Agus Harjito
Fauzias Mat Nor
Bany Ariffin Amin Noordin

ABSTRAK

Kajian ini mengkaji hubungan saling mengganti (substitutability) antara polisi hutang, pemilikan dalam dan polisi dividen sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi yang berlaku di Malaysia. Apabila wujud hubungan saling mengganti antara mekanisme-mekanisme pengawasan tersebut, maka masalah agensi boleh dikurangkan melalui hubungan ini. Pengurangan masalah agensi akan meningkatkan nilai firma yang ditunjukkan oleh nilai Tobin's Q. Kajian ini juga memeriksa hubungan saling mengganti antara hutang, pemilikan dalam dan dividen apabila masalah agensi secara ekstrim diambil kira. Masalah agensi yang ekstrim (tinggi) diukur berdasarkan pada tahap hutang jangka pendek yang tinggi, tahap pemilikan dalam dan kadar pembayaran dividen yang rendah. Sampel kajian meliputi 396 firma yang tersenarai di Bursa Malaysia dari tahun 2001 sehingga tahun 2004. Kajian ini menggunakan kaedah kuasa dua terkecil dua peringkat (two-stage least square, 2SLS). Berdasarkan hasil kajian disimpulkan bahawa hubungan saling mengganti antara polisi hutang, pemilikan dalam dan polisi dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi tidak wujud sepenuhnya di Malaysia. Hubungan saling mengganti hanya wujud bagi hubungan antara polisi hutang dengan dividen sahaja. Manakala hasil kajian tidak menyokong hipotesis yang menyatakan wujud hubungan saling mengganti antara polisi hutang dengan pemilikan dalam dan juga antara pemilikan dalam dengan polisi dividen dalam pengawasan masalah agensi. Seterusnya, kajian ini juga melaporkan hubungan saling mengganti antara polisi hutang, pemilikan dalam dan polisi dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi apabila mengambil kira masalah agensi yang ekstrim tinggi. Sekiranya tahap masalah agensi diambil kira didapati wujud hubungan saling mengganti antara polisi hutang dengan dividen. Manakala tidak wujud hubungan saling mengganti antara pemilikan dalam dengan pembayaran dividen dan tidak wujud juga hubungan saling mengganti antara polisi hutang dengan pemilikan dalam dalam peranan pengawasan masalah agensi. Hasil ini konsisten dengan analisis di mana tahap masalah agensi tidak diambil kira.

ABSTRACT

This study investigates the substitution relationship (substitutability) among debt policy, insider ownership, and dividend policy as the agency problem control mechanism in Malaysia. If the substitution relationship exists among the agency control mechanisms, the agency problem can be reduced through this relationship. Reducing the agency problem as a result can increase the firm value proxied by Tobin's Q. This study also examines the substitutability among debt policy, insider ownership, and dividend policy when the extreme agency problem is considered. The extreme level of agency problem is measured based on the high level of short term debt, the low level of insider ownership and the low level of dividend payment rate. This study employs 396 firms sample listed on Malaysian Bourse from 2001 to 2004. To achieve the objectives, this study uses two-stage least square method. The results of this study indicate that the substitutability among debt policy, insider ownership, and dividend policy as agency problem control mechanism does not fully exist in Malaysia. Apparently the substitutability only exists for debt policy and dividend. There is no substitution between debt policy and insider ownership as well as between dividend policy and insider ownership. In addition, if the level of agency problem is considered, the substitutability only occurs between debt policy and dividend policy. This result is consistent with the analysis in which the extreme level of agency problems was not considered.

PENGENALAN

Masalah agensi yang berlaku di sesuatu firma akan menimbulkan kos agensi. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahawa kos agensi meliputi kos pengawasan, kos ikatan (*bonding*) dan kos baki. Kos pengawasan wujud apabila prinsipal melakukan pengawasan ke atas aktiviti-aktiviti pengurus. Prinsipal akan memastikan apakah pengurus bekerja berdasarkan kontrak yang ada. Manakala kos ikatan lebih kepada usaha meyakinkan pengurus untuk bekerja bagi kepentingan prinsipal tanpa perlu melakukan pengawasan. Kos baki pula adalah perbezaan pulangan yang diperoleh akibat perbezaan keputusan pelaburan diantara prinsipal dan agen. Masalah agensi yang berkait rapat dengan kos agensi boleh dikurangkan dengan polisi meningkatkan hutang, pemilikan dalaman dan pembayaran dividen (Jensen et al. 1992; Chen & Steiner 1999; Miguel et al. 2005).

Peningkatan penggunaan hutang boleh mengurangkan masalah agensi antara pengurus dan pemegang saham (Jensen & Meckling 1976; Jensen 1986; Crutchley & Hansen 1989; Chen & Steiner 1999). Hutang mempunyai kesan kepada pengurangan aliran tunai yang berlebihan. Secara logiknya, penggunaan hutang akan mengurangkan aliran tunai kerana firma harus

membayar kadar faedah dan prinsipal. Penurunan aliran tunai menyebabkan berkurangnya wang yang ada pada pengurus. Keadaan ini akan membatasi keinginan pengurus menggunakan aliran tunai bagi membesarkan penghasilan tambahan mereka melalui lebih pelaburan (*over investment*). Oleh itu, penggunaan hutang akan mengurangkan masalah agensi.

Peningkatan pemilikan dalaman mempunyai manfaat untuk keselarian (*alignment*) kepentingan antara pengurus dan pemegang saham. Pemilikan dalaman berlaku apabila pemegang saham sesuatu firma sekaligus bertindak sebagai pengurus firma berkenaan. Oleh yang demikian, semakin besar pemilikan dalaman sesuatu firma semakin tinggi tahap keselarian dan kemampuan kawalan ke atas kepentingan antara kedua-dua pihak pengurus dan pemegang saham (Jensen & Meckling 1976).

Polisi peningkatan nisbah pembayaran dividen menyebabkan sesuatu firma meningkatkan modal ekuiti luaran (Myers & Majluf 1984). Nisbah ini mempunyai kesan kepada peningkatan pengawasan luaran oleh suruhanjaya sekuriti, pengurus bank pelaburan dan pelabur baru (Crutchley & Hansen 1989). Oleh yang demikian peningkatan dividen ini boleh mengurangkan masalah agensi antara pemegang saham dan pengurus. Pendapat ini disokong oleh Borokhovich et al. (2005) yang menyatakan bahawa dividen bertindak sebagai mekanisme bagi mengurangkan masalah agensi.

Beberapa kajian empirikal menggunakan Tobin's Q sebagai ukuran penilaian prestasi firma. Morck, Shleifer, dan Vishny (1988), dan McConnell dan Servaes (1990) menggunakan Tobin's Q untuk mengukur nilai firma dalam hubungan antara pemilikan saham oleh lembaga pengarah dengan prestasi firma. Apabila lembaga pengarah memegang saham dalam jumlah lebih besar akan memperbaiki prestasi firma. Sementara, Chen dan Steiner (2000) mendapati hubungan positif antara pengawasan yang dilakukan oleh pemilikan dalaman dan liputan penganalisa (*analyst coverage*) dengan prestasi firma yang diukur dengan Tobin's Q.

