

EFEKTIFITAS MEKANISME BONDING: Kasus Perusahaan-Perusahaan Yang Dikontrol Komisaris Independen

Hadri Kusuma¹
Erlan Susanto²

Abstract

The management of the companies is expected to work at the interest of stockholders. To reduce the different interests such as agency problem between the management and stockholders, it is necessary to build an independent party that can monitor the performance of the management. This study examines the effectiveness of dividend and debt bonding for those companies listed on the JSX controlled by independent commissioners. The result of this study shows that the existence of the independent commissioners does not play important roles in minimizing the different interest (agency problem) between the two parties.

Keywords: *bonding, komisaris independen, hutang dan dividen*

PENDAHULUAN

Perusahaan yang aktif diperdagangkan di bursa efek diwajibkan untuk mempublikasikan seluruh informasi yang berhubungan dengan perusahaan kepada publik. Informasi menjadi salah satu penentu pengambilan keputusan yang dilakukan investor, pemerintah, kreditur, pemasok, perusahaan, karyawan, dan pihak lainnya yang membutuhkan. Dengan demikian, pasar modal dapat digunakan sebagai sarana untuk memonitoring dari kinerja perusahaan yang tercatat (*listing*) di bursa efek.

Aktivitas memonitoring ini digunakan untuk memastikan bahwa pihak manajemen mencapai tujuan perusahaan seperti yang dimandatkan oleh para pemegang saham: memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Akan tetapi, hubungan antara prinsipal dan agen bisa menjadi suatu konflik kepentingan. Jensen (1986) mengungkapkan konflik yang timbul karena manajer lebih cenderung menempatkan kepentingan pribadi dan kesempatan investasi yang *unprofitable* di atas kepentingan perusahaan. Hal ini bisa terjadi ketika perusahaan menghasilkan *free cash flow* yang substantial. *Free cash flow* adalah arus kas lebih atau tersisa yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang mempunyai NPV positif.

¹ Dosen Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi UII Yogyakarta

² Alumni Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi UII Yogyakarta

Kebijaksanaan dividen merupakan salah satu sumber konflik antara manajemen dengan principal karena dividen dapat merupakan suatu sinyal yang diberikan perusahaan kepada investor. Dividen yang dibayarkan secara tunai maupun konversi dengan saham mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan prospek yang baik dimasa yang akan datang. Litner (1956) mengemukakan bahwa perusahaan berusaha untuk mempertahankan dividen yang dibayarkan. Penurunan dividen akan memberi sinyal negatif pada perusahaan. Hal tersebut dilakukan perusahaan agar tidak melakukan pemotongan dividen apalagi pada perusahaan yang memiliki fluktuasi laba yang tinggi. Perusahaan yang membayar dividen tinggi mempunyai resiko yang lebih kecil dibandingkan yang menahannya dalam bentuk laba ditahan. Kebijakan dividen pada perusahaan dapat menimbulkan masalah agensi antara agen dan prinsipal. Agen menghendaki pembagian dividen yang kecil karena perusahaan membutuhkan pendanaan interen dengan memperbesar laba yang ditahan. Di sisi lain prinsipal menginginkan pembagian dividen yang berkesinambungan dari tahun ke tahun. Penciptaan hutang juga merupakan salah satu hal yang memungkinkan para manajer untuk secara efektif mengikat janji mereka untuk mengeluarkan arus kas di masa depan (*bonding cost*). Kewajiban yang harus dipenuhi pada masa yang akan datang membuat agen untuk berusaha optimal dalam menciptakan keefektifan dan efisiensi operasional perusahaan. Menurut Jensen (1986) isu hutang akan selalu mempunyai efek kontrol yang positif. Fungsi kontrol hutang menjadi lebih penting bagi perusahaan yang menghasilkan *cash flow* besar tetapi mempunyai prospek pertumbuhan yang rendah. Tekanan untuk memboroskan arus kas dengan menginvestasikannya dalam proyek tidak ekonomis akan berkurang.

Aktivitas monitoring oleh pihak luar sangat di perlukan. Jensen dan Meckling (1976) mengungkapkan bahwa semakin banyak jumlah pemonitor maka kemungkinan terjadinya konflik semakin rendah, dan akhirnya akan menurunkan *agency cost*. Pihak independen untuk memonitor perusahaan sangat diperlukan, hal ini untuk menumbuhkan tingkat kepercayaan investor, pihak ketiga terhadap perusahaan (Bathala, et al. 1994). Peningkatan aktivitas investor institusional dalam melakukan pengawasan terjadi karena adanya suatu kenyataan bahwa kepemilikan saham oleh institusional yang signifikan telah meningkatkan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Pihak independen ini dapat berperan sebagai agen pengawas yang efektif untuk mengurangi masalah keagenan, karena mereka dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan sekaligus memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang secara optimal.

Pembentukan dewan komisaris merupakan salah satu mekanisme yang banyak di pakai untuk memonitor kinerja manajer. Surat Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) Nomor: Kep-315/BEJ/06-2000 mengharuskan perusahaan yang terdaftar di bursa efek untuk memiliki pihak independensi yang memonitor perusahaan yakni Komisaris Independen arar tercipta Good Corporate Governance di Indonesia. Akan tetapi sampai dengan saat ini, belum ada hasil yang menunjukkan efektifitas mekanisme monitoring perusahaan yang memiliki komisaris independen tersebut. Penelitian mengenai efektifitas mekanisme bonding untuk mengurangi masalah agensi pernah dilakukan oleh yang dilakukan Arifin (2003). Tetapi penelitian tersebut mengevaluasi efektifitas mekanisme bonding pada perusahaan yang dikontrol keluarga. Penelitian ini bertujuan untuk menguji efektifitas dividen dan hutang sebagai suatu mekanisme bonding yang dapat mengurangi biaya agensi pada perusahaan di Indonesia yang memiliki atau dikontrol oleh komisaris independen dan perusahaan yang tidak dikontrol komisaris independen.

