

PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEPEMILIKAN MANAJER, KOMISARIS INDEPENDEN, HUTANG DAN DIVIDEN TERHADAP CORPORATE GOVERNANCE PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA

Sri Isworo Ediningsih

wororio@yahoo.co.id

ABSTRACT

A potential agency problem arises whenever the manager of firm owns less than 100 percent of its common stock. There are several mechanisms to reduce agency problem. The corporate governance is concern on all stakeholders interest while the agency variables are concern on one of the most important stakeholders that is the stockholders' interest. The purpose of this study to analyze both simultaneously and partially the influence institutional ownership, insider ownership, independent commissioner, debt and dividend on corporate governance. By using 70 public companies as sample and multiple regressions, this study found that: 1) simultaneously institutional ownership, insider ownership, independent commissioner, debt and dividend significant influence on corporate governance 2) partially institutional ownership and insider ownership not significant influence on corporate governance but independent commissioner, debt and dividend significant influence on corporate governance.

Key words: agency problem, corporate governance

Latar Belakang Masalah

Manajer perusahaan mempunyai tujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham (pemilik perusahaan). Tujuan ini selaras ketika perusahaan dikelola oleh manajer yang sekaligus pemilik perusahaan. Ketika perusahaan dikelola oleh bukan pemiliknya, muncul masalah keagenan (*agency problem*) disebabkan manajer (*agent*) kemudian lebih mengutamakan kepentingan pribadinya dibandingkan kepentingan pemilik (prinsipal). Disamping itu, manajer memiliki informasi lebih banyak dan lebih dahulu dibanding pemilik perusahaan sehingga terjadi asimetri informasi yang memungkinkan manajer melakukan praktek yang lebih menguntungkan dirinya dibandingkan pemilik. Keadaan ini tentu tidak boleh dibiarkan, berbagai cara dilakukan untuk mengurangi masalah keagenan, Jansen & Meckling (1976) mengatkan bahwa masalah keagenen dapat dikurangi dengan memberikan insentif seperti bonus dan *stock option*, melakukan monitoring seperti adanya *board of directors* dan melakukan pengekangan diri (*bondling*) seperti meningkatkan jumlah dividen dan meningkatkan jumlah hutang juga menawarkan mekanisme untuk meningkatkan kepemilikan manajer.

Jansen (1986) menawarkan mekanisme pengurangan *free cash flow* agar dana yang dapat disalah gunakan manajer dapat dibatasi sehingga masalah agensi dapat diminimalisir. Pengurangan *free cash flow* dapat dilakukan dengan cara meningkatkan distribusi kas kepada pemegang saham baik lewat dividen

maupun pembelian kembali saham dan dengan cara meningkatkan jumlah hutang. Sementara itu, Mohd'd et al (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institusional investor dan *shareholder dispersion* juga dapat mengurangi masalah agensi. Kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Pada kenyataannya, meskipun perbedaan kepentingan antara agen dan prinsipal coba dikurangi, praktek-praktek tidak terpuji masih saja terjadi, kasus Enron dan skandal yang mengikutinya memperkuat persepsi kuatnya kolusi beberapa pihak demi keuntungan jangka pendek para manajer yang mengabaikan kepercayaan yang diberikan pemegang saham. Tidak beda dengan kasus Enron, dunia dibuat terkejut atas terjadinya kasus serupa yang menimpa beberapa perusahaan besar dunia yakni: World Com, Xerox, Merck, Tyco, Kmart dan Global Crossing dan agak lama berselang disusul dengan ambruknya Lehman Brothers dan Merrill Lynch. Di Indonesia, kasus insider trading atas saham BCA dan terungkapnya *mark up* laporan keuangan PT Kimia Farma yang *overstead* merupakan contoh buruknya tata kelola perusahaan. Tentu kejadian-kejadian tersebut menjadi pelajaran yang sangat berarti bagi para pelaku bisnis, untuk selanjutnya menerapkan tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance/GCG*) sehingga masalah antara agen dan prinsipal dapat dikurangi yang pada akhirnya dapat menghindarkan diri dari kejatuhan yang sangat buruk. Dengan GCG semua pihak yang berkepentingan dalam perusahaan (*stakeholder*) menjalankan usahanya secara berkesesuaian berdasarkan hak dan kewajibannya masing-masing.