ULASAN LITERATUR DAN HIPOTESIS

MEKANISME PENGAWASAN MASALAH AGENSI

Masalah agensi dapat dikurangkan dengan pembagian insentif, melakukan pengawasan, meningkatkan pemilikan pengurus (pemilikan dalaman) dan ikatan (*bonding*) bagi pengurus (Jensen & Meckling 1976). Mekanisme ikatan dijalankan dengan meningkatkan pembayaran dividen dan jumlah hutang. Cara yang demikian akan mengurangkan peluang pengurus untuk mengambil tindakan yang menyimpang sehingga nilai firma akan meningkat. Namun demikian, cara ini pula menimbulkan kos yang boleh menurunkan nilai firma yang disebut kos agensi. Jensen (1986) mendapati mekanisme pengawasan masalah agensi adalah dengan mengurangkan aliran tunai bebas.

Dana yang boleh disalahguna oleh pengurus dihad jumlahnya sehingga masalah agensi menjadi kecil. Usaha mengurangkan aliran tunai bebas boleh dilakukan dengan cara meningkatkan hutang dan mengagihkan tunai kepada pemegang saham sama ada melalui pembayaran dividen mahupun pembelian semula saham.

Kajian-kajian tentang mekanisme pengawasan masalah agensi bersetuju terhadap kewujudan suatu hubungan antara setiap pemboleh ubah mekanisme tersebut. Namun demikian, jenis perhubungan yang berlaku belum muktamad sama ada sebagai bukti hubungan substitusi (hubungan saling menggantikan) atau komplementen (hubungan saling melengkapi) dalam peranan pengawasan masalah agensi (Miguel et al. 2005). Hubungan saling menggantikan menunjukkan suatu mekanisme bahawa apabila satu mekanisme adalah kuat, maka mekanisme yang lain akan menjadi kurang bermanfaat. Manakala, hubungan komplementen menunjukkan bahawa bagi perbezaan mekanisme akan saling melengkapi antara sesama pemboleh ubah. Apabila satu mekanisme adalah kuat, maka mekanisme yang lain pula akan meningkat peranannya sebagai penyelesaian yang paling efektif bagi ketidakcekapan firma kerana berlaku masalah agensi.

Hubungan antara struktur pemilikan dan keputusan pembayaran dividen pula boleh berlaku sama ada dalam bentuk hubungan saling menggantikan atau hubungan saling melengkapi (Miguel et al. 2005). Rozeff (1982) mendapati bahawa model nisbah pembayaran dividen (*payout ratio*) secara negatif dipengaruhi oleh pemilikan dalaman dan pemilikan tertumpu. Ini bermaksud bahawa hubungan saling menggantikan berlaku antara pembayaran dividen dan pemilikan dalaman atau pemilikan tertumpu. Hasil kajian daripada Rozeff (1982) ini disokong oleh penemuan Moh'd, Perry dan Rimbey (1995) yang hasil kajiannya menunjukkan bahawa firma-firma dengan peratusan tinggi atas pemilikan dalaman dan pemilikan tertumpu mempunyai pembayaran dividen lebih rendah dan membayar kos agensi lebih rendah. Namun demikian, Shleifer dan Vishny (1986) mendapati hasil yang lain mengenai kewujudan hubungan positif antara pemilikan tertumpu dan pembayaran dividen.

PENGAWASAN MASALAH AGENSI DAN NILAI FIRMA

Jensen dan Meckling (1976) menegaskan bahawa pemilikan dalaman bertindak untuk menyesuaikan kepentingan pengurus dan pemegang saham luar. Keselarian kepentingan ini akan mencipta suasana kerja yang serasi sehingga pengurusan akan lebih senang dalam mencapai matlamat firma iaitu meningkatnya nilai firma. Oleh itu hubungan positif dijangka antara pemilikan pengurusan dan nilai firma. Stulz (1988) membuat suatu model daripada penilaian firma yang menghasilkan kesan kedudukan yang kukuh dalam suatu hubungan negatif antara pemilikan dalaman dan penilaian firma.

Kajian ini menggunakan ukuran Tobin's Q untuk penilaian firma. Tobin's Q dikenalkan tahun 1969 oleh James Tobin sebagai suatu peramal pelaburan firma masa hadapan. Nisbah Q menunjukkan apakah firma telah boleh mencipta nilai bagi pemegang saham dengan aset dibawah kawalan mereka, dan mengukur bagaimana pelabur-pelabur mahu atau sudi membayar bagi bisnes firma berkenaan. Nisbah Q lebih daripada 1 ertinya pengurusan sudah menambah nilai firma, dan Tobin Q lebih rendah daripada 1 bermaksud nilai firma telah kurang. Oleh itu, nisbah Q menunjukkan tanda (*signal*) yang dicipta oleh pasaran ekuiti bagi pelabur yang ingin melabur pada aset tetap atau pengambilalihan ke atas aset yang ada.

Berdasarkan kajian lepas kajian ini mencadangkan empat hipotesis bagi mengetahui hubungan saling mengganti antara polisi hutang, pemilikan dalam dan polisi dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi di Malaysia. Hipotesis pertama (1a, 1b dan 1c) digunakan untuk mengetahui kewujudan hubungan saling mengganti antara polisi hutang, pemilikan dalam dan polisi dividen dalam mengurangkan masalah agensi yang ditunjukkan oleh nilai firma. Hipotesis kedua, ketiga dan keempat digunakan untuk mengetahui hubungan saling mengganti antara ketiga-tiga mekanisme pengawasan masalah agensi apabila tahap masalah agensi diambil kira.

Hipotesis 1a: Wujud hubungan saling mengganti antara polisi hutang dengan pemilikan dalam dalam peranan pengawasan untuk mengurangkan masalah agensi.

Hipotesis 1b: Wujud hubungan saling mengganti antara polisi hutang dengan pembayaran dividen dalam peranan pengawasa untuk mengurangkan masalah agensi.

Hipotesis 1c: Wujud hubungan saling mengganti antara pemilikan dalam dengan pembayaran dividen dalam peranan pengawasan untuk mengurangkan masalah agensi.

HUBUNGAN SALING MENGGANTI ANTARA HUTANG, PEMILIKAN DALAM DAN DIVIDEN DALAM KEADAAN MASALAH AGENSI EKSTRIM

1. Hubungan Saling Mengganti antara Pemilikan Dalam dengan Dividen dalam Keadaan Penggunaan Hutang Jangka Pendek yang Tinggi

Barclay dan Smith (1995) menegaskan bahawa hutang jangka pendek memerlukan pengawasan kurang berbanding hutang jangka panjang. Pengawasan yang rendah menyebabkan masalah agensi tinggi. Oleh itu, firma-firma yang memiliki bandingan hutang jangka pendek yang besar berpotensi timbul masalah agensi yang tinggi. Apabila berlaku masalah agensi yang tinggi berhubungkait dengan tahap penggunaan hutang jangka pendek yang tinggi sepatutnya berlaku hubungan saling mengganti dalam peranan pengawasan antara peningkatan pemilikan dalam dan polisi

pembayaran dividen. Oleh itu kajian ini mencadangkan hipotesis kelima seperti berikut:

Hipotesis 2: Wujud hubungan saling mengganti antara pemilikan dalaman dengan dividen dalam keadaan masalah agensi tinggi disebabkan penggunaan hutang jangka pendek yang tinggi

2. Hubungan Saling Mengganti antara Polisi Hutang dengan Dividen dalam Keadaan Tahap Pemilikan Dalaman yang Rendah

Peringkat pemilikan dalaman yang rendah berpotensi mempunyai paras masalah agensi yang tinggi kerana kesesuaian antara pengurus dan pemegang saham adalah kurang (Jensen & Meckling 1976, Chen & Steiner, 1999). Dalam keadaan ini pengawasan masalah agensi daripada pemilikan dalaman adalah rendah. Oleh itu, mekanisme hubungan saling mengganti sepatutnya wujud di dalam firma yang mempunyai potensi masalah agensi yang tinggi.