TELAAH LITERATUR

Kebijakan Dividen dan Bonding dengan Dividen

Dividen adalah pembagian penghasilan yang dibayarkan kepada pemegang saham berdasarkan pada banyaknya saham yang dimiliki. Penghasilan operasional yang diperoleh perusahaan (laba bersih) selama periode waktu tertentu selain dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, laba bersih itu ditahan di dalam perusahaan untuk membiayai operasi perusahaan yang selanjutnya dikenal sebagai laba ditahan (*Retained earning*).

Dalam perusahaan, manajer harus membuat keputusan mengenai bagaimana persentase laba saat ini untuk dibagikan dalam bentuk dividen ataupun menahannya dan diinvestasikan kembali untuk operasional perusahaan pada masa yang akan datang. Manajer harus membuat suatu keputusan kebijakan dividen yang optimal, sesuai dengan tujuan umum perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dan nilai perusahaan.

Dividen merupakan informasi yang diberikan perusahaan sebagai sinyal kepada investor di pasar modal karena dividen yang dibayarkan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba dan prospek yang baik di masa yang akan datang. Penelitian sebelumnya memperlihatkan bahwa harga saham di pasar berubah sesuai dengan perubahan pengumuman dividen. Pengumuman jumlah dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham akan meng-

gambarkan suatu informasi mengenai prosperk perusahaan tersebut. Petit (1972) mengungkapkan bahwa berubahnya harga saham sesuai dengan perubahan pengumuman besarnya dividen karena adanya isi informasi yang terkandung dalam dividen.

Kebijakan dividen juga terkait dengan hubungan antara manajer dengan pemegang saham. Perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham bisa menimbulkan suatu konflik, misalnya para pemegang saham menginginkan laba bersih yang diperoleh perusahaan yang dibagikan sebagai dividen semakin besar sedangkan manajer menginginkan pembagian dividen yang kecil karena perusahaan membutuhkan dana untuk investasi perusahaan di masa akan datang. Pendanaan dengan menggunakan laba ditahan ini mempunyai *cost of capital* yang paling kecil di bandingkan dengan metode pendanaan lainnya.

Di samping meningkatkan hutang, *free cash flow* juga dapat dikurangi dengan meningkatkan dividen. Rozeff (1982) menyarankan peningkatan dividen untuk mengurangi biaya agensi karena meningkatnya dividen akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengambil dana dari luar (bukan dari dana internal) sehingga perusahaan semakin sering dimonitor oleh investor baru. Uji bonding seperti yang disarankan oleh Rozeff pernah dilakukan pada penelitian sebelumnya. Moh'd, Perry dan Rimbey (1995) mengungkapkan bahwa pembayaran dividen yang tinggi terjadi pada saat manajer memiliki persentase saham yang rendah dalam perusahaan. Ni Luh (2001) mengungkapkan hubungan antara kebijakan masalah keagenan dan biaya transaksi, dengan melihat pengaruh faktor-faktor keagenan dan faktor-faktor yang mempengaruhi biaya transaksi terhadap rasio pembayaran dividen. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa dividen belum bisa digunakan sebagai pengendali masalah keagenan dan untuk menghindari biaya transaksi dividen di bayarkan setelah kebutuhan dana untuk investasi terpenuhi.

Kebijakan Hutang dan Bonding dengan Meningkatkan Hutang

Hutang merupakan alat yang dapat mengurangi *corporate income tax* karena pengeluaran untuk membayar bunga hutang dapat mengurangi *agency cost of equity* yang timbul dari kecenderungan manajer membuat keputusan yang tidak sejalan dengan yang diinginkan oleh pemegang saham. Karena hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan memaksa manajer untuk lebih fokus dan disiplin terhadap pemakaian dananya sehingga nantinya dapat mengurangi kecenderungan penggunaan dana pemegang saham yang tidak efisien. Hutang dapat merupakan substitusi yang efektif untuk dividen,

dengan pengeluaran hutang sebagai pertukaran dengan saham, para manajer mengikat janjinya untuk mengeluarkan arus kas di masa depan dengan cara yang tidak bisa terpenuhi oleh peningkatan dividen secara sederhana.

Hutang dapat mengurangi *agency cost* pada *free cash flow* dengan pengurangan arus kas yang tersedia dengan membelanjakan sesuai dengan keinginan para manajer. Pengaruh kontrol ini terhadap hutang adalah suatu faktor penentu yang potensial pada *capital structure*.

Kebijakan hutang dapat mengurangi spesifikasi karakteristik dari kurva penawaran hutang perusahaan. Adanya ketidaksempurnaan pasar membuat beberapa variabel menjadi pertimbangan dalam mengukur kebijakan hutang perusahaan, diluar kepemilikan manajerial dan dividen yaitu resiko bisnis, stuktur aktiva perusahaan dan tingkat keuntungan yang di peroleh perusahaan. Selain itu, besarnya kewajiban pajak bagi perusahaan yang berhutang juga merupakan faktor yang harus dipertimbangkan.