Di Indonesia telah dibentuk Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) pada tahun 2001. Studi tentang *Corporate Governance* dilakukan antara lain oleh Arifin (2005) dan menemukan: tidak terdapat hubungan signifikan antara nilai *corporate governance* dan variable agensi (dewan komisaris independen, kepemilikan besar, bonding dengan meningkatkan hutang dan bonding dengan meningkatkan dividen). Sementara itu, Hastuti (2005), juga menemukan: tidak adanya hubungan yang signifikan antara struktur kepemilikan dengan kinerja perusahaan, tidak terdapat hubungan yang signifikan antara manajemen laba dengan kinerja perusahaan dan terdapat hubungan yang signifikan antara *disclosure* dengan kinerja perusahaan. Fuad (2005), menemukan bahwa keputusan-keputusan finansial dan *institutional ownership* apabila digunakan secara simultan akan dapat mengurangi biaya agensi.

Berdasarkan survey majalah SWA dan *The Institute For Corporate Governance* sejak tahun 2001 hingga sekarang, perusahaan-perusahaan baik langsung maupun tidak langsung belum banyak yang menerapkan GCG. Sebagai gambaran, dengan sampel perusahaan publik dan non publik,

keterlibatan perusahaan dalam survey GCG mengalami pasang surut dan berada pada kisaran angka 22 – 52 perusahaan (catatan: perusahaan publik hingga sekarang berkisar 350-an perusahaan). Dengan memperhatikan fenomena diatas, penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menganalisis: apakah kepemilikan institusional, kepemilikan manajer/orang dalam, komisaris independen, hutang dan dividen berpengaruh terhadap *corporate governance* baik secara bersama-sama maupun secara parsial.

Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Corporate Governance

Hart dalam Gunarsih (2003) menjelaskan bahwa isu *corporate governance* muncul dalam organisasi apabila terdapat dua kondisi. Pertama, adanya benturan kepentingan antara anggota organisasi, misalnya pemilik, manajer, pekerja atau konsumen yang biasa disebut masalah keagenan. Kedua, *transaction cost* dengan permasalahan keagenana yang tidak dapat dihilangkan melalui kontrak. Sebagai konsekuensinya kewenangan untuk menggunakan *resources* perusahaan sepenuhnya ada ditangan para eksekutif. Komitmen, loyalitas dan motivasi manajemen mestinya ditujukan semata-mata untuk kepentingan perusahaan yang dikelolanya. Namun sering terjadi bahwa keputusan yang diambil oleh manajemen tidak semata-mata untuk kepentingan perusahaan tapi juga untuk kepentingan eksekutif. Meluasnya kepemilikan perusahaan melalui pasar modal dan semakin kecilnya proporsi kepemilikan saham individu menguatkan masalah siapa yang mengendalikan jalannya perusahaan dan mengapa itu terjadi. Dari sinilah kemudian timbul wacana mengenai *how to govern corporation*. Jadi *corporate governance* adalah merupakan lembaga, kebijakan dan peraturan yang ditujukan untuk mengontrol manajemen. Kaen (2003) mendefinisikan *corporate governance* sebagai sesuatu tentang siapa yang mengontrol perusahaan dan mengapa dia mengontrol. Sementara itu, *Forum for Corporate Governance* di Indonesia mendefinisikan sebagai seperangkat aturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau secara singkat *corporate governance* sebagai sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan.

Agency Theory

Dalam perspektif *agency theory*, *weak governance* merupakan bagian dari *agency cost* yang terjadi dan mencerminkan adanya *divergence of interest* antara prinsipal (pemilik) dan agen (manajemen). Agen yang *risk averse* dan cenderung mementingkan dirinya sendiri (*self serving behavior*) akan mengalokasikan *resources* (berinvestasi) yang tidak meningkatkan nilai perusahaan, misalnya melaksanakan proyek yang akan memberi keuntungan pribadi sebesar 5 milyar rupiah, meski perusahaan kehilangan kesempatan untuk meningkatkan *value* sebesar 10 milyar (*opportunity costs*). Disamping itu, agen juga *shirking* dengan cara menyalahgunakan (*abuse*) *resources* dalam bentuk *pecuniary* dan *non pecuniary benefits*. Tindakan yang merugikan perusahaan ini bisa terjadi karena adanya *information asymmetry* antara prinsipal dan agen menyangkut masalah yang berhubungan dengan organisasi dan agen kesulitan untuk mengetahui (*observe*) apakah agen sudah bertindak sebagaimana mestinya (Eisenhardt

