

PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP EFEKTIFITAS MEKANISME PENGURANG MASALAH AGENSI

Zaenal Arifin & Nina Rachmawati
Universitas Islam Indonesia

ABSTRACT

The main objective of this research is to investigate whether there are a significant influence between corporate governance and effectiveness of agency-problem-reducing mechanism. The corporate governance is concern on all stakeholder interest while the agency variables are concern only on one of the most important stakeholders' that is the stockholders. In theory, there should be a significant relationship between the corporate governance and the effectiveness of agency-problem-reducing mechanism. Using all manufacturing companies listed in Jakarta Stock Exchange during 2001 - 2004, this research found that corporate governance influence the effectiveness of debt mechanism in reducing agency problem. The other mechanism, dividend and independent board of director, do not effective to reduce agency problem and the corporate governance does not influence the effectiveness of these two mechanisms.

Key words: agency problem, corporate governance, dividend, debt, independent Board of director

LATAR BELAKANG

Masalah agensi antara manajer dan pemegang saham pada banyak perusahaan di Amerika Serikat telah diidentifikasi oleh Barle dan Means (1932) sebagai akibat adanya perbedaan antara orang yang mengelola (manajer) dan yang memiliki perusahaan (pemegang saham). Manajer hanya memiliki porsi kepemilikan yang sangat kecil sehingga punya kecenderungan mengambil keputusan yang kurang sejalan dengan kepentingan pemegang saham dan pada saat yang sama masing – masing pemegang saham juga hanya memiliki porsi kepemilikan yang kecil sehingga mereka enggan melakukan pengawasan secara serius terhadap perilaku manajer. Pola kepemilikan perusahaan di Amerika Serikat memang cenderung menyebar (*dispersed*) sehingga dua kondisi di atas muncul.

Di Indonesia, masalah agensi juga muncul pada perusahaan – perusahaan yang sudah *go public* meskipun akar permasalahannya tidak sama dengan masalah agensi di Amerika Serikat. Sebagian besar perusahaan *go public* di Indonesia masih dimiliki secara mayoritas/dominan oleh keluarga pendiri perusahaan dan keluarga pendiri ini terlibat dalam manajerial perusahaan. Kondisi ini memunculkan masalah agensi antara pemegang saham mayoritas, yang juga sebagai manajer perusahaan, dengan pemegang saham minoritas. Kurniawan dan Indriantoro (2000), misalnya, menengarai bahwa struktur kepemilikan yang masih didominasi keluarga menyebabkan perlindungan terhadap investor kecil masih lemah. Survei oleh *Asian Development Bank* terhadap 178 perusahaan publik di Indonesia yang dikutip oleh Tjager, Alijoyo, Djemat, dan Soembodo (2003) juga menemukan bahwa rata – rata

sebanyak 67,2% saham perseroan terkonsentrasi pada 5 pemegang saham mayoritas sedangkan pemegang saham pendiri rata – rata menguasai 67,3% saham perseroan.

Arifin (2003) melakukan pengujian efektifitas beberapa mekanisme untuk mengurangi masalah agensi dalam konteks konflik agensi di Indonesia dan menemukan bahwa hanya mekanisme pembayaran dividen yang tinggi yang efektif untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia. Mekanisme porsi hutang tinggi dan kontrol oleh pemegang saham mayoritas/dominan tidak efektif untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia. Mengapa mekanisme pengurang agensi yang terbukti efektif untuk mengurangi masalah agensi di Amerika Serikat, seperti peningkatan porsi hutang, tidak efektif jika diaplikasikan di Indonesia. Salah satu kemungkinan jawabannya adalah karena masih buruknya praktek *corporate governance* di perusahaan *go public* di Indonesia.