Beberapa penelitian terdahulu yang berhubungan dengan penelitian mengenai monitoring perusahaan dan *bonding cost* yang berupa kebijakan dividen dan hutang. Jensen dan Meckling (1976) mengungkapkan perlu meningkatkan kepemilikan insider (*insider ownership*). *Insider ownership* adalah pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar *insider ownership*, perbedaan kepentingan antara pemegang saham (pemilik) dengan pengelola perusahaan semakin kecil, mereka akan bertindak dengan lebih hati-hati karena mereka akan ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang dilakukannya (Moch, Perry dan Rimbey, 1995). Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajer optimal dan dapat menurunkan biaya keagenan.

Erlina (2001) menemukan bahwa faktor penyebab timbulnya biaya keagenan ini adalah interaksi antara kebijakan hutang dan dividen sebagai kebijakan keuangan dengan kepemilikan manajerial sebagai kebijakan non keuangan. Kebijakan dividen berpengaruh positif dengan kepemilikan manajerial, kondisi ini memberikan indikasi bekerjanya *signaling theory* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia yang kepemilikannya cenderung didominasi oleh keluarga. Sehingga biaya keagenan yang timbul lebih disebabkan oleh hutang karena hubungan yang terjadi cenderung antara pemegang saham dan pemberi pinjaman. Penelitian tersebut juga mendukung teori *pecking order* karena pihak manajer yang cenderung menetapkan tingkat pembayaran dividenya atas aliran kas internal.

Bayu (2002) menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang dan dividen perusahaan, sekaligus menguji hubungan

substitusi antara kedua kebijakan tersebut pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Penelitian tersebut menemukan bahwa kepemilikan *insider* dan institusional berpengaruh negatif secara signifikan terhadap rasio *leverage*, sedangkan penyebaran pemegang saham juga berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap rasio *leverage* dan rasio pembayaran dividen, yang menunjukkan adanya hubungan substitusi anatara kedua mekanisme tersebut.

Zaenal Arifin (2003) memfokuskan efektifitas mekanisme bonding pada perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi yang di kontrol keluarga. Mekanisme bonding dengan meningkatkan hutang tidak efektif untuk mengurangi masalah agensi, pada tahun 1996 peningkatan hutang justru meningkatkan masalah agensi karena banyak hutang berasal dari bank yang satu kelompok. Pada tahun 2000 efek negative ini sudah hilang dengan perusahaan yang di kontrol oleh keluarga. Mekanisme bonding dengan meningkatkan dividen secara umum efektif untuk mengurangi masalah agensi baik pada perusahaan yang di kontrol keluarga maupun yang bukan di kontrol keluarga. Mekanisme dividen di hindari oleh perusahaan yang kepemilikan keluarga mendekati batas mayoritas dan dominasi.

Cara bonding yang disarankan oleh Jensen (1986) adalah dengan meningkatkan jumlah hutang. Jensen & Meckling (1976) juga menyarankan menggunakan peningkatan hutang untuk mengurangi biaya agensi meskipun dengan alasan yang berbeda, yaitu supaya *outside equity* tidak bertambah sehingga konflik hutang perusahaan meningkat.

Uji empiris bonding dengan hutang sebenarnya mengacu pada hasil penelitian empiris tentang struktur modal. Haris dan Raviv (1991) mengemukakan bahwa ada hubungan yang positif antara jumlah hutang dengan nilai perusahaan. Dalam konteks *agency theory*, hasil korelasi positif antara jumlah hutang dan nilai perusahaan di interpretasikan sebagai adanya pengurangan masalah agensi ketika hutang perusahaan meningkat.

Komisaris Independen

Pembentukan dewan komisaris merupakan salah satu mekanisme yang banyak dipakai untuk memonitor manajer. Akan tetapi komisaris tersebut belum bisa melaksanakan fungsi kontrol terhadap direksi dengan baik. Salah satu penyebabnya adalah banyak perusahaan publik di Indonesia masih dikendalikan oleh pemegang saham pengendali. Sehingga dewan komisaris gagal untuk mewakili kepentingan *stakeholder* lainnya selain dari pada kepentingan pemegang saham mayoritas (Subarto Zaini, 2002). Kedua, pengawasan dewan komisaris

terhadap manajemen pada umumnya tidak efektif (Mace, 1986). Ini terjadi karena proses pemilihan dewan komisaris yang kurang demokratis dimana kandidat dewan komisaris sering dipilih oleh manajemen sehingga setelah terpilih tidak berani memberi kritik terhadap manajemen.

Untuk menjamin pelaksanaan *good corporate governance* maka di perlukan komisaris independen yang berintegritas, berkemampuan, tidak cacat hukum dan independent, serta yang tidak memiliki hubungan bisnis (kontraktual) ataupun hubungan lainnya dengan pemegang saham mayoritas (pemegang saham pengendali) dan dewan direksi (manajemen) baik secara langsung maupun tidak langsung. Di samping itu, jika dewan komisaris didominasi oleh anggota luar (*Independent Board of Director*) maka monitoring dewan komisaris terhadap manajer menjadi efektif (Wisbach, 1988).

Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebagai salah satu badan yang terlibat dalam pasar modal Indonesia yang mempunyai wewenang untuk mengatur operasional perdagangan di bursa. BEJ (Bursa Efek Jakarta) mengeluarkan Surat Keputusan Nomor: Kep-315/BEJ/06-2000 perihal peraturan pencatatan efek nomor I-A: tentang ketentuan umum pencatatan efek bersifat ekuitas di bursa. Surat Keputusan pencatatan efek nomor I-A sub C memaparkan perlunya perusahaan yang telah *go public* untuk mengangkat komisaris independen dalam struktur perusahaan untuk mewujudkan *Good Corporate Governance* di Indonesia. Komisaris independen merupakan salah satu bagian inti dari perusahaan dalam mengawasi pengurusan perseroan yang dilakukan oleh direksi dan memberikan nasihat kepada direksi dalam menjalankan operasional perusahaan.