dalam Riyanto, 2003). Adanya *inherent agency problems* dalam pengelolaan organisasi modern ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan akan naik jika pemilik bisa mengendalikan perilaku manajemen agar tidak menghamburkan *resources* perusahaan, baik dalam bentuk investasi yang tidak layak ataupun dalam bentuk *shirking*. Ada banyak mekanisme yang dapat ditempuh untuk mengurangi *agency problems* melalui kepemilikan saham besar, kepemilikan manajer, pembentukan komisaris independen, peningkatan hutang dan dividen.

Kepemilikan Institusional

Model pengurang masalah agensi Jansen dan Meckling (1976) mengasumsikan bahwa pemegang saham terdiri dari investor-investor kecil, oleh karena itu biaya monitoring terhadap manajemen pada investor-investor tersebut sangat besar sehingga mereka cenderung tidak melakukan monitoring. Mekanisme yang banyak dipakai untuk mengawasi manajemen adalah melalui pemegang saham besar yang biasanya merupakan lembaga keuangan seperti investment banking, perusahaan asuransi, perusahaan dana pensiun, perusahaan reksa dana dan bank. Shleifer dan Vishny (1986) menemukan bahwa pemegang saham besar layak melakukan pengawasan yang lebih teliti yang terkait dengan bertambah besarnya dana pengawasan yang disediakan karena manfaat yang akan diperoleh juga besar. Kaplan dan Minton dalam Arifin (2005) menemukan bahwa di Jepang, perusahaan yang ada pemegang saham besarnya memiliki kecenderungan yang lebih besar untuk mengganti manajer ketika kinerja perusahaan memburuk. Sementara, Mc Connell dan Servaes (1996) menyatakan bahwa pemegang saham besar akan meningkatkan kinerja perusahaan. Demikian juga Gordon dan Schmid (1996) menemukan hal yang sama di Jerman. Arifin (2005) tidak menemukan bukti ada hubungan negatif antara nilai corporate governance dengan kepemilikan saham besar. Fenomena di Indonesia, banyak perusahaan publik yang sahamnya dimiliki oleh publik kurang dari 40% artinya diluar itu dimungkinkan dimiliki oleh institusi, sehingga hipotesis penelitian ini.

H1 : Ada pengaruh kepemilikan institusional dengan nilai *corporate governance*

Kepemilikan Manajer

Sebagaimana diketahui adanya masalah agensi dikarenakan adanya pemisahan fungsi kepemilikan dengan pengelolaan dan salah satu pengurang masalah agensi adalah dengan membiarkan pihak manajemen (manajer) untuk memiliki saham perusahaan. Dengan memiliki saham perusahaan manajer dapat menyelaraskan tujuan pribadi dengan tujuan perusahaan. Studi Stulz dalam Arifin (2005) yang mengembangkan teori struktur kepemilikan menemukan bahwa hubungan antara kepemilikan manajer dan nilai perusahaan adalah non-monotonic. Pada tingkat α yang rendah nilai perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya α karena pada saat itu insentif manajer untuk bertindak konsumtif menurun. Pada level α yang lebih tinggi nilai perusahaan justru menurun ketika α meningkat karena adanya pengaruh management *entrenchement* yaitu suatu posisi kepemilikan dimana manajer dapat dengan bebas memaksimalkan utilitasnya tanpa takut adanya *hostile takeover*, perlawanan dari dewan komisaris maupun *proxy fight* oleh investor besar. Morck et al (1989) menemukan bahwa ketika kepemilikan seseorang masih dibawah 10%, maka kenaikan kepemilikan akan meningkatkan laba perusahaan, namun setelah kepemilikannya diatas 10%