Hipotesis 3: Wujud hubungan saling mengganti antara hutang dengan dividen dalam keadaan masalah agensi tinggi disebabkan pemilikan dalaman rendah.

3. Hubungan Saling Mengganti antara Polisi Hutang dengan Pemilikan Dalaman dalam Keadaan Kadar Pembayaran Dividen Rendah

Hipotesis aliran tunai bebas yang dicadangkan Jensen (1986) menyatakan bahawa pengurus boleh menggunakan aliran tunai bebas bagi aktiviti yang kurang menyokong kepentingan pemegang saham. Pengurus menggunakan aliran tunai bebas bagi kepentingan mereka meningkatkan kekayaannya, manakala pemegang saham menghendaki aliran tunai bebas digunakan bagi meningkatkan pembayaran dividen. Perbezaan kepentingan ini menyebabkan konflik antara mereka. Sekiranya berlaku masalah agensi yang tinggi berhubungkait dengan kadar pembayaran dividen yang rendah sepatutnya berlaku hubungan saling mengganti mekanisme pengawasan yang lain iaitu antara peningkatan pemilikan dalaman dan polisi hutang. Oleh itu, bagi menyelidik hubungan saling mengganti antara hutang dengan pemilikan dalaman dalam peranan pengawasan masalah agensi sekiranya pembayaran dividen adalah rendah kajian ini mencadangkan hipotesis seperti berikut:

Hipotesis 4: Wujud hubungan saling mengganti antara hutang dengan pemilikan dalaman dalam keadaan masalah agensi tinggi disebabkan kadar pembayaran dividen rendah.

DATA DAN METODOLOGI

Penyelidikan ini menggunakan data sekunder iaitu penyata kewangan firma-firma daripada pelbagai sektor yang tersenarai di Bursa Malaysia dari tahun

2001 sehingga tahun 2004. Bilangan firma yang memenuhi syarat menjadi sampel kajian ini sebanyak 396 firma.

Terdapat empat pemboleh ubah endogen dan enam pemboleh ubah eksogen yang terlibat dalam kajian ini. Pemboleh ubah endogen yang meliputi nisbah hutang (DEBT), pemilikan dalaman (IOWN) dan dividen (DIVD) digunakan untuk mengetahui hubungan saling menggantikan antara ketiga-tiga pemboleh ubah tersebut dalam peranan pengawasan masalah agensi. Kewujudan hubungan saling menggantikan antara hutang, pemilikan dalaman dan dividen dijangka boleh mengurangkan masalah agensi yang ditunjukkan dengan meningkatnya nilai firma (TOBIN). Pemboleh ubah eksogen, sebagai pemboleh ubah kawalan, merangkumi pemilikan institusi (INST), nisbah aset tetap (FASET), risiko perniagaan (RISK), saiz firma (SAIZ), keuntungan (PROFIT) dan tahap pertumbuhan (GROWTH).

Andaian yang mendasari analisis kajian ini adalah bahawa setiap daripada tiga pemboleh ubah endogen iaitu polisi hutang (DEBT), pemilikan dalaman (IOWN), dan polisi dividen (DIVD) merupakan fungsi daripada dua pemboleh ubah endogen yang lain. Oleh yang demikian, kaedah persamaan serentak dijalankan bagi menganalisis masalah endogeniti yang berlaku pada kajian ini dengan persamaan-persamaan seperti berikut:

$$\text{DEBT} = \alpha_1 + \beta_1 \text{IOWN} + \beta_2 \text{DIVD} + \beta_3 \text{FASET} + \beta_4 \text{RISK} + \beta_5 \text{PROFIT} + u_1 \quad (1)$$

$$\text{IOWN} = \alpha_2 + \beta_6 \text{DEBT} + \beta_7 \text{DIVD} + \beta_8 \text{INST} + \beta_9 \text{RISK} + \beta_{10} \text{SIZE} + u_2 \quad (2)$$

$$\text{DIVD} = \alpha_3 + \beta_{11} \text{IOWN} + \beta_{12} \text{DEBT} + \beta_{13} \text{RISK} + \beta_{14} \text{PROFIT} + \beta_{15} \text{GROWTH} + u_3 \quad (3)$$

$$\text{TOBIN} = \alpha_4 + \beta_{16} \text{IOWN} + \beta_{17} \text{DEBT} + \beta_{18} \text{DIVD} + \beta_{19} \text{SIZE} + \beta_{20} \text{PROFIT} + \beta_{21} \text{RISK} + u_4 \quad (4)$$

dengan:

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ = konstan

$\beta_1 \dots \beta_{21}$ = koefisien pemboleh ubah

u_1, u_2, u_3, u_4 = ralat

DEBT = nisbah hutang; nisbah antara jumlah hutang (jumlah hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang) kepada nilai buku jumlah aset.

IOWN = pemilikan dalaman; nisbah antara jumlah saham yang dimiliki oleh pengurus kepada jumlah saham dalam peredaran.

DIVD = nisbah pembayaran dividen; nisbah antara jumlah dividen kepada jumlah keuntungan bersih.

TOBIN = nisbah antara jumlah nilai pasaran ekuiti + nilai buku jumlah hutang kepada nilai buku jumlah aset

INST = *pemilikan institusi; nisbah antara jumlah bilangan saham yang dimiliki oleh institusi kepada jumlah saham dalam peredaran.*

FASET	= nisbah aset tetap; nisbah antara jumlah aset tetap kepada jumlah aset.
GROWTH	= pertumbuhan firma, dikira daripada pertumbuhan jualan selama empat tahun.
RISK	= risiko perniagaan (kemaruapan pendapatan) yang diukur dengan sisihan piawai perbezaan pertama pendapatan operasi (<i>operating income</i>) selama empat tahun.
SIZE	= saiz firma yang dikira daripada logaritma jumlah aset.
PROFIT	= nisbah antara jumlah pendapatan operasi kepada jumlah aset.