Pada perkembangan selanjutnya BAPEPAM mengeluarkan Surat Edaran Nomor: SE-03/PM/2002 (bagi perusahaan publik) dan keputusan Menteri BUMN Nomor KEP.103/MBU/2002 (bagi BUMN) mengenai keberadaan komite audit. Komite audit terdiri dari sedikitnya tiga orang, di ketuai oleh komisaris independen perusahaan dengan dua orang eksternal yang independen serta menguasai dan memiliki latar belakang akuntansi dan keuangan. Dalam pelaksanaan tugasnya, komite audit mempunyai fungsi membantu dewan komisaris untuk (i) meningkatkan kualitas laporan keuangan, (ii) menciptakan iklim disiplin dan pengendalian yang dapat mengurangi kesempatan terjadinya penyimpangan dalam pengelolaan perusahaan, (iii) meningkatkan efektifitas fungsi internal audit (SPI) maupun eksternal audit, serta (iv) mengidentifikasi hal-hal yang memerlukan perhatian dewan komisaris/dewan pengawas.

Komisaris independen memikul tanggung jawab untuk mendorong secara proaktif agar komisaris dalam melaksanakan tugasnya sebagai pengawas dan penasehat direksi dapat memastikan perusahaan memiliki strategi bisnis yang efektif (termasuk di dalamnya memantau jadwal, anggaran dan efektifitas strategi tersebut), memastikan perusahaan memiliki eksekutif dan manajer yang profesional, memastikan perusahaan memiliki informasi, sistem pengendalian, dan sistem audit yang bekerja dengan baik, memastikan perusahaan mematuhi hukum dan perundangan yang berlaku maupun nilai-nilai yang ditetapkan perusahaan dalam menjalankan operasinya, memastikan resiko dan potensi krisis selalu diidentifikasi dan dikelola dengan baik, serta memastikan prinsip-prinsip dan praktek *good corporate governance* dipatuhi dan diterapkan dengan baik.

Dengan mengacu pada konsep komisaris independen dan bonding dividen dan hutang seperti diuraikan di atas, hipotesa yang diajukan dalam penelitian ini sebagai berikut:

- H₁:** Peningkatan kebijakan hutang lebih efektif mengurangi masalah agensi pada perusahaan yang dikontrol komisaris independen dibandingkan dengan perusahaan yang tidak dikontrol komisaris independen.
- H₂:** Peningkatan kebijakan dividen lebih efektif mengurangi masalah agensi pada perusahaan yang dikontrol komisaris independen dibandingkan dengan perusahaan yang tidak dikontrol komisaris independen

METODE PENELITIAN

Subyek Penelitian

Subyek penelitian difokuskan pada perusahaan yang membagikan dividen secara konsisten dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2001 dan melakukan kebijakan hutang. Penggunaan tahun penelitian tersebut berdasarkan Surat Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta nomor: Kep-315/BEJ/06-2000 yang mengharuskan perusahaan yang terdaftar di bursa efek untuk memiliki pihak independensi yang memonitor perusahaan yakni komisaris independen untuk terciptanya *Good Corporate Governance* di Indonesia. Perusahaan dalam penelitian ini telah memiliki susunan komisaris independen yang telah memenuhi syarat-syarat peraturan yang berlaku dan perusahaan yang belum memiliki susunan komisaris sebagai pembanding.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode purposive sampling dengan tujuan untuk mendapat sample yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Beberapa kriteria yang telah ditetapkan untuk mendapatkan sampel:

1. terdaftar pada BEJ sejak tahun 2000 atau tahun sebelumnya.
2. perusahaan seluruh bidang yang sesuai dengan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, bukan pada perusahaan yang termasuk dalam industri perbankan dan keuangan. Alasan pengecualian ini adalah adanya perbedaan yang menonjol dalam pembuatan kebijakan pendanaan pada perusahaan jenis industri ini dibandingkan dengan perusahaan jenis industri lainnya. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh industri yang terlalu besar, sehingga kemungkinan akan menyebabkan penyimpangan hasil penelitian.
3. telah mempublikasikan laporan keuangan pada tahun 2000-2001
4. perusahaan yang memiliki susunan komisaris, terutama komisaris independen dan perusahaan yang belum memiliki komisaris independen sebagai pembanding dalam penelitian ini.
5. perusahaan yang melakukan kebijakan debt dan kebijakan dividen pada tahun 2000 sampai dengan tahun 2001.
6. perusahaan yang memenuhi seluruh kualifikasi diatas dan datanya tersedia atau dapat diperoleh dari sumber data yang telah di tentukan.

Dengan syarat tersebut di atas, penelitian ini menggunakan 48 sampel: 30 perusahaan yang memiliki susunan komisaris independen dan 12 perusahaan yang tidak memiliki susunan komisaris independen

Variabel Penelitian

Penelitian ini diuji secara statistik dengan menggunakan beberapa variabel. Untuk menguji hipotesa yang telah dijabarkan, dalam penelitian menggunakan tiga variabel utama dan Dua variabel kontrol. Tiga variabel utama dalam penelitian ini adalah *Debt to Equity ratio*, *divident ratio*, dan *dummy* komisaris independen. Tiga variabel kontrol dalam penelitian ini adalah *firm size*, *Market to Book Value of Equity* dan *Tax*.