maka meningkatnya kepemilikan justru akan menurunkan laba perusahaan. Keadaan tsb mengindikasikan ketika kepemilikan seorang pemegang saham masih kecil maka peningkatan kepemilikan tsb akan mengurangi masalah agensi karena hak kontrol dapat dilakukan dengan efisien. Chen dan Steiner (1999) menggunakan persamaan simultan non linear untuk menganalisis hubungan antara kepemilikan manajerial, *risk taking*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Hasilnya bahwa kepemilikan manajerial membantu memecahkan masalah agensi, demikian juga peningkatan hutang. Berdasarkan temuan ini dan fenomena adanya kepemilikan manajer (orang dalam) pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia maka hipotesis penelitian ini sebagai berikut:

H2 : Ada pengaruh kepemilikan manajer dengan nilai *corporate governance*

Komisaris Independen

Kontrol lebih diarahkan pada upaya mengarahkan pengelolaan perusahaan yang terbuka (transparan), bisa dipertanggungjawabkan dan ada proses monitoring. Studi Mace dalam Arifin (2005) menemukan bahwa pengawasan dewan komisaris terhadap manajemen pada umumnya tidak efektif. Ini terjadi karena proses pemilihan dewan komisaris kurang demokratis dimana kandidat dipilih oleh manajemen sehingga setelah terpilih tidak berani memberi kritik terhadap manajemen. Meskipun demikian jika dewan didominasi oleh anggota dari luar (*independent board of director*) maka monitoring komisaris terhadap manajer menjadi efektif seperti ditemukan Weisbach, Morck et al (1989). Di Indonesia Arifin (2005) dengan menggunakan data tahun 2001 tidak menemukan hubungan antara dewan komisaris independen dengan *corporate governance*. Namun dengan berjalannya waktu dimana banyak perusahaan publik di Indonesia telah memiliki dewan komisaris independen hipotesis yang diajukan adalah:

H3 : Ada pengaruh komisaris independen dengan nilai *corporate governance*.

Hutang/debt

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa salah satu cara untuk menurunkan *agency cost equity* adalah mempergunakan lebih banyak *debt financing*. Dengan mempergunakan hutang lebih banyak akan dapat mengurangi pembayaran total *equity*, menurunkan lingkup konflik antara manajer dengan pemegang saham. Jansen (1986) juga menyarankan hal yang sama yaitu meningkatkan jumlah hutang. Semakin banyak dana kas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk membayar bunga dan angsuran maka akan semakin mengurangi jumlah kas yang disimpan perusahaan. Harris dan Raviv (1991) mencatat ada hubungan yang positif antara jumlah hutang dengan nilai perusahaan karenanya hipotesis penelitian ini adalah:

H4: Ada pengaruh hutang/*debt* dengan nilai *corporate governance*

Dividen

Easterbrook's (1984) menyatakan bahwa dividen dan keputusan struktur modal (hutang) dapat digunakan untuk mengurangi masalah agensi. Jansen (1986) menawarkan mekanisme pengurang *free cash flow* agar dana yang dapat

disalah gunakan manajer dapat dibatasi sehingga masalah agensi menjadi kecil. Pengurangan *free cash flow* (potensial) dapat dilakukan dengan cara meningkatkan distribusi kas kepada pemegang saham baik lewat dividen maupun pembelian kembali saham dan dengan cara meningkatkan jumlah hutang. Semakin besar dividen yang ditetapkan oleh perusahaan maka perusahaan harus mengeluarkan dana kas yang semakin besar sehingga hanya tersisa sedikit kas diperusahaan. Selanjutnya jika perusahaan membutuhkan dana maka akan diambilkan dana dari luar sehingga perusahaan semakin sering dimonitor oleh investor baru. Fenomena ini juga terjadi di Indonesia sehingga hipotesis penelitian ini adalah:

H5 : Ada pengaruh dividen dengan nilai *corporate governance*

Metode Penelitian

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan publik dan non publik di Indonesia yang disurvei oleh majalah SWA dan *The Institute For Corporate Governance* atas penerapan *corporate governance* versi analis dan investor. Hasil survey dimuat dalam majalah SWA pada tahun 2008 dan 2009. Total ada 74 perusahaan. Adapun sampel diambil secara *purposive sampling* dengan kriteria: perusahaan-perusahaan tsb merupakan perusahaan publik, sehingga mudah mendapatkan data penelitian. Berdasarkan kriteria tsb diperoleh sample 70 perusahaan.