Arifin (2003) melakukan pengujian efektifitas beberapa mekanisme untuk mengurangi masalah agensi dalam konteks konflik agensi di Indonesia dan menemukan bahwa hanya mekanisme pembayaran deviden yang tinggi yang efektif untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia. Mekanisme porsi hutang tinggi dan kontrol oleh pemegang saham mayoritas/dominan tidak efektif untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia. Penelitian oleh komunitas internasional seperti Pricewaterhouse Coopers dan CLSA sebagaimana dituliskan Daniri (2005) masih menempatkan Indonesia pada urutan *rating* bagian bawah terkait dengan implementasi *corporate governance*.

Kurniawan dan Indriantoro (2000) menunjukkan beberapa indikasi buruknya praktek *corporate governance* di Indonesia yaitu: (1) Struktur kepemilikan yang masih didominasi keluarga sehingga perlindungan terhadap investor kecil lemah, (2) Fungsi dewan komisaris dalam membawa aspirasi/kepentingan pemegang saham non-mayoritas juga masih lemah, (3) Belum adanya kewajiban membentuk *audit committee* sehingga informasi keuangan yang disampaikan diragukan kualitasnya, (4) Praktek *fair business* yang masih lemah, (5) Transparansi dan *disclosure* yang masih rendah, (6) Praktek manajemen risiko yang belum baik, dan (7) Perlindungan terhadap kreditur yang masih lemah.

Hasil survei yang dilakukan oleh Coombes dan Watson (2000) yang menemukan bahwa investor mau memberi *premium* yang lebih tinggi, sebesar 27%, pada perusahaan di Indonesia yang menerapkan *good corporate governance* dibandingkan dengan premium pada perusahaan di negara – negara Asia yang lain, juga menunjukkan bahwa praktek *corporate governance* di Indonesia adalah yang paling buruk di Asia. Sementara itu La Porta, de Silaneas, dan Shleifer (1998), menemukan bahwa aturan perlindungan terhadap pemegang saham minoritas di Indonesia tidak terlalu jelek (mendapat nilai 2 dari range skor 0-4), namun dalam pelaksanaan hukum, Indonesia termasuk yang paling buruk.

Perhatian investor dan perusahaan di Indonesia tentang perlunya perusahaan menerapkan *good corporate governance* semakin meningkat sejak

terjadinya krisis ekonomi pada tahun 1997. Lembaga yang mengkaji pelaksanaan *corporate governance* sudah banyak bermunculan. Salah satu dari lembaga – lembaga tersebut, yaitu *Indonesian Institute for Corporate governance* (IICG), telah melakukan survei *corporate governance* perusahaan *go public* sejak tahun 2001. Peningkatan perhatian pada penerapan *corporate governance* juga bisa dilihat pada kepatuhan perusahaan dalam memiliki komisaris independen dan komite audit yang menurut catatan Daniri (2005) pada tahun 2003 sudah mencapai 90% dan tahun 2005 sudah hampir 100%. Yang menjadi pertanyaan adalah apakah peningkatan perhatian pada *corporate governance* ini berpengaruh terhadap pengurangan masalah agensi di perusahaan. Apakah jika perusahaan bagus *corporate governance*-nya maka masalah agensi di perusahaan itu lebih kecil? Apakah baik buruknya *corporate governance* berpengaruh terhadap efektifitas mekanisme pengurang masalah agensi?

Masalah agensi dan *corporate governance* merupakan dua hal yang saling terkait. Dalam konteks perusahaan, masalah agensi lebih menaruh perhatian pada hubungan antara manajer dengan pemegang saham yang tidak terlibat di manajemen, sedangkan *corporate governance* melihat hubungan antara manajer dan seluruh *stakeholders* perusahaan. *Corporate governance* memiliki prinsip adanya transparansi, keterbukaan dan pertanggungjawaban sehingga perusahaan yang baik *governance*-nya semestinya akan dapat mengurangi masalah agensi.

Melihat keterkaitan antara masalah agensi dan *corporate governance* tersebut, nampaknya efektifitas mekanisme pengurang masalah agensi akan dipengaruhi oleh bagaimana praktek *corporate governance* di masing – masing perusahaan. Penelitian ini berupaya untuk menguji dugaan tersebut dalam konteks permasalahan agensi di perusahaan *go public* di Indonesia. Pencarian mekanisme pengurang masalah agensi dalam konteks pasar modal di Indonesia sangat penting dilakukan karena jika mekanisme yang efektif ditemukan, beserta kondisi yang mensyaratkannya, maka kepercayaan investor terhadap pasar modal akan meningkat dan pada akhirnya akan berdampak positif bagi pertumbuhan perekonomian Indonesia.