Cummulative Abnormal Return

CAR adalah penjumlahan abnormal return mingguan selama satu tahun. CAR juga memiliki dua versi yaitu yang tanpa penyesuaian dengan dividen dan yang ada penyesuaian dengan dividen. Penelitian ini menggunakan abnormal return setelah penyesuaian dividen.

Debt to Equity Ratio

Variabel ini diberi simbol dengan DER dan untuk mengukur besar porsi hutang dalam perusahaan, variabel ini dapat diformulasikan dalam bentuk matematis:

$$DER_{it} = \frac{TL_{it}}{OS_{it} * CP_{it}}$$

Di mana :

TL_{it} = Total hutang perusahaan pada tahun i

OS_{it} = Jumlah saham beredar

CP_{it} = Harga penutupan saham

Dividen Payout Ratio

Variabel ini diberi simbol dengan DIV. Variabel ini merupakan rasio dari dividen per *share* dengan *earning pershare* yang diformulasikan dalam bentuk matematis:

$$DIV_{it} = \frac{DPS_{it}}{EPS_{it}}$$

Di mana :

DPS_{it} = Dividen per lembar saham perusahaan pada tahun i

EPS_{it} = Laba per lembar saham perusahaan pada tahun i

Dummy Komisaris Independen

Variabel ini diberi simbol *Dummy*. Bila perusahaan memiliki komisaris independent bernilai 1, sebaliknya jika tidak memiliki bernilai 0.

Firm Size

Variabel ini diberi simbol *SIZE* dan merupakan besarnya penjualan yang dihasilkan perusahaan. Variabel ini di-log-kan dalam persamaannya.

$$\ln SIZE_{it} = Sales$$

Dimana:

Sales = Penjualan bersih perusahaan pada tahun i

Market to Book Value of Equity

Variabel ini diberi simbol BME dan merupakan sebagai proksi kesempatan investasi yang diformulasikan dalam bentuk matematis :

$$BME_i = \frac{OS_i * CP_i}{TE_i}$$

Dimana:

OS = Jumlah saham beredar

CP = Harga penutupan saham

TE = Total equitas

Tax Ratio

Variabel ini diberi simbol TAX. Moh'd et al (1998) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan kewajiban pajak yang tinggi biasanya cenderung lebih banyak menggunakan hutang. Variabel ini dapat diformulasikan dalam bentuk matematis:

$$TAX_i = \frac{EBT_i - EAT_i}{EBT_i}$$

Dimana:

EBT_i = Laba sebelum pajak perusahaan pada tahun i

EAT_i = Laba sesudah pajak perusahaan pada tahun i

Model Pengujian Hipotesis

Hipotesis akan diuji dengan menggunakan model *Ordinary Least Square* (OLS) dengan persamaan sebagai berikut:

$$CAR = \alpha + \beta_1 DER_i + \beta_2 DIV_i + \beta_3 DIDE_i + \beta_4 DIDI_i + \beta_5 LnSIZE + \beta_6 BME_i + \beta_7 TAX_i + \beta_8 Dummy_i + e_i$$

dimana :

CAR = *Cumulative Abnormal Return*

DER = *Debt Equity Ratio*

DIV = *Dividen Payout Ratio*

DIDE = *Interaksi antara Variabel Debt dengan Dummy*

DIDI = *Interaksi antara Variabel Dividen Payout Ratio dengan Dummy*

LnSIZE = *Log Size*

BME = *Book Market to Equity*

TAX = *Tax (Pajak)*

Dummy = *Komisaris Independen*

Dari persamaan di atas, hipotesa pertama memprediksi bahwa koefisien β_3 positif signifikan dan hipotesis kedua memprediksi β_4 positif signifikan. Untuk mengetahui kekuatan model dalam memprediksi maka dilihat dari koefisien determinasi (R^2). Semakin besar nilai koefisien determinasi semakin besar kemampuan variabel bebas dalam menjelaskan perubahan variabel terikatnya (Sudjana, 1996).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil pengolahan data dengan program SPSS dengan menggunakan metode *Remove*, persamaan regresi yang diberikan adalah sebagai berikut :

Data tahun 2000

$$CAR_i = -3.776 - 0.020 (DER_i) - 2.61 (DIV_i) + 0.17 (DIDE_i) - 75.699 \\ (DIDI_i) + 0.48 (BME_i) + 0.272 (LnSIZE_i) + 0.021 (TAX_i) + 0.003 \\ \text{Dummy}$$

Data tahun 2001

$$CAR_i = 0.086 + 0.005 (DER_i) - 174.051 (DIV_i) + 0.049 (DIDE_i) - 0.150 \\ (DIDI_i) + 0.021 (BME_i) - 0.008 (LnSIZE_i) - 0.186 (TAX_i) + \\ 0.126 (\text{Dummy})$$

Data tahun 2000 dan 2001

$$CAR_i = -2.219 + 0.000 (DER_i) - 0.115 (DIV_i) - 0.009 (DIDE_i) - 76.713 \\ (DIDI_i) + 0.009 (BME_i) + 0.162 (LnSIZE_i) - 0.21 (TAX_i) + 0.099 \\ (\text{Dummy})$$

Dari persamaan di atas nampak bahwa hasil untuk tiga model yang telah di regresikan cenderung sama. Koefisien DIV yang negatif dapat di interpretasikan bahwa pada tahun 2000 dan 2001, kenaikan dividen secara umum tidak hanya tidak efektif untuk mengurangi masalah agensi namun justru meningkatkan masalah agensi. Tidak masuknya variabel DIDI dalam model berdasarkan analisis *Remove Method* membuktikan bahwa peran komisaris terhadap kebijakan dividen tidak berpengaruh. Temuan yang bertentangan dengan teori agensi ini kemungkinan karena banyaknya perusahaan yang mengalami kerugian sehingga berdampak pada pembayaran dividen. Beberapa perusahaan melakukan pembayaran dividen dengan mengalami dengan teratur akan tetapi ada yang melakukan pembayaran dividen dengan mengalami penurunan dividen per lembar sahamnya.