Pengukuran Variabel

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari:

1. Variable tergantung (*dependent*) yaitu: *corporate governance/Y*

Nilai *corporate governance* merupakan nilai yang berasal dari hasil survey versi analis dan investor pasar modal yang dilakukan majalah SWA dan *The Institute For Corporate Governance*.

2. Variabel bebas (*independent*) yaitu:

Kepemilikan Institusional/ X_1 , variabel ini diukur dengan % kepemilikan institusional terhadap perusahaan.

Kepemilikan Manajerial/ X_2 , merupakan variabel dummy dimana nilai = 1, jika ada kepemilikan orang dalam (manajer) dan nilai = 0, jika tidak ada kepemilikan orang dalam (manajer).

Dewan Komisaris Independen/ X_3 , merupakan variabel dummy dimana nilai = 1, jika perusahaan memiliki dewan komisaris independen dan nilai = 0, jika tidak memiliki dewan komisaris independen

Debt/ X_4 diukur dengan *debt ratio* dan dinyatakan dalam % merupakan rasio antara hutang dengan total asset kali 100%

Dividen/X5 dalam hal ini diukur dengan dividend payout ratio dinyatakan dalam % merupakan rasio antara *dividen per share* dengan *earning per share*.

Model Penelitian

Untuk mencapai tujuan penelitian, maka pengujian dilakukan terhadap model, adapun model penelitian ini sebagai berikut:

$$Y = a_0 + a_1 X_1 + a_2 X_2 + a_3 X_3 + a_4 X_4 + a_5 X_5 + e$$

Dimana: a_0 = konstanta

$a_1 \dots a_5$ = koefisien regresi $X_1 \dots X_5$

e = kesalahan acak

Untuk menghindari bias dalam analisis, model harus bersifat BLUE (*Best Linear Unbias Estimate*) maka harus memenuhi uji asumsi klasik regresi yang terdiri dari uji autokorelasi, multikolinearitas dan heteroskedastisitas. Setelah model diatas terbebas dari asumsi klasik regresi, kemudian model akan diuji dengan uji F dan hipotesis diuji dengan uji t pada derajat kepercayaan 5% dan 10%.

Hasil & Pembahasan

Statistik Deskriptif

Untuk memberikan gambaran awal disajikan statistik deskriptif.

Tabel 1. Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Y	69.3897	10.96497	70
X1	46.2633	31.29677	70
X2	.8571	.35245	70
X3	.9143	.28196	70
X4	156.7000	323.09268	70
X5	15.8527	27.22849	70

Sumber: hasil olah data sekunder

Berdasarkan tabel 1, nampak bahwa rata-rata nilai corporate governance sebesar 69,39 dengan standar deviasi 10,96. Sementara nilai rata-rata kepemilikan institusional 46,26% dengan standar deviasi 31,30 dan nilai rata-rata variable dummy (kepemilikan manajerial dan komisaris independent) masing-masing 0,86 dan 0,91 dengan standar deviasi 0,35 dan 0,28. Nilai rata-rata hutang 156,7% dengan standar deviasi 323,09 serta nilai rata-rata dividen 15,85% dengan standar deviasi 27,23.

Uji Hipotesis

Sebelum uji hipotesis dilakukan, berikut ini disajikan hasil olah data dengan regresi berganda.