Penelitian tentang masalah agensi sudah banyak dilakukan di Indonesia namun penelitian tentang *corporate governance* masih terbatas. Salah satu sebabnya adalah karena data tentang *corporate governance* masih sulit diakses untuk diteliti. Penelitian tentang *corporate governance* di Indonesia, dan juga di negara-negara lain, pada umumnya masih bersifat diskriptif eksploratif. Shleifer dan Vishny (1997) melakukan survei *corporate governance* di beberapa negara di dunia, Claessens S, S. Djankov, dan L. H. P. Lang (2000) melakukan survei pada negara-negara Asia Timur dan Tenggara, dan Kurniawan dan Indriantoro (2000) melakukan investigasi pelaksanaan *corporate governance* di Indonesia. Jarang ditemukan penelitian *corporate governance* yang bersifat uji empiris terhadap efektifitas konsep-konsepnya di lapangan. Penelitian ini diharapkan dapat memperkaya uji empiris konsep-konsep *corporate governance* yang dikaitkan dengan pengurangan masalah

agensi. Penelitian ini ingin mengetahui apakah baik buruknya *corporate governance* di suatu perusahaan akan mempengaruhi efektifitas suatu mekanisme pengurang masalah agensi.

Mekanisme untuk Mengurangi Masalah Agensi

Untuk mengurangi kesempatan manajer melakukan tindakan yang merugikan investor luar, Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi ada dua cara yaitu investor luar melakukan pengawasan (*monitoring*) dan manajer sendiri melakukan pembatasan-pembatasan atas tindakan-tindakannya (*bonding*). Pada satu sisi, kedua kegiatan tersebut akan mengurangi kesempatan penyimpangan oleh manajer sehingga nilai perusahaan akan meningkat sedangkan pada sisi yang lain keduanya akan memunculkan biaya sehingga akan mengurangi nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa calon investor akan mengantisipasi adanya kedua biaya tersebut ditambah dengan kerugian yang masih muncul meskipun sudah ada *monitoring* dan *bonding*, yang disebut *residual cost*. Antisipasi atas ketiga biaya yang didefinisikan sebagai biaya agensi ini nampak pada harga saham yang terdiskon saat perusahaan menjual sahamnya.

Mekanisme monitoring bisa dilakukan dengan pembentukan dewan komisaris, pasar *corporate control*, pemegang saham besar, kepemilikan terkonsentrasi dan pasar manajer. Mekanisme kontrol dilakukan dengan peningkatan kepemilikan manajer dan *bonding* dengan meningkatkan hutang dan meningkatkan deviden.

Masalah Agensi dan *Corporate Governance*

Kaen (2003) mendefinisikan *corporate governance* sebagai sesuatu tentang siapa yang mengontrol perusahaan dan mengapa dia mengontrol. Cadbury Committe pada tahun 1992, seperti dikutip Daniri (2005), mendefinisikan *corporate governance* sebagai prinsip yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar mencapai keseimbangan antara kekuatan serta kewenangan perusahaan dalam memberikan pertanggungjawaban kepada *shareholder* khususnya, dan *stakeholder* pada umumnya. Sementara itu Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI) mendefinisikan *corporate governance* sebagai sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Menilik definisi *corporate governance* tersebut nampak bahwa salah satu unsur penting dalam *corporate governance* adalah adanya hubungan agensi.