Dari persamaan di atas juga nampak bahwa koefisien DER pada umumnya positif. Pada tahun 2000 koefisien DER menunjukkan negatif, pada tahun 2001 menunjukkan positif. Pada tahun 2001 kenaikan hutang dapat mengurangi masalah agensi pada perusahaan yang dikontrol komisaris independen, meskipun belum dapat membuat bonding hutang menjadi efektif namun kontrol tersebut sudah dapat menghilangkan efek negatif hutang pada tahun 2000. Naiknya bonding hutang mengakibatkan variabel kontrol bonding hutang Tax (Pajak) mengalami penurunan (efek negatif). Hal ini bertentangan dengan penelitian Moh'd et al (1998) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan kewajiban pajak yang tinggi biasanya cenderung lebih banyak menggunakan hutang.

Dari persamaan di atas nampak bahwa koefisien *Dummy* positif terhadap *Cumulative Abnormal Return* (CAR). Hal ini menunjukkan bahwa telah terjadi kenaikan CAR pada tahun 2001 dibanding dengan tahun 2000, pada tahun 2001 komisaris independen telah banyak diterapkan pada perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta meskipun belum banyak memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Dua variabel kontrol, *Size* dan *BME*, juga terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap CAR dan pola pengaruhnya berbeda antara tahun 2000 dan tahun 2001. Peningkatan ukuran perusahaan akan meningkatkan *cumulative abnormal return*, namun pada ukuran tertentu, penurunan ukuran perusahaan akan mengurangi *cumulative abnormal return*. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang relatif besar ukurannya cenderung lebih baik kinerjanya. Moh'd et al (1995) mengungkapkan semakin besar ukuran perusahaan akan mempermudah perusahaan dalam mengakses pasar modal. Perusahaan lebih fleksibel dan memiliki kemampuan untuk mendapatkan sumber dana. Kemudahan mendapatkan sumber dana ini berimplikasi pada pembayaran dividen. Di Indonesia terdapat kecenderungan ukuran perusahaan menjadi pertimbangan bagi perusahaan dalam mengambil kebijakan pembayaran dividen (Ni Luh, 2001). *BME* membandingkan nilai buku dan nilai pasar ekuitas. Ketika pasar menilai relatif rendah maka *BME* akan tinggi dan sebaliknya ketika pasar menilai relatif tinggi maka *BME* menjadi rendah. Dengan demikian hubungan negatif antara *BME* dengan CAR menunjukkan bahwa ketika semakin tinggi penilaian pasar atas ekuitas perusahaan (*overvalued*) maka probabilitas perusahaan untuk memperoleh CAR yang tinggi semakin kecil, begitu juga sebaliknya ketika *BME* dan CAR memiliki hubungan yang positif ketika semakin rendah penilaian pasar atas ekuitas perusahaan (*undervalue*) maka probabilitas perusahaan untuk memperoleh CAR yang tinggi semakin besar.

Hasil pengujian hipotesis dari persamaan regresi dapat dilihat pada tabel 1. Tabel tersebut tampak bahwa pengujian menghasilkan nilai yang tidak signifikan. Semua koefisien variabel bebas dari semua periode penelitian menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Variabel interaksi (*DIDE* dan *DIDI*) yang diharapkan positif signifikan tidak terbukti. Peran komisaris independen pada perusahaan dalam sampel belum terlalu signifikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang tercermin dalam harga saham. Tidak terbuktinya hipotesis ini mungkin dikarenakan pada tahun 2000 dan 2001 banyak perusahaan yang mengalami kerugian, sehingga mereka tidak melakukan mekanisme bonding terutama bonding dividen.

Tabel 1. Hasil Pengujian Hipotesa

Variabel	Koefisien Variabel Thn 2000	Koefisien Variabel Thn 2001	Koefisien Variabel Thn 2000 dan 2001
Constant	-3.776*	0.086	-2.219
DER	-0.020	0.005	0.000
DIV	2.610	-174.051	-0.115
DIDE	0.170	0.049	-0.009
DIDI	-75.699	-0.150	-76.713
BME	0.480	-0.021	0.009
LnSIZE	0.272	-0.008	0.162
TAX	0.021	-0.186	-0.210
Dummy	0.003	0.126	0.099

* signifikan pada 5%

Faktor lain mungkin karena banyak perusahaan yang memiliki komisaris independen masih dimiliki oleh pemegang saham mayoritas dalam susunan pemegang sahamnya dengan kedudukan sebagai direksi yang sangat kuat. Nazmudin dan Sutawinangun (2001) mengungkapkan bahwa ada dua kecenderungan peran komisaris di Indonesia. Pertama peran komisaris yang terlalu kuat dalam perusahaan dan kedua peran komisaris yang lemah dalam melaksanakan fungsi pengawasannya. Kecenderungan kedua terjadi ketika direksi kedudukannya sangat dominan sehingga efektifitas komisaris menjadi terhambat dikarenakan direksi enggan untuk membagi wewenang, adanya tekanan sosial politik terhadap komisaris, tidak adanya rencana dan mekanisme pengawasan terhadap manajemen perusahaan yang jelas, dan keterbatasan kemampuan komisaris. Kecenderungan tersebut sama-sama berdampak negatif bagi terciptanya efektifitas dan efisiensi suatu perusahaan.