PENEMUAN KAJIAN

1. Statistik Deskriptif

Huraian statistik pada Jadual 1 menerangkan keadaan data yang digunakan dalam kajian ini seperti berikut:

JADUAL 1. Huraian statistik ciri-ciri pemboleh ubah endogen dan eksogen

Pemboleh ubah	N	Purata	Sisihan Piawai	Minima	Maksima
DEBT	396	0.2108	0.1395	0.0220	0.5048
IOWN	396	0.0957	0.1133	0.0002	0.4240
DIVD	396	0.1442	0.1271	0.0000	0.4885
TOBIN	396	0.8987	0.4931	0.0000	4.2819
INST	396	0.0646	0.0839	0.0000	0.4029
FASET	396	0.4264	0.2042	0.0801	0.9004
RISK	396	0.0326	0.0244	0.0000	0.1527
SIZE	396	0.0562	0.0051	0.0414	0.0739
PROFIT	396	0.0404	0.0588	-0.1592	0.1973
GROWTH	396	0.0339	0.1176	-0.3094	0.6721

Jadual 1 menunjukkan huraian statistik ciri-ciri pemboleh ubah endogen dan eksogen dalam analisis hubungan antara polisi hutang, pemilikan dalaman dan dividen. Secara keseluruhan, firma yang terpilih dalam kajian ini mempunyai pelbagai jumlah hutang yang dipinjam, bandingan pemilikan dalaman dan pembayaran dividen. Nilai purata nisbah hutang (DEBT) adalah 21.08%. Ini menunjukkan bahawa firma di Malaysia menggunakan hutang yang tidak terlalu besar bagi memenuhi keperluan pembiayaannya. Nilai minima penggunaan hutang adalah 2.20% dan nilai maksima adalah 50.48% dengan sisihan piawai adalah 13.95%. Nilai minima dan maksima daripada saham yang dimiliki oleh pengurus firma (pemilikan dalaman) secara berturut-

turut adalah 0.02% dan 42.40 % dengan sisihan piawai adalah 11.33% dan nilai purata 9.57%. Nilai purata nisbah pembayaran dividen (DIVD) adalah 14.42%. Nilai minima dan maksima nisbah pembayaran dividen secara berturut-turut adalah 0% dan 48.85% dan sisihan piawai adalah 12.71. Nilai firma yang diukur dengan Tobin's Q (TOBIN) menunjukkan purata 89.87%. Nilai minima dan maksima secara berturut-turut adalah 0% dan 428.19% dan sisihan piawai adalah 49.31%. Nilai Tobin's Q rendah mempunyai julat antara 0 hingga 1, manakala nilai Tobin's Q tinggi adalah lebih daripada 1 (100%).

HUBUNGAN SALING MENGGANTI ANTARA HUTANG, PEMILIKAN
DALAMAN DAN DIVIDEN DALAM KEADAAN MASALAH
AGENSI TIDAK EKSTRIM

Ujian keserentakan hubungan saling mengganti antara polisi hutang, pemilikan dalam dan polisi dividen sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi dalam kajian ini memakai kaedah ujian regresi kuasa dua terkecil dua peringkat (*two stages least square*, 2 SLS). Hasil analisis bagi tiap-tiap pemboleh ubah seperti pada Jadual 2.

PERSAMAAN HUTANG

Hasil analisis regresi 2SLS bagi pemboleh ubah bersandar hutang (DEBT) ditunjukkan dalam Jadual 2 pada kolom kedua. Pemboleh ubah pemilikan dalam (IOWN) mempunyai hubungan positif tetapi tidak signifikan dengan hutang ($\beta = 0.0382$; $t = 0.6599$). Tanda koefisien positif tetapi tidak signifikan menunjukkan bahawa tidak berlaku hubungan saling mengganti antara pemilikan dalam dengan hutang dalam peranan pengawasan masalah agensi. Pemilikan dalam tidak secara signifikan boleh menggantikan peranan hutang dalam pengawasan masalah agensi. Oleh itu, hubungan antara hutang dengan pemilikan dalam adalah bertentangan daripada yang dijangkakan. Hipotesis pertama (H1a) yang menyatakan bahawa wujud hubungan saling mengganti antara hutang dengan pemilikan dalam adalah tidak disokong. Hasil penemuan kajian ini bercanggah atau tidak konsisten dengan beberapa hasil kajian masa lepas (Friend & Lang 1988; Jensen et al. 1992; Chen & Steiner 1999; Tandelilin & Wilberforce 2002; Miguel et al. 2005).

Hubungan pemboleh ubah pembayaran dividen (DIVD) dengan hutang (DEBT) menunjukkan tanda koefisien negatif ($\beta = -0.3171$; $t = -5.1964$) dan signifikan pada paras keertian 1%. Hubungan negatif dan signifikan antara dividen dengan hutang ini memberikan maksud bahawa peningkatan dividen akan menurunkan penggunaan jumlah hutang yang ada di dalam sesebuah firma. Dalam konteks masalah agensi, hubungan songsang tersebut bermaksud bahawa mekanisme pembayaran dividen boleh digunakan untuk menggantikan peranan hutang dalam pengawasan masalah agensi. Hipotesis 1b yang

menyatakan bahawa wujud hubungan saling mengganti antara hutang dengan pembayaran dividen adalah terbukti. Hasil kajian ini pula menyokong kajian lepas yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999) dan Jensen et al. (1992).

JADUAL 2. Hasil regresi 2SLS hubungan antara hutang, pemilikan dalaman dan dividen

	Pemboleh ubah tak bersandar	Pemboleh ubah bersandar		
		DEBT	IOWN	DIVD
KONSTAN	0.2320 (11.3305)	0.2958 (4.6274)***	0.1932 (11.8351)***	1.7783 (6.5201)***
DEBT		0.0179 (0.3742)	-0.2727 (-5.9877)***	0.5073 (2.5305)***
IOWN	0.0382 (0.6599)		-0.0257 (-0.4877)	-0.2443 (-1.1338)
DIVD	-0.3171 (-5.1964)***	-0.0732 (-1.4225)		0.6775 (3.0769)***
INST		-0.1475 (-2.0257)**		
FASET	0.1321 (4.1829)***			
SIZE		-3.0920 (-2.7089)***		-23.1225 (-4.7992)***
RISK	-0.4057 (-1.4414)	-0.3110 (-1.2525)	-0.4518 (-1.7907)*	4.0716 (3.9716)***
PROFIT	-0.5498 (-2.5682)***	0.6354	(6.1805)***	2.5932 (5.8241)***
GROWTH			0.0009 (0.0191)	
Nilai R ²	0.2268	0.0560	0.2261	0.1691
Durbin-Watson	1.8672	1.8351	2.0443	2.0675

Catatan:

*** signifikan pada paras keertian 1%

** signifikan pada paras keertian 5%

* signifikan pada paras keertian 10%

Nilai statistik-*t* dalam tanda kurungan

Chen dan Steiner (1999) mendapati hubungan negatif dan signifikan antara pembayaran dividen dengan polisi hutang bagi 785 sampel firma yang tersenarai di Bursa New York. Manakala Jensen et al. (1992) melaporkan hubungan negatif dan signifikan antara pembayaran dividen dengan penggunaan hutang bagi 632 firma yang tersenarai di Bursa New York.

PERSAMAAN PEMILIKAN DALAMAN

Jadual 2 (kolum 3) menunjukkan hasil analisis regresi antara pemboleh ubah hutang (DEBT), dividen (DIVD) dan pemboleh ubah kawalan terhadap pemboleh ubah pemilikan dalaman (IOWN). Koefisien pemboleh ubah hutang menunjukkan hubungan positif tetapi tidak signifikan dengan pemilikan dalaman ($\beta = 0.0179$; $t = 0.3742$). Hubungan terus antara hutang dengan pemilikan dalaman ini menunjukkan bahawa peningkatan hutang akan menyebabkan peningkatan pemilikan dalaman. Dalam konteks pengawasan menunjukkan bahawa peranan pemilikan dalaman di Malaysia tidak boleh menggantikan peranan hutang sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi. Kedua-dua mekanisme pengawasan tersebut perlu dijalankan secara bersama-sama. Hasil kajian ini tidak menyokong hipotesis pertama (H1a) yang menyatakan wujud hubungan saling mengganti antara polisi hutang dengan pemilikan dalaman sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi. Kajian lepas yang dilakukan oleh Jensen et al. (1992) dan Miguel et al. (2005) tidak menyokong hasil kajian ini. Walau bagaimanapun, kajian Huson et al. (2005) mendapati hasil yang menyokong kajian ini.