Sementara itu *corporate governance* juga memiliki beberapa prinsip dasar yang menurut versi FCGI meliputi: (1) adanya hak-hak pemegang saham yang harus diberi informasi yang benar dan tepat waktu, ikut berperan serta dalam pengambilan keputusan mengenai perubahan-perubahan yang mendasar, dan turut memperoleh bagian keuntungan, (2) adanya perlakuan sama terhadap para pemegang saham terutama kepada pemegang saham minoritas dan asing, dengan keterbukaan (*transparansi*) informasi penting, melarang pembagian untuk pihak sendiri, dan melarang perdagangan saham oleh orang dalam (*insider trading*), (3) diakuinya

peran pemegang saham, bersama pemegang kepentingan yang lain, dalam menciptakan kekayaan, lapangan kerja, dan perusahaan yang sehat, (4) adanya kemungkinan pengungkapan (*disclosure*) yang akurat dan tepat pada waktunya serta transparansi atas hal penting bagi kinerja perusahaan, kepemilikan, serta pemegang kepentingan, dan (5) adanya tanggung jawab pengurus dalam manajemen, pengawasan manajemen serta pertanggungjawaban kepada perusahaan dan para pemegang saham.

Jika perusahaan benar-benar menerapkan prinsip-prinsip *corporate governance* tersebut di atas, investor akan lebih percaya terhadap perusahaan. Sinyal-sinyal yang bertujuan menginformasikan hal-hal positif tentang perusahaan akan lebih dipercaya oleh investor. Jadi baik buruknya *corporate governance* akan berpengaruh terhadap efektifitas mekanisme pengurang masalah agensi karena mekanisme tersebut pada umumnya merupakan komitmen manajer untuk mengurangi masalah agensi. Suatu mekanisme pengurang masalah agensi mungkin efektif jika dipakai oleh perusahaan yang bagus *corporate governance*-nya namun menjadi tidak efektif jika dipakai oleh perusahaan yang tidak bagus *corporate governance*-nya. Dengan demikian, penulis mengajukan hipotesis bahwa '*Corporate governance* berpengaruh terhadap efektifitas mekanisme pengurang masalah agensi'.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sampel penelitian adalah seluruh perusahaan non keuangan dari tahun 2001 – 2004. Pemilihan perusahaan non keuangan dilakukan karena dalam penelitian ini ada variabel debt ratio yang kurang pas jika diterapkan pada perusahaan keuangan. Sampel dimulai tahun 2001 karena data tentang skor *corporate governance* baru ada sejak tahun 2001.

Definisi Operasional Variabel Penelitian

Ada tiga variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu nilai *corporate governance*, mekanisme pengurang masalah agensi, dan efektifitas mekanisme pengurang masalah agensi.

Nilai corporate governance

Nilai *corporate governance* dalam penelitian ini mengambil hasil penilaian majalah Swa dan IICG. Nilai tersebut disusun berdasarkan 7(tujuh) kriteria: (1) komitmen perseroan terhadap *corporate governance* (2) pelaksanaan RUPS dan perlakuan *minority shareholders* (3) dewan komisaris (4) struktur direksi (5) hubungan dengan *stakeholders* (6) transparansi dan akuntabilitas, dan (7) tanggapan terhadap riset IICG. Bobot untuk ketujuh kriteria tersebut berurut-turut adalah: 0,10; 0,15; 0,25; 0,15; 0,15; 0,15; dan 0,05. Nilai *corporate governance* akan dibuat

variabel dummy dimana akan mendapat nilai satu jika nilai *corporate governance*-nya masuk kriteria baik dan nilai 0 jika nilainya tidak masuk kriteria baik.

Mekanisme pengurang masalah agensi

Permasalahan agensi di Indonesia lebih terlihat merupakan konflik antara pemegang saham mayoritas/manajer dan pemegang saham minoritas. Oleh karena itu mekanisme seperti meningkatkan kepemilikan manajer, pemegang saham besar, dan kepemilikan yang terkonsentrasi tidak cocok sebagai mekanisme pengurang masalah agensi dengan konteks perusahaan publik di Indonesia. Mekanisme pasar *corporate control* dalam bentuk akuisisi juga nampaknya tidak berjalan di Indonesia karena sangat kuatnya posisi manajer. Oleh karena itu dalam penelitian ini, mekanisme pengurang masalah agensi yang digunakan hanya tiga mekanisme yaitu: meningkatkan dividen, meningkatkan porsi hutang, dan adanya dewan komisaris independen.

Efektifitas mekanisme pengurang masalah agensi

Efektifitas mekanisme pengurang masalah agensi diukur dengan *cumulative abnormal return* (CAR) saham selama satu tahun dari *abnormal return* (AR) mingguan. AR mingguan dihitung dari return aktual mingguan dikurangi dengan return pasar mingguan. Hari yang dijadikan dasar menghitung return mingguan adalah hari Rabu. Hari Rabu dipilih karena secara umum pada hari itu perdagangan cenderung normal tidak terimbas efek pola perdagangan mingguan.

Pengujian Hipotesis

Hipotesis yang menyatakan bahwa nilai *corporate governance* berpengaruh positif terhadap efektifitas mekanisme pengurang masalah agensi diuji menggunakan persamaan regresi berikut. Dalam persamaan ini dimasukkan variabel kontrol risiko sistematis (beta) yang menurut Capital Asset Pricing Model-nya Sharpe (1964) merupakan faktor yang signifikan berpengaruh terhadap return saham.

$$\text{CAR}_i = \alpha + \beta_1 \text{DIV}_i + \beta_2 \text{DR}_i + \beta_3 \text{DKI}_i + \beta_4 \text{DIV}_i * \text{DCG}_i + \beta_5 \text{DR}_i * \text{DCG}_i + \beta_6 \text{DKI}_i * \text{DCG}_i + \beta_7 \text{BETA}_i + \varepsilon_i$$

Dimana:

CAR_i = cumulative abnormal return mingguan saham i selama satu tahun

DIV_i = dividend payout ratio saham i

DR_i = debt ratio yaitu ratio antara total hutang dengan total asset

DKI_i = variabel dummy komisaris independen, nilai 1 jika ada komisaris independen dan 0 jika tidak ada

DCG_i = variabel dummy nilai corporate governance, nilai 1 jika termasuk kelompok baik dan 0 jika tidak

BETA_i = risiko sistematis saham i

HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Variabel dalam penelitian ini yaitu variabel dummy *corporate governance*, variabel dummy dewan komisaris independen, Cumulative Abnormal Return (CAR), dividen, porsi hutang dan beta. Gambaran umum dari variabel – variabel tersebut nampak dalam Tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1 : Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

2001	CAR	DIV	DR	BETA	DKI
Mean	-0.34852	8.065867	0.840001	0.637982	0.395556
Maximum	6.307764	92.75	5.35336	5.26577	1.000000
Minimum	-2.92998	0	0.039192	-2.18071	0.000000
Std. Dev.	0.789682	16.654	0.672435	0.722364	0.490060
2002					
Mean	-0.37063	12.59761	0.689962	0.587506	0.401575
Maximum	3.64377	484.31	5.185617	3.903205	1.000000
Minimum	-7.53988	0	0.019731	-0.9652	0.000000
Std. Dev.	0.899161	46.82524	0.628895	0.602401	0.491185
2003					
Mean	-0.16465	8.717375	0.646998	0.641842	0.414201
Maximum	5.032912	397.18	8.774265	3.689502	1.000000
Minimum	-6.556781	-0.21	0.016662	-3.131182	0.000000
Std. Dev.	1.592394	30.72887	30.698736	0.750088	0.493314
2004					
Mean	-0.28775	8.532226	0.659106	0.480202	0.568182
Maximum	5.429602	335.07	9.502422	11.3349	1.000000
Minimum	-5.649459	-64.47	0.000434	-11.41654	0.000000
Std. Dev.	1.412961	30.28371	0.756886	2.367103	0.496270

Dari tabel di atas diperoleh informasi bahwa sebagai salah satu mekanisme pengurang masalah agensi yang cukup efektif, dividen yang dibayarkan perusahaan secara umum masih rendah. Ini menunjukkan bahwa banyak perusahaan yang tidak memakai mekanisme dividen sebagai pilihan untuk memberi sinyal bahwa masalah agensi di perusahaan rendah. Pada tahun 2003, pembayaran dividen memang mengalami peningkatan tetapi tahun berikutnya dividen sudah turun lagi ke posisi yang sejajar dengan besar dividen tahun-tahun sebelum tahun 2003.

Sementara itu, porsi hutang perusahaan secara umum cukup tinggi terutama pada tahun 2001. Porsi hutang sebagai mekanisme pengurang masalah agensi memiliki pola kuadrat dimana peningkatan porsi hutang akan mengurangi masalah agensi ketika porsi hutang perusahaan masih rendah tetapi ketika porsi hutang sudah cukup tinggi, penambahan hutang justru akan meningkatkan masalah agensi. Disamping itu, mekanisme peningkatan hutang untuk mengurangi masalah

agensi biasanya akan efektif ketika perusahaan sudah kelebihan *free cash flows*. Dalam konteks perusahaan *go public* di Indonesia, hanya sebagian kecil perusahaan yang dalam kondisi seperti itu.

Dewan komisaris independen telah ditetapkan sebagai perangkat yang wajib ada di setiap perusahaan publik sehingga ada kecenderungan jumlah perusahaan yang memiliki dewan komisaris independen semakin meningkat. Jumlah formal dari dewan komisaris pada tahun 2004 bisa jadi sudah mendekati seratus persen meskipun data pada tabel menunjukkan persentasenya masih di bawah enam puluh persen. Dalam penelitian ini, dewan komisaris independen memang didefinisikan sebagai dewan komisaris independen yang berasal dari kalangan akademisi.

Data *cumulative abnormal return* (CAR) yang dijadikan sebagai proksi tinggi rendahnya tingkat masalah agensi perusahaan menunjukkan rata-rata yang negatif. Hal ini bisa diartikan bahwa masalah agensi di perusahaan publik di Indonesia masih relatif tinggi. Sementara itu, data beta menunjukkan bahwa rata-rata beta sampel kurang dari satu. Ini menunjukkan bahwa perusahaan sampel secara umum memiliki risiko di bawah risiko pasar.

Hasil Uji Hipotesis

Uji asumsi klasik

Hasil uji multikolinearitas dengan matrik korelasi menunjukkan bahwa antar variabel independen tidak ada korelasi yang tinggi sehingga persamaan bebas dari masalah multikolinearitas. Sementara itu hasil uji autokoralsi dengan Q-stat menunjukkan bahwa persamaan regresi awal terdapat masalah autokorelasi. Masalah yang sama muncul pada uji heteroscedasticity dengan uji white heteroscedasticity. Untuk menyesuaikan terhadap masalah tersebut maka digunakan persamaan regresi dengan *Newey-West HAC Standard Error & Covariance*.

Hasil regresi

Hasil estimasi regresi berganda dengan menggunakan *Newey-West HAC Standard Error & Covariance* diperoleh hasil sebagaimana disajikan pada Tabel 2. Dari tabel tersebut nampak bahwa mekanisme dividen tidak efektif untuk mengurangi masalah agensi terlihat dari tidak signifikannya koefisien dividen. Hal yang sama juga terjadi ketika dividen diinteraksikan dengan *corporate governance*. Ini berarti bahwa baik buruknya *corporate governance* tidak mempengaruhi efektifitas mekanisme dividen untuk mengurangi masalah agensi. Temuan bahwa dividen tidak efektif untuk mengurangi masalah agensi, terutama bagi perusahaan yang bagus *corporate governance*-nya, agak sulit untuk dijelaskan. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Arifin (2003), menemukan bahwa dividen justru menjadi satu-satunya mekanisme yang efektif untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia. Dengan data yang lebih baru, penelitian ini tidak menemukan bukti bahwa dividen adalah mekanisme yang efektif untuk mengurangi masalah agensi. Bisa jadi ini disebabkan

oleh relatif kecilnya rata-rata dividen per saham yang dibagikan oleh perusahaan dan hampir tidak adanya peningkatan dividen per saham dalam empat tahun periode penelitian (lihat Tabel 1). Dengan tidak adanya peningkatan dividen per saham sementara inflasi per tahun di Indonesia masih relatif tinggi, maka nilai riil dividen per saham sebetulnya cenderung turun. Oleh karena itulah maka dividen tidak lagi efektif untuk mengurangi masalah agensi.

Tabel 2 : Hasil Estimasi Regresi dengan Menggunakan *Newey-West*

Dependent Variable: CAR

Method: Least Squares

Sample: 1 1004

Included observations: 1004

Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=6)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.591575	0.061283	-9.653184	0.0000
DIV	-0.001831	0.001503	-1.218363	0.2234
DR	0.007130	0.052919	0.134730	0.8929
DKI	0.094833	0.059682	1.588990	0.1124
DIV*DCG	-0.017595	0.020268	-0.868107	0.3855
DR*DCG	-0.477603	0.280737	-1.701246	0.0892
DKI*DCG	0.198853	0.353663	0.562268	0.5741
BETA	0.478002	0.040388	11.83529	0.0000
R-squared	0.279410	Mean dependent var	-0.290663	
Adjusted R-squared	0.274345	S.D. dependent var	1.236219	
S.E. of regression	1.053078	Akaike info criterion	2.949247	
Sum squared resid	1104.537	Schwarz criterion	2.988385	
Log likelihood	-1472.522	F-statistic	55.17142	
Durbin-Watson stat	2.613360	Prob(F-statistic)	0.000000	

Mekanisme *bonding* dengan meningkatkan porsi hutang juga tidak efektif untuk mengurangi masalah agensi jika merujuk pada koefisien *debt ratio* yang tidak signifikan meskipun arahnya positif. Namun jika melihat koefisien variabel interaksi antara *debt ratio* dan *corporate governance* nampak bahwa koefisien tersebut negatif signifikan. Ini berarti bahwa jika pelaksanaan *corporate governance* perusahaan tidak bagus maka meningkatnya porsi hutang justru akan meningkatkan masalah agensi, namun ketika pelaksanaan *corporate governance* perusahaan dinilai bagus maka meningkatnya porsi hutang tidak dianggap meningkatkan masalah agensi. Secara teori, mestinya peningkatan porsi hutang akan menurunkan masalah agensi karena dengan meningkatnya porsi hutang maka *free cash flow* perusahaan berkurang. Menurut Jensen (1986), berkurangnya *free cash flow* menurunkan peluang terjadinya masalah agensi. Teori ini nampaknya tidak berlaku di Indonesia. Salah satu kemungkinan sebabnya adalah karena porsi hutang perusahaan *go public* sudah relatif tinggi. Pola hubungan antara porsi hutang dan masalah agensi dan kinerja

secara umum memang berbentuk kuadrat. Ketika porsi hutang masih rendah, meningkatkan hutang akan meningkatkan kinerja namun ketika porsi hutang sudah relatif tinggi, peningkatan hutang justru akan menurunkan kinerja perusahaan.

Mekanisme pengurang masalah agensi yang ketiga, *monitoring* dewan komisaris independen, juga tidak efektif terlihat dari koefisien yang tidak signifikan meskipun arahnya positif. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Arifin (2003) yang menemukan bahwa pengawasan dewan komisaris terhadap manajemen pada umumnya tidak efektif. Koefisien interaksi antara dewan komisaris independen dan *corporate governance* juga tidak signifikan dengan arah koefisien positif. Ini berarti bahwa mekanisme monitoring dewan komisaris independen tidak efektif baik pada perusahaan yang bagus *corporate governance*-nya maupun yang buruk *corporate governance*-nya. Proses pemilihan dewan komisaris independen di Indonesia sebenarnya sudah cukup baik, paling tidak jika melihat adanya ketentuan tentang persetujuan pemegang saham minoritas dalam penetapan seseorang menjadi dewan komisaris independen. Tidak efektifnya monitoring dewan komisaris independen barangkali disebabkan oleh kuatnya posisi direksi dan dewan komisaris lainnya yang dipilih oleh pemegang saham mayoritas.

KESIMPULAN

Penelitian ini mengajukan pertanyaan apakah *corporate governance* berpengaruh terhadap efektifitas mekanisme pengurang masalah agensi. Nilai *corporate governance* diambil dari majalah SWA dan variabel mekanisme pengurang masalah agensi adalah mekanisme bonding dengan peningkatan deviden dan hutang, serta mekanisme monitoring oleh dewan komisaris independen. Hasil uji empiris menunjukkan bahwa nilai *corporate governance* berpengaruh terhadap efektifitas mekanisme hutang, meskipun arahnya berkebalikan dari teori. Pada perusahaan yang bagus *corporate governance*-nya, peningkatan porsi hutang tidak mempengaruhi masalah agensi namun pada perusahaan yang buruk *corporate governance*-nya, peningkatan hutang akan meningkatkan masalah agensi. Faktor realtif tingginya porsi hutang di perusahaan yang terdaftar di BEJ bisa jadi merupakan salah satu penyebabnya. Sementara itu dua mekanisme yang lain yaitu dividen dan dewan komisaris independen terbukti tidak efektif untuk mengurangi masalah agensi baik pada perusahaan yang bagus maupun yang buruk *corporate governance*-nya.

Penelitian berikutnya dapat menguji validitas dari skor *corporate governance* dengan membandingkannya dengan nilai *corporate governance* yang diterbitkan oleh lembaga yang sama pada tahun – tahun berikutnya atau yang diterbitkan oleh lembaga yang lain. Pada penelitian ke depan juga dapat menambah variabel pengurang masalah agensi selain deviden, hutang dan dewan komisaris independen.

DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Zaenal. (2003). *Masalah Agensi dan Mekanisme Kontrol pada Perusahaan dengan Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi yang Dikontrol Keluarga*, Disertasi, Universitas Indonesia, Jakarta.
- Barle, A. Dan G. Means. (1932). The Modern Corporation and Private Property, dalam La Porta, et al (1999), *Corporate Ownership Around the World*, *Journal of Finance*, Vol. LIV, No. 2, April.
- Claessens S, S. Djankov, dan L. H. P. Lang. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Iss. 1, 2, Oct/Nov, pp. 81-112.
- Coombes, Paul dan Mark Watson. (2000). Three Survey on Corporate Governance, *The McKinsey Quarterly*, No. 4.
- Daniri, Mas Achmad. (2005). *Good Corporate Governance: Konsep dan Penerapannya dalam Konteks Indonesia*, Jakarta : Ray Indonesia
- Forum for corporate Governance in Indonesia (FCGI), *Corporate Governance Tata Kelola Perusahaan*, <http://www.fcgi.or.id>
- Jensen, C. Michael. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, May.
- Jensen, C. M dan W. H. Meckling. (1976). Theory of the Firm : Manajerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, No. 3
- Kaen, R. Fred. (2003). *Blueprint for Corporate Governance*, American Management Association, New York, USA.
- Kurniawan, M Dudi dan Nur Indriantoro. (2000). *The Role of Disclosure in Strengthening Corporate Governance and Accountability*, The Second Asian Roundtable on Corporate Governance, Hong Kong 31 May – 2 June 2000.
- La Porta, R, F. Lopez-de-Silanes, dan A. Shleifer. (1998). Law and Finance, *Journal of Political Economy*, Vol 106, No. 6, pp 1113 – 1155.
- Sharpe, William F. (1964). Capital Asset Price: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, 19, pp. 425 – 442.
- Shleifer, Andrei dan R. W. Vishny. (1997). A Survey of Corporate Governance, *the Journal of Finance*, Vol. LIL, No. 2, June.
- Tjager, I.N, Alijoyo, A., Djemat, H. R., dan Soembodo, B. (2003). *Mastering Corporate Governance : Tantangan dan Kesempatan bagi Komunitas Bisnis Indonesia*, Jakarta : PT Prenhallindo.