Dengan melihat baik dari tahun per tahun maupun secara keseluruhan, bahwa semua variabel penelitian ini menghasilkan nilai yang tidak signifikan. Jadi secara umum mekanisme bonding dividen dan hutang untuk mengurangi masalah agensi tidak berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap harga saham perusahaan yang dikontrol atau tidak oleh komisaris independen yang *listed* di Bursa Efek Jakarta.

Nilai Adj R² dipergunakan untuk menunjukkan berapa persen fluktuasi atau variasi pada variabel *cumulative abnormal return* dapat dijelaskan oleh variabel lain. Dalam penelitian ini Adj R² digunakan untuk mengetahui apakah mekanisme bonding pada perusahaan yang dikontrol komisaris independen memberikan nilai lebih dari pada perusahaan yang tidak dikontrol komisaris independen.

Pada model persamaan dalam penelitian ini, pola yang terjadi bahwa nilai $\text{Adj } R^2$ yang semakin menurun pada periode tahun 2000-2001 dan keseluruhan. Nilai $\text{adj } R^2$ hasil uji regresi yang dilakukan dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini

Tabel 2 Besarnya Nilai R^2 dan $\text{Adj } R^2$

	Tahun 2000	Tahun 2001	Tahun 2000 & 2001
R^2	0.153	0.103	0.041
$\text{Adj } R^2$	0.004	-0.54	-0.035

Dari tabel tersebut hasil regresi persamaan pada tahun 2000 mempunyai koefisien determinasi berganda (R^2) = 0.153 dan koefisien determinasi yang di sesuaikan ($\text{Adj } R^2$) = 0.004. Angka ini menunjukkan bahwa proporsi sumbangan variabel independen (Kebijakan Hutang, Dividen, Susunan Komisaris Independen, Pajak, Ukuran Perusahaan, dan Kebijakan Investasi) terhadap variabel dependen (*Cumulative Abnormal Return*) adalah sebesar 0,4 % dan sisanya di jelaskan oleh variabel-variabel lain diluar model. Hal yang sama juga pada tahun 2001 dan tahun keseluruhan.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Penelitian ini dilakukan untuk menguji apakah keberadaan komisaris independen efektif untuk mengontrol mekanisme bonding dividen dan hutang untuk mengurangi masalah agensi. Dari hasil penelitian yang dilakukan pada periode 2000-2001 dengan mengambil 48 sampel perusahaan yang listed di BEJ kecuali perusahaan sektor perbankan dan keuangan dapat diambil kesimpulan bahwa peran komisaris independen tidak memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap mekanisme bonding dividen dan hutang untuk mengurangi masalah agensi. Hasil ini tercermin tidak signifikannya variabel interaksi antara komisaris independen dengan kebijakan dividen dan hutang (DIDI dan DIDE) terhadap *cumulative abnormal return*.

Temuan di atas bisa berimplikasi bahwa penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) di Indonesia masih jalan ditempat karena salah satu bagian dalam GCG adalah dewan komisaris yang bertanggung jawab dan berwenang mengawasi tindakan direksi, dan memberikan nasihat kepada direksi jika dipandang perlu oleh dewan komisaris. Dalam kerangka *corporate governance* komisaris ditugaskan untuk menjamin pelaksanaan strategi perusahaan, mengawasi manajemen

dalam mengelola perusahaan, serta mewajibkan terlaksananya akuntabilitas. Fungsi akuntabilitas komisaris ini ditujukan agar perlindungan terhadap para penanam modal terutama pemegang saham minoritas. Hasil ini juga bermakna bahwa posisi monitoring komisaris masih lemah terhadap kedudukan direksi perusahaan. Dengan keanggotaan dewan komisaris yang selama ini dipilih lebih berdasarkan kedudukan dan kekerabatan menyebabkan mekanisme check and balance terhadap direksi tidak dapat berjalan sebagaimana mestinya. Hal ini mengakibatkan banyak direksi perusahaan menjalankan kegiatan operasional usahanya secara ekspansif tanpa mempertimbangkan resiko yang mungkin timbul dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas.

Hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang mengungkapkan dalam *agency conflict*, aktifitas pemonitor oleh pihak luar sangat diperlukan, semakin banyak jumlah pemonitor maka kemungkinan terjadinya konflik semakin rendah. Hal ini berarti menurunkan biaya keagenan, sedangkan cara untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran dividen kepada pemegang saham (Jensen, Solberg, dan Zorn.1992). Zaenal Arifin (2003) menyatakan bahwa mekanisme bonding dengan dividen secara umum efektif untuk mengurangi masalah agensi, akan tetapi mekanisme bonding dengan meningkatkan hutang tidak efektif untuk mengurangi masalah agensi, peningkatan hutang justru meningkatkan masalah agensi karena banyak hutang berasal dari bank yang satu kelompok.