Nisbah pembayaran dividen (DIVD) mempunyai hubungan negatif tetapi tidak signifikan dengan pemilikan dalaman ($\beta = -0.0732$; $t = -1.4225$). Ini bermaksud bahawa pembayaran dividen tidak memberi kesan hubungan songsang yang signifikan terhadap pemilikan dalaman dalam peranan mengawas masalah agensi. Seterusnya, boleh dikatakan bahawa antara pembayaran dividen dengan pemilikan dalaman tidak wujud hubungan saling mengganti secara efektif dalam peranan mekanisme pengawasan masalah agensi. Peranan pemilikan dalaman bagi mekanisme pengawasan masalah agensi tidak boleh digantikan dengan peningkatan pembayaran dividen. Oleh itu, hipotesis 1c yang menyatakan bahawa wujud hubungan saling mengganti antara pemilikan dalaman dengan pembayaran dividen adalah tidak terbukti.

PERSAMAAN DIVIDEN

Jadual 2 (kolum 4) menunjukkan hasil regresi bagi pemboleh ubah bersandar dividen. Hasil analisis menunjukkan koefisien pemboleh ubah hutang dalam persamaan dividen (DIVD) tersebut adalah negatif dan signifikan ($\beta = -0.2727$; $t = -5.9877$) pada paras keertian 1%. Hubungan negatif ini menunjukkan wujudnya hubungan saling mengganti antara polisi hutang dengan polisi pembayaran dividen sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi. Peranan dividen sebagai mekanisme bagi mengurangkan masalah agensi akan menurun dengan meningkatnya paras hutang. Hasil kajian ini menyokong hipotesis pertama bahawa wujud hubungan saling mengganti

antara polisi pembayaran dividen dengan peningkatan hutang sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi. Hasil kajian ini menyokong kajian yang dilakukan oleh Jensen et al. (1992) dan Chen dan Steiner (1999). Walau bagaimanapun, hasil kajian ini bercanggah dengan penemuan kajian Tendelilin dan Wilberforce (2002). Mereka mendapati hubungan positif dan signifikan antara pembayaran dividen dengan hutang.

Dalam persamaan dividen ini juga, didapati bahawa pemboleh ubah pemilikan dalaman (IOWN) mempunyai koefisien negatif ($\beta = -0.0257$; $t = -0.4877$). Peningkatan bahagian pemilikan dalaman bagi meningkatkan keselarian antara pemegang saham dan pengurus dalam meningkatkan keuntungan firma tidak memberi kesan secara signifikan kepada penurunan kadar pembayaran dividen. Dalam konteks mekanisme pengawasan masalah agensi di dalam sebuah firma, keadaan tersebut menunjukkan bahawa peningkatan pemilikan dalaman tidak boleh menggantikan peranan polisi pembayaran dividen bagi mengurangkan masalah agensi. Dengan kata lain, pembayaran dividen sebagai polisi kewangan tidak boleh diganti peranannya oleh pemilikan dalaman sebagai polisi bukan kewangan sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi. Hasil kajian ini tidak menyokong hasil kajian Chen dan Steiner (1999), Jensen et al. (1992), dan Rozeff (1982). Walau bagaimanapun, hasil kajian ini menyokong hasil kajian Tendelilin dan Wilberforce (2002) dan Miguel et al. (2005).

PERSAMAAN NILAI FIRMA

Hubungan saling mengganti antara polisi hutang, pemilikan dalaman dan polisi dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi dijangka boleh mengurangkan konflik atau masalah agensi. Seterusnya, pengurangan masalah agensi dijangka dapat meningkatkan nilai firma.

Kesan pemboleh ubah nisbah hutang (DEBT) terhadap nilai firma (TOBIN) adalah positif dan signifikan ($\beta = 0.5073$; $t = 2.5305$). Ini menunjukkan bahawa peningkatan hutang akan meningkatkan nilai firma. Jensen (1986) menyatakan bahawa hubungan positif antara hutang dengan prestasi firma (nilai firma) adalah berkait dengan peranan hutang dalam mengawal pengurus firma. Pengurus perlu bekerja lebih keras bagi membayar balik hutang dan membayar faedah secara teratur untuk meningkatkan keuntungan firma. Keuntungan yang tinggi memberi jangkaan keuntungan lebih bagi pelabur di masa hadapan kerana nilai firma dijangka akan meningkat.

Seterusnya, kesan pemboleh ubah pemilikan dalaman (IOWN) terhadap nilai firma adalah negatif tetapi tidak signifikan ($\beta = -0.2443$; $t = -1.1338$). Ini menunjukkan bahawa peningkatan jumlah saham yang dipegang pengurus kemungkinan akan menurunkan nilai firma. Hasil kajian ini tidak menyokong kajian Jensen dan Meckling (1976) dan Chen dan Steiner (2000). Chen dan Steiner (2000) mendapati bahawa Tobin's Q mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan pemilikan dalaman.

Pemboleh ubah dividen (DIVD) mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan Tobin's Q ($\beta = 0.6775$; $t = 3.0769$). Peningkatan pembayaran dividen memberi tanda positif kepada pelabur tentang jangkaan masa hadapan sehingga meyakinkan mereka untuk melaburkan dananya di dalam firma berkenaan bagi menjalankan projek baru. Selain itu, pembayaran dividen yang tinggi pula adalah sebagai tanda kepada pelabur bahawa masalah agensi boleh dikurangkan. Pembayaran dividen sebagai mekanisme pengurang masalah agensi boleh digunakan sebagai alat pengawasan oleh pemilik bagi mengurangkan masalah agensi. Apabila masalah agensi telah kurang atau telah diselesaikan maka prestasi firma dijangka akan meningkat.

HUBUNGAN SALING MENGGANTI ANTARA HUTANG, PEMILIKAN
DALAMAN DAN DIVIDEN DALAM KEADAAN
MASALAH AGENSI EKSTRIM

Hasil kajian tentang hubungan antara polisi hutang, pemilikan dalaman dan dividen dalam pengawasan masalah agensi di Malaysia tidak seluruhnya menunjukkan hasil yang konsisten dengan kajian lepas. Bagi memastikan sifat hubungan yang berlaku antara ketiga-tiga pemboleh ubah bersandar tersebut (hutang, pemilikan dalaman dan dividen) dan kesannya terhadap nilai firma, kajian ini juga mengambil kira masalah agensi yang ekstrim secara berasingan. Masalah agensi yang ekstrim tersebut diambil kira berdasarkan polisi penggunaan hutang jangka pendek yang tinggi, tahap pemilikan dalaman yang rendah dan kadar pembayaran dividen yang rendah.

1. Hubungan Saling Mengganti antara Pemilikan Dalaman dengan Dividen dalam Keadaan Penggunaan Hutang Jangka Pendek yang Tinggi

Barclay dan Smith (1995) menegaskan bahawa hutang jangka pendek tidak memerlukan pengawasan yang tinggi berbanding hutang jangka panjang. Pengawasan yang rendah menyebabkan masalah agensi menjadi lebih tinggi (Jensen & Meckling 1976). Pengurus menggunakan hutang jangka pendek lebih dominan daripada hutang jangka panjang kerana pengawasan kepada hutang jangka pendek lebih kecil sehingga kemungkinan berlaku masalah atau konflik agensi antara pengurus dengan pemegang hutang menjadi tinggi. Oleh itu, firma yang memiliki hutang jangka pendek yang besar berpotensi mempunyai masalah agensi yang tinggi. Apabila keadaan ini berlaku, sepatutnya wujud hubungan saling mengganti antara pemilikan dalaman dengan pembayaran dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi. Kewujudan hubungan saling mengganti ini dijangka boleh meningkatkan nilai firma. Untuk menguji hubungan saling mengganti antara pemilikan dalaman dengan dividen apabila penggunaan hutang jangka pendek tinggi, kajian ini menggunakan sampel sebanyak 100 firma (25% daripada seluruh sampel) yang menggunakan hutang jangka pendek tertinggi. Hasil daripada analisis regresi 2SLS hubungan antara pemilikan dalaman dengan

polisi pembayaran dividen dan kesannya terhadap nilai Tobin's Q bagi firma yang mempunyai hutang jangka pendek yang tinggi adalah seperti pada Jadual 3.

JADUAL 3. Hasil regresi 2SLS hubungan antara pemilikan dalaman dengan dividen dalam keadaan hutang jangka pendek tinggi

Pemboleh ubah tak bersandar	Pemboleh ubah bersandar		
	DIVD	IOWN	TOBIN
KONSTAN	0.1267 (4.9212)***	0.1522 (1.0008)	1.7962 (5.3049)***
IOWN	-0.1082 (-1.1118)		0.1732 (0.7309)
DIVD		-0.1557 (-1.3821)	0.1164 (0.4461)
INST		-0.1244 (-0.7707)	
SIZE		-0.3624 (-0.1368)	-18.9845 (-3.2380)***
RISK	0.0098 (0.0173)	-0.0324 (-0.0521)	-1.5078 (-1.0955)
PROFIT	0.6783 (3.1258)***		3.1045 (5.5717)***
GROWTH	0.0316 (0.3230)		

*** signifikan pada paras keertian 1%

** signifikan pada paras keertian 5%

* signifikan pada paras keertian 10%

Nilai statistik-t dalam tanda kurungan

Pemboleh ubah yang menunjukkan hubungan antara pemilikan dalaman (IOWN) dengan polisi pembayaran dividen (DIVD) pada Jadual 3 kolom 2 adalah negatif tetapi tidak signifikan ($\beta = -0.1082$; $t = -1.1118$). Ini bermaksud bahawa peningkatan nisbah pemilikan dalaman tidak boleh menggantikan peranan dividen sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi walaupun berlaku masalah agensi yang tinggi. Dengan kata lain, apabila pemilikan dalaman meningkat maka peningkatan tersebut tidak boleh mengurangkan peranan dividen sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi. Koefisien pemboleh ubah dividen pula (kolom 3) menunjukkan tanda negatif tetapi tidak signifikan ($\beta = -0.1557$; $t = -1.3821$).

2. Hubungan Saling Mengganti antara Hutang dengan Dividen dalam Keadaan Tahap Pemilikan Dalaman yang Rendah

Pemilikan dalaman yang tinggi meningkatkan taraf keselarian antara pengurus dengan pemegang saham (Jensen & Meckling 1976). Oleh itu, pemilikan dalaman yang tinggi cenderung mengurangkan konflik antara pemegang saham dengan pengurus sehingga masalah agensi menjadi rendah. Apabila ini berlaku, maka hubungan saling mengganti antara polisi hutang dengan pembayaran dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi bagi firma berkenaan tidak wujud. Sebaliknya, bagi firma yang mempunyai pemilikan dalaman yang rendah maka masalah agensi akan lebih tinggi kerana keselarian antara pemegang saham dengan pengurus adalah rendah. Kajian ini

JADUAL 4. Hasil regresi 2SLS hubungan antara hutang dengan dividen dalam keadaan tahap pemilikan dalaman yang rendah

Pemboleh ubah tak bersandar	Pemboleh ubah bersandar		
	DEBT	DIVD	TOBIN
KONSTAN	0.1976 (5.5148)***	0.1619 (4.3448)***	-0.1955 (-0.4503)
DEBT		-0.2508 (-2.0115)**	0.6390 (1.9664)*
DIVD	-0.2597 (-2.8815)***		0.5098 (1.8736)*
FASET	0.0699 (1.2544)		
SIZE			13.9266 (1.7593)*
RISK	0.2629 (0.3857)	-0.0408 (-0.0513)	2.0641 (1.0241)
PROFIT	-0.0842 (-0.3101)	0.7365 (3.1149)***	4.2146 (6.2219)***
GROWTH		0.2300 (1.6482)*	

*** signifikan pada paras keertian 1%

** signifikan pada paras keertian 5%

* signifikan pada paras keertian 10%

Nilai statistik-t dalam tanda kurungan

menggunakan 100 firma (25% daripada keseluruhan sampel) yang memiliki pemilikan dalaman terendah. Hasil analisis seperti pada Jadual 4.

Apabila pemilikan dalaman rendah, perbezaan kepentingan antara pengurus dengan pemegang saham lebih sukar diselaras. Oleh itu potensi untuk timbulnya masalah agensi adalah besar. Apabila keadaan ini berlaku, sepatutnya hubungan saling menggantikan antara polisi hutang dengan pembayaran dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi akan wujud. Kewujudan hubungan saling menggantikan ini dijangka boleh meningkatkan nilai firma. Pemboleh ubah yang menunjukkan hubungan antara nisbah hutang (DEBT) dengan pembayaran dividen (DEBT) pada Jadual 4 (kolum 3) adalah negatif dan signifikan pada paras keertian 5% ($\beta = -0.2508$; $t = -2.0115$). Ini menunjukkan bahawa peningkatan nisbah hutang boleh menggantikan peranan dividen sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi. Dalam konteks masalah agensi, apabila hutang meningkat maka peranan dividen sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi juga boleh dikurangkan.

Hubungan negatif dan signifikan ($\beta = -0.2597$; $t = -2.8815$) antara pembayaran dividen dengan hutang juga menunjukkan bahawa peningkatan kadar pembayaran dividen boleh menurunkan peranan hutang sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi. Apabila kadar pembayaran dividen meningkat maka peranan hutang sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi boleh diturunkan. Ini menunjukkan wujud hubungan saling menggantikan secara signifikan antara polisi hutang dengan pembayaran dividen sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi sekiranya masalah agensi diambil kira berdasarkan pemilikan dalaman yang rendah. Oleh itu, hasil kajian ini juga menyokong hipotesis ketiga (H3) yang menyatakan wujud hubungan saling menggantikan antara hutang dengan dividen dalam keadaan masalah agensi tinggi disebabkan pemilikan dalaman yang rendah

Kewujudan hubungan saling menggantikan antara polisi hutang dengan pembayaran dividen sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi ditunjukkan oleh peningkatan nilai firma. Kedua-dua pemboleh ubah bersandar ini, polisi hutang dan pembayaran dividen, memberikan peningkatan nilai firma (ditunjukkan oleh nilai Tobin's Q) yang positif dan signifikan ($\beta = 0.6390$; $t = 1.9664$ dan $\beta = 0.5098$; $t = 1.8736$).

3. Hubungan antara Hutang dengan Pemilikan Dalaman dalam Keadaan Kadar Pembayaran Dividen yang Rendah

Hipotesis aliran tunai bebas yang dicadangkan Jensen (1986) menyatakan bahawa pengurus boleh menggunakan aliran tunai bebas bagi aktiviti yang kurang menyokong kepentingan pemegang saham. Pengurus menggunakan aliran tunai bebas bagi kepentingan mereka meningkatkan kekayaannya. Manakala pemegang saham mahukan aliran tunai bebas digunakan bagi meningkatkan pembayaran dividen. Perbezaan kepentingan ini menyebabkan konflik antara mereka. Pembayaran dividen yang rendah menunjukkan bahawa masih banyak aliran tunai bebas yang tidak diagihkan kepada

pemegang saham. Keadaan ini menimbulkan masalah agensi yang tinggi. Sekiranya berlaku masalah agensi yang tinggi berkaitan dengan kadar pembayaran dividen yang rendah sepatutnya berlaku hubungan saling menggantikan antara polisi hutang dengan pemilikan dalaman. Oleh itu, bagi menyelidik hubungan saling menggantikan antara hutang dengan pemilikan dalaman dalam peranan pengawasan masalah agensi sekiranya pembayaran dividen rendah, kajian ini menggunakan 100 firma (25% daripada sampel) yang membayar kadar dividen rendah. Hasil analisis adalah seperti pada Jadual 5.

JADUAL 5. Hasil regresi 2SLS hubungan antara pemilikan dalaman dengan hutang dalam keadaan kadar pembayaran dividen rendah

Pemboleh ubah tak bersandar	Pemboleh ubah bersandar		
	DEBT	IOWN	TOBIN
KONSTAN	0.2813 (6.5186)***	0.1834 (1.5693)	2.1719 (5.9659)***
DEBT		0.1986 (1.0703)	0.6418 (1.5619)
IOWN	0.1327 (1.0329)		0.4287 (1.2278)
INST		-0.0788 (-0.6113)	
FASET	0.0173 (0.2063)		
SIZE		-2.0495 (-0.9883)	-30.0584 (-4.3263)***
RISK	-0.3315 (-0.5874)	-0.4019 (-0.9505)	-0.9458 (-0.7083)
PROFIT	-0.3634 (-0.2789)		4.3055 (2.1091)**

*** signifikan pada paras keertian 1%

** signifikan pada paras keertian 5%

* signifikan pada paras keertian 10%

Nilai statistik-*t* dalam tanda kurungan

Jadual 5 menunjukkan pemboleh ubah hubungan antara pemilikan dalaman (IOWN) dengan hutang (DEBT) adalah positif dan tidak signifikan ($\beta = 0.1986$; $t = 1.0703$). Demikian juga koefisien pemboleh ubah hubungan antara nisbah hutang dengan pemilikan dalaman juga positif dan tidak signifikan ($\beta = 0.1327$; $t = 1.0329$). Hasil ini menunjukkan bahawa peningkatan nisbah hutang akan meningkatkan tahap pemilikan dalaman meskipun tidak signifikan. Dalam konteks mekanisme pengawasan masalah

agensi, peningkatan peranan hutang tidak boleh menggantikan peranan pemilikan dalaman dalam mengurangkan masalah agensi, atau sebaliknya. Hubungan positif antara pemilikan dalaman dengan polisi hutang menunjukkan bahawa pemegang saham yang bertindak sebagai pengurus boleh mempelbagaikan pelaburan mereka. Bertambahnya pemilikan dalaman seharusnya boleh mengurangkan penggunaan hutang kerana penggunaan hutang yang tinggi akan menimbulkan risiko kesukaran wang dan kebangkrapan. Oleh itu, pemilikan dalaman yang tinggi dijangka mempunyai lebih banyak insentif bagi mengurangkan risiko kewangan dengan mengurangkan pembiayaan daripada hutang. Selain itu, semakin ramai pemilikan saham dalaman sepatutnya semakin tinggi tahap pengawasan kepada firma dan akhirnya semakin rendah kos agensi ekuiti, manakala kos agensi hutang akan semakin tinggi kerana insentif pengurus lebih sesuai dengan kepentingan pemilik berbanding dengan pemutang.

Walau bagaimanapun, keadaan di Malaysia berlaku sebaliknya. Peningkatan pemilikan dalaman digunakan sebagai alat bagi mengukuhkan kedudukan mereka di dalam firma. Pengurus yang bertindak sebagai pemilik tidak mahu kedudukan mereka tergugat dan dikeluarkan daripada firma, sehingga mereka berusaha meningkatkan tahap pemilikan bagi menjamin kedudukannya tetap kukuh di dalam firma berkenaan. Perkara ini merupakan alasan mengapa peningkatan pemilikan dalaman tidak boleh menggantikan peranan hutang sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi dalam keadaan masalah agensi ekstrim (tinggi) disebabkan oleh kadar pembayaran dividen yang rendah. Ini bermakna bahawa peranan pemilikan dalaman dalam mengurangkan kos agensi tidak boleh diganti oleh peranan hutang atau sebaliknya. Sehubungan dengan itu, firma di Malaysia mempunyai pemilikan dalaman yang tinggi tetapi peranan mereka dalam pengawasan masalah agensi tidak boleh mengganti mahupun diganti oleh peranan hutang. Kedua-dua mekanisme pengawasan tersebut perlu ada secara bersama-sama kerana mekanisme pengawasan yang dijalankan oleh pemilikan dalaman akan melengkapkan mekanisme polisi peningkatan hutang. Keadaan sebegini akan menimbulkan kos agensi yang tinggi.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil kajian boleh disimpulkan bahawa hubungan saling mengganti antara polisi hutang, pemilikan dalaman dan polisi hutang dalam peranan pengawasan masalah agensi tidak sepenuhnya wujud di Malaysia. Hubungan saling mengganti antara ketiga-tiga pemboleh ubah mekanisme agensi tersebut hanya berlaku sebahagian sahaja. Hubungan saling mengganti hanya wujud bagi hubungan antara polisi hutang dengan dividen sama ada hutang mengganti dividen mahupun dividen mengganti hutang dalam peranan

mengurangkan masalah agensi. Hubungan saling menggantikan ini ditunjukkan oleh tanda koefisien negatif dan signifikan bagi kedua-dua pemboleh ubah hutang dan dividen. Penemuan ini menyokong hipotesis pertama (H1b) yang menyatakan wujud hubungan saling menggantikan antara hutang dengan dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi. Boleh disimpulkan selanjutnya bahawa kedua-dua pemboleh ubah polisi kewangan (hutang dan dividen) boleh saling menggantikan bagi mengurangkan masalah agensi di Malaysia.

Hipotesis pertama (H1a) yang menyatakan wujud hubungan antara polisi hutang dengan pemilikan dalaman dalam pengawasan masalah agensi tidak terbukti dalam kajian ini. Hipotesis pertama (H1c) pula yang menyatakan wujud hubungan antara pemilikan dalaman dengan polisi dividen dalam pengawasan masalah agensi adalah tidak terbukti. Di sini nampak bahawa hutang dan dividen sebagai polisi kewangan tidak boleh menggantikan peranan pemilikan dalaman sebagai polisi bukan kewangan dalam mengurangkan masalah agensi.

Seterusnya kajian ini pula memeriksa hubungan antara polisi hutang, pemilikan dalaman dan dividen sekiranya tahap masalah agensi diambil kira. Tahap masalah agensi dilihat daripada tahap pemilikan dalaman, tahap penggunaan hutang jangka pendek dan tahap pembayaran dividen. Kajian ini mengambil 100 sampel bagi setiap pemboleh ubah yang secara ekstrim boleh menimbulkan tahap masalah agensi tinggi. Misalnya, dengan memperhatikan tahap pemilikan dalaman, kajian ini memeriksa hubungan saling menggantikan antara polisi hutang dengan dividen. Tahap penggunaan hutang jangka pendek digunakan untuk memeriksa hubungan saling menggantikan antara pemilikan dengan dividen. Manakala tahap pembayaran dividen digunakan untuk memeriksa kewujudan hubungan saling menggantikan dalam pengawasan masalah agensi antara polisi hutang dengan pemilikan dalaman. Hasil kajian menunjukkan bahawa hubungan saling menggantikan dalam peranan mekanisme pengawasan masalah agensi hanya wujud antara polisi hutang dengan pembayaran dividen. Manakala hubungan saling menggantikan antara polisi hutang dengan pemilikan dalaman dan antara pemilikan dalaman dengan dividen adalah tidak wujud. Hasil ini konsisten dengan analisis yang tidak mengambilkira tahap masalah agensi

Kewujudan hubungan saling menggantikan antara hutang, pemilikan dalaman dan dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi dapat meningkatkan nilai firma. Keadaan ini ditunjukkan oleh koefisien pemboleh ubah hutang (DEBT) dan dividen (DIVD) yang positif pada persamaan TOBIN. Koefisien yang positif bermaksud bahawa peningkatan pemboleh ubah hutang dan dividen akan meningkatkan nilai firma. Ini konsisten dengan kewujudan hubungan saling menggantikan antara hutang dengan dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi yang kedua-dua pemboleh ubah adalah berhubung secara negatif dan signifikan.

Hubungan saling menggantikan dalam peranan pengawasan masalah agensi antara pengkatan hutang, pemilikan dalaman dan dividen tidak sepenuhnya wujud di Malaysia. Ini bermakna bahawa masalah agensi di Malaysia sememangnya adalah tinggi kerana mekanisme pengawasan yang boleh mengurangkan masalah agensi tidak boleh bekerja secara efektif. Polisi kewangan dijalankan dengan peningkatan hutang dan peningkatan pembayaran dividen, manakala polisi bukan kewangan dijalankan dengan peningkatan pemilikan dalaman. Secara umum, hasil kajian mendapati bahawa polisi kewangan tidak boleh menggantikan polisi bukan kewangan. Penemuan kajian ini secara sebenar dijumpai di Malaysia. La Porta (2000) melaporkan bahawa firma di negara-negara Asia termasuk Malaysia mempunyai masalah agensi yang tinggi. Firma-firma di Malaysia dimiliki oleh ramai pelabur sama ada institusi mahupun individu keluarga. Pemilikan tertumpu pula banyak dijumpai sehingga pengawasan firma banyak dijalankan oleh pemegang saham. Harvey et al. (2004) juga mendapati bahawa Malaysia mempunyai potensi masalah agensi yang ekstrim.

Kajian ini menggunakan data daripada firma-firma yang tersenarai di Bursa Malaysia sama ada firma yang tersenarai pada Papan Utama mahupun Papan Kedua. Namun demikian kajian ini tidak menggunakan firma-firma yang masuk dalam sektor kewangan, firma-firma milik kerajaan dan firma-firma yang masuk kelompok dalam kesukaran kewangan pada tahun 2001. Oleh itu, hasil kajian kemungkinan tidak boleh diambil kira sebagai kesimpulan umum bagi semua firma. Kajian akan datang bolehlah menggunakan sampel bagi semua firma yang tersenarai di Bursa Malaysia sama ada sektor kewangan mahupun sektor bukan kewangan.

Hubungan saling bersandar berlaku antara pemboleh ubah bersandar polisi hutang, pemilikan dalaman dan polisi dividen dalam kajian ini. Oleh itu, kajian ini menggunakan kaedah analisis kuasa dua terkecil dua peringkat (*two-stage least square*, 2SLS) bagi data keratan rentas. Data keratan rentas diperoleh daripada nilai purata selama empat tahun (2001 – 2004). Kaedah nilai purata digunakan di dalam kajian ini dengan andaian bahawa tidak berlaku kemeruapan data secara signifikan selama masa kajian. Oleh itu, kaedah analisis 2SLS sesuai untuk menyelesaikan kajian ini. Walau bagaimanapun, penggunaan nilai purata mempunyai kelemahan kerana cara ini tidak menggambarkan kemeruapan keadaan selama masa kajian. Oleh itu, kajian akan datang boleh menggunakan analisis dengan kaedah panel kuasa dua terkecil dua peringkat. Penggunaan analisis kaedah panel ini boleh menggambarkan wujudnya kemeruapan keadaan selama masa kajian.

RUJUKAN

- Barclay, M.J., & Smith, C.W.J.R. 1995. The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance* 50(2):609-631.
- Bathala, C.T., Moon, K.P. & Rao, R.P. 1994. Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: An agency perspective. *Financial Management* 23 (3):38-50.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect information, dividend policy and the "bird in the hand" fallacy. *Rand Journal of Economics* 10:259-270.
- Chen, C. R., & Thomas 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* 34:119-136.
- Chen, C. R., & Thomas L. Steiner. 2000. Tobin's Q, managerial ownership, and analyst coverage: A nonlinear simultaneous equations model. *Journal of Economics and Business* 52:365-382.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov & Larry H.P. Lang. 1998. Who control East Asian corporation. *World Bank Paper*: 1-40.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov & Larry H.P. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58:81-112.
- Crutchley, C.E. and R.S. Hansen. 1989. A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends, *Financial Management* 18:36-46.
- Friend, I & Larry H.P. Lang. 1988. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance* 43(2):271-281.
- Harvey, C. R, Karl V. Lins & Andrew H. Roper. 2004. The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. *Journal of Financial Economics* 74: 3-30.
- Huson Joher, Mohd Ali & Nazrul. 2005. The impact of ownership structure on corporate debt policy: Two stage least square simultaneous model approach. *Asian Financial Association Proceedings*. Kuala Lumpur.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76:323-339.
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg & Thomas S. Zorn. 1992. Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27(2):247-263.
- Jensen, Michael C., & William H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. October: 305-360.
- McConnell, John J. and Henri Servaes. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27(2):595-612.

- Miguel, A., Pindado, J. & de la Torre, C. 2005. How do entrenchment and expropriation phenomena affect control mechanism?. *Corporate Governance: An International Review* 13(4):1-29.
- Miller, M. & Rock, K. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance* 40:1031-1052.
- Moh'd, Mahmoud A., Larry G. Perry and James N. Rimbey. 1995. "An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy." *Financial Review* 30 (2):367-385.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1988, Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 20:293-315.
- Rozeff, Michael S. 1982. Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* 3:249-259.
- Tandeliilin, Eduardus & Turyasingura Wilberforce. 2002. Can debt and dividend policies substitute insider ownership in controlling equity agency conflict?. *Gadjah Mada International Journal of Business* 4:31-43.

D. Agus Harjito
Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia
Jogjakarta, Indonesia