Tabel 2. Hasil olah data dengan regresi berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	57.411	6.231		9.214	.000
X1	-.013	.042	-.037	-.307	.760
X2	.357	3.775	.011	.095	.925
X3	10.425	4.454	.268	2.341	.022
X4	.007	.004	.204	1.752	.085
X5	.104	.046	.259	2.253	.028
R square	0,208				
Adjusted R ²	0,146				
Nili F	0,009				

Sumber: hasil olah data sekunder

Hasil pada tabel 2 diatas akan dianalisis jika telah memenuhi asumsi klasik regresi yang terdiri dari uji autokorelasi, multikolinearitas dan heteroskedastisitas. Berdasarkan uji aotokorelasi dengan menggunakan DW tes hasilnya tidak ada kesimpulan. Sementara itu pengujian multikolinearitas yang menggunakan nilai VIF menghasilkan kesimpulan tidak ada multikolinearitas, demikian juga hasil pengujian heteroskedastisitas menghasilkan tidak ada hubungan antara variabel bebas dengan nilai residual (tidak terjadi heteroskedastisitas). Dengan demikian, dapat diartikan model bersifat BLUE (*Best Linear Unbias Estimate*) dan analisis dapat dilakukan.

Berdasarkan tabel 2, dapat dijelaskan bahwa model penelitian ini fit berdasarkan nilai F sebesar 3,359 (signifikan pada derajat kepercayaan 5%), artinya bahwa secara bersama-sama variabel independen (kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen, hutang dan dividen) berpengaruh pada variabel dependen (*corporate governance*). Adapun besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen 20,8% sementara 79,2% lainnya dipengaruhi oleh variabel lain diluar model.

Berdasarkan nilai t dan signifikansi model tabel 2, dapat dijelaskan hal-hal sebagai berikut: nilai t variabel kepemilikan institusional = -0,307 dengan probabilitas signifikan 0,760 berarti kepemilikan institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap *corporate governance* perusahaan. Temuan ini mendukung penelitian Arifin (2005) tetapi tidak mendukung Shleifer dan Vishny (1986), Mc Connell dan Servaes (1996) dan Gordon dan Schmid (1996). Keadaan ini di mungkinkan karena kepemilikan institusional pada perusahaan publik sedemikain terkonsentrasi sehingga monitoring tidak efektif lagi, keadaan ini bisa menggambarkan bahwa masalah agensi terjadi antara pemilikan saham besar dengan pemilik saham kecil/minoritas (pemilik saham kecil dalam hal ini manajer juga berpengaruh tidak signifikan terhadap *corporate governance*).

Nilai t variabel kepemilikan manajerial = 0,095 dengan probabilitas signifikan 0,925 berarti kepemilikan manajerial berpengaruh tidak signifikan terhadap *corporate governance* perusahaan. Temuan ini tidak mendukung penelitian Chen dan Steiner (1999). Penjelasan atas temuan ini adalah bahwa dengan adanya kepemilikan manajerial diharapkan dapat mengurangi masalah agensi yang berarti perusahaan dikelola dengan baik, tetapi karena porsi kepemilikan manajerial umumnya sangat kecil hal ini tidak mampu mempengaruhi secara signifikan masalah agensi.

Nilai t variabel komisaris independen = 2,341 dengan probabilitas signifikan 0,022 berarti komisaris independen berpengaruh signifikan terhadap *corporate governance* perusahaan. Temuan ini mendukung Weisbach, Morck et al (1989) tetapi tidak mendukung Arifin (2005). Penjelasan yang mungkin adalah ketika dewan komisaris diisi oleh anggota dari luar (*independent commissioner*) maka monitoring komisaris terhadap manajer menjadi efektif karena mereka independent terutama terhadap manajemen perusahaan.

Nilai t variabel hutang = 1,752 dengan probabilitas signifikan 0,085 (10%) yang berarti hutang berpengaruh signifikan terhadap *corporate governance* perusahaan. Temuan ini mendukung Harris dan Raviv (1991) yang mencatat ada hubungan yang positif antara jumlah hutang dengan nilai perusahaan tetapi tidak mendukung Arifin (2005). Penjelasan yang mungkin adalah besarnya *free cash flow* dapat dikurangi untuk membayar hutang sehingga kas yang tersedia menjadi kecil, keadaan ini mendorong manajemen bekerja sesuai tugas & kewenangannya bukan malah menyelewengkan kas jika kas yang ada pada perusahaan besar, ini sejalan dengan Jensen dan Meckling (1976) dan Jansen (1986).

Nilai t variabel dividen = 2,253 dengan probabilitas signifikan 0,028 berarti dividen berpengaruh signifikan terhadap *corporate governance* perusahaan. Temuan ini tidak mendukung Arifin (2005). Keadaan ini juga mendorong manajemen bertindak sesuai tugas & kewenangannya yaitu mensejahterakan pemilik perusahaan dengan membayarkan dividen yang diambilkan dari *free cash flow* yang besar.

Kesimpulan dan Saran

Berdasarkan uji hipotesis diatas, penelitian ini menyimpulkan: secara bersama-sama variabel: kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen, hutang dan dividen berpengaruh terhadap *corporate*

governance. Namun secara parsial variabel kepemilikan institusional dan kepemilikan manjerial tidak berpengaruh terhadap *corporate governanc*, keadaan ini dimungkinkan bahwa di Indonesia masalah agensi terjadi antara pemegang saham besar dengan pemegang saham kecil/minoritas. Adapun variabel komisaris independen, hutang dan dividen secara parsial berpengaruh terhadap *corporate governance*.

Berdasarkan temuan-temuan diatas, dimana tata kelola perusahaan yang baik melibatkan banyak pihak dan masih adanya pengaruh variabel lain diluar model, disarankan: perlu penelitian lanjutan dengan memasukan variabel lain misalnya komite audit, kantor akuntan publik (karena bisa saja mereka diajak bekerjasama untuk memperbesar laba misalnya). Dependen variabel dalam penelitian ini adalah *nilai corporate governance*, majalah *Swa & The Institute For Corporate Governance* menyediakan 2 nilai GCG (versi emiten, versi investor & analis) untuk mengurangi bias disarankan penelitian yang akan datang menguji terlebih dahulu nilai GCG (berbeda tidak).

Daftar Pustaka

- Arifin, Zaenal, 2005, Hubungan Antara Corporate Governance dan Variable Pengurang Masalah Agensi, *Jurnal Siasat Bisnis*, No. 10 Vol 1 hal 39-55.
- Chen, C. R and T.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 pp 119 137.
- Easterbrook, F H, 1984, Two Agency Cost Explanation of Dividends, *The American Economic Review* 74
- Forum for Corporate Governance for Indonesia (FCGI), 2001, Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit Dalam Pelaksanaan Corporate Governance, *Seri Tata Kelola Perusahaan*, Jilid I, Edisi ke-2, Jakarta.
- Fuad, 2005, Simultanitas Dan Trade-off Pengambilan Keputusan Finansial dalam Mengurangi Konflik Agensi: Peran dari Corporate Ownership, *SNA VIII – Solo*.
- Gunarsih, Tri, 2003, Riset Emperis Dalam Corporate Governance, Makalah dalam rangka Launching Pusat Studi Corporate Governance-FE UTY Yogyakarta.
- Harris, Milton dan A Raviv, 1991, The theory of Capital Structure, *the Journal of Finance*, Vol XLI, No. 1.
- Hastuti, Theresia Dwi, 2005, Hubungan antara Good Corporate Governance Dan Struktur Kepemilikan Dengan Kinerja Keuangan (Studi Kasus pada Perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta), *SNA VIII – Solo*.
- Jansen, M and W. H. Meckling, 1976, Theory of the firm, Managerial behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3 pp 305 – 366.

- Jansen, C. Michael, 1986, Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *Journal of Political Economy*, Vol 76 No.2 pp 323-329.
- Kaen, R. Fred, 2003, A Blueprint for Corporate Governance, American Management Assosiation.
- Mohd'd, M A , L. G. Perry dan J. N Rimbey, 1995, An Investigation of the Dynamic Relation Between Agency Theory and Dividend Policy, *Financial Review* 2.
- Morck, R., K., Andrei Shleifer dan R. W. Vishny, 1989, Alternative Mechanisms for Corporate Control, *American Economic Review* 77.
- Riyanto, Bambang, 2003, Corporate Governance: Isu Utama Penelitian, Makalah dalam rangka Launching Pusat Studi Corporate Governance-FE UTY Yogyakarta.
- Rozeff, Michael S., 1982, Growth, Beta and Agency Cost as Determinant of Dividend Payout Ratio, *Journal of Financial Research*, Vol 17 pp 249-259
- Shleifer, Andrei dan R. W. Vishny, 1986