Hasil penelitian ini memberikan beberapa potensial kontribusi terutama untuk menambah referensi tentang permasalahan agensi diperusahaan dan implementasi penerapan *Good Corporate Governance* di Indonesia yang masih stagnan. Hal ini mungkin disebabkan barunya peraturan mengenai kewajiban perusahaan yang *go public* untuk memiliki pihak dari luar perusahaan yaitu komisaris independen yang bertugas untuk mengawasi dan memberikan kontribusi bagi kebijakan manajemen perusahaan. Dengan pengelolaan perusahaan yang baik akan menumbuhkan kepercayaan investor terhadap komitmen perusahaan untuk lebih profesional dan ikut menghadapi persaingan global yang kompetitif.

KETERBATASAN DAN REKOMENDASI

Dalam penelitian ini terdapat keterbatasan dalam mengambil, memproses, dan menginterpretasikan data. Keterbatasan pada penelitian ini diharapkan dapat menjadi rekomendasi untuk mengadakan penelitian berikutnya:

1. Sampel perusahaan yang dapat diambil dalam penelitian ini sangat minimal dan periode penelitian terlalu singkat untuk menilai peran kineja komisaris dalam mengawasi kebijakan yang dilakukan perusahaan. Jika di bandingkan yang dilakukan oleh Zaenal Arifin (2003) mengenai efektifitas mekanisme bonding dividen dan hutang pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga yang dilakukan selama empat tahun dan dapat memperoleh sejumlah 238 sampel perusahaan di awal tahun 1996 dan 213 sampel perusahaan hingga akhir tahun 2000, maka penelitian ini kurang memadai di lihat dari jumlah sampelnya.
2. Penelitian ini tidak dapat digeneralisir untuk pasar modal di Indonesia, khususnya di Bursa Efek Jakarta, karena sampel tidak bersifat *random* dengan tidak memasukan perusahaan pada sektor perbankan dan keuangan, perbankan sebagai lembaga intermediasi memainkan peran yang sangat penting dalam aktivitas ekonomi suatu negara. Karena peran itu pula perbankan dituntut menjadi organisasi yang dapat dipercaya dalam pengelolaan usahanya (*Good Corporate Governance*).
3. Penerapan komisaris independen pada perusahaan publik di Indonesia yang masih relatif baru sehingga kurang signifikan terhadap pengurangan masalah agensi dan sebagai informasi bagi investor untuk mengambil suatu keputusan investasi. Pada penelitian berikutnya bisa lebih mengeksplor lebih jauh mengenai efektifitas komite audit yang diketuai oleh komisaris independen terhadap kebijakan akuntansi perusahaan.
4. Pada penelitian ini menggunakan regresi linier sederhana sehingga memiliki keterbatasan dalam pengukuran hasil penelitian. Alternatif lain yang dapat di lakukan untuk mengatasi kurang tepatnya pengukuran dengan menggunakan *cumulative abnormal return* dengan menggunakan variabel *dividend yield* (DY) sebagai pengganti variabel *dividend payout ratio* (DIV), seperti pada penelitian yang di lakukan oleh Zaenal Arifin (2003).

DAFTAR PUSTAKA

- Arifin,Zaenal., "Efektifitas Mekanisme Bonding Dividen dan Hutang Untuk Mengurangi Masalah Agensi pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol.1 No. 8, Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta, Januari 2003.
- Arifin, Zaenal., "Efektifitas Mekanisme Bonding untuk Mengurangi Masalah Agensi pada perusahaan yang di kontrol keluarga: pada

- Perusahaan di Bursa Efek Jakarta”, *Disertasi Program Pasca Sarjana*, Universitas Indonesia, 2003.
- Aritejo B.A., “The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt and Dividend Policies: An Agency Perspective”, *Thesis Program Pasca Sarjana*, Universitas Gadjah Mada, 2002.
- Nih Luh, Gita Aryiani., “Analisa Pengaruh Faktor-Faktor Keagenan dan Faktor-faktor Biaya Transaksi Terhadap Rasio Pembayaran Dividen”, *Thesis Program Pasca Sarjana*, Universitas Gadjah Mada, 2001.
- Carl R. Chen, dan Thomas L. Steiner, “Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy”, *The Financial Review* 34, 1999, Hal 119-136.
- Darmaji, Tjiptono., dan Fakhruddin H.M., “*Pasar Modal di Indonesia*”, Salemba Empat, Jakarta, 2001.
- Fama, Eugene H, “Agency Problem and Theory of The Firm”, *Journal of Political Economy* Vol. 88 No. 21, Chicago, 1980, Hal 288-307.
- Fauzan, “Hubungan Biaya Keagenan, Resiko Pasar dan Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Dividen”, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol.1 No.2, Jakarta, September 2002, Hal 114 -138.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia*, “*The Essence of Good Corporate Governance*”, FCGI, Jakarta, 2001.
- Gujarati, DN., “*Basic Econometric*”, Singapore, Mc Graw-Hill Company, 1995
- Harris, Milton dan A. Raviv, “The Theory of Capital Structure”, *Journal of Finance*, Vo XLVI, p.297-355
- Jensen, M.C., dan W.H. Meckling, “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 3, 1976.
- Jensen, M.C., “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, May 1986.
- Jensen Gerald., Solberg Donald P., Zorn Thomas S, “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies”, “*Journal of Financial and Quantitative Analysis*”, Vol. 27, June 1992, Hal 247-263.

- Lintner, J., “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes”, *American Economic Review*, 1956 Vol. 46, 97-133.
- Moh’d, Mahmoud A., L.G. Perry., Rimbey J.N., “An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy”, *The Financial Review* Vol.30 No.2 May 1995, Hal 367-385
- Rozeff, M., “Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios”, *Journal of Financial Research*, 1982, 249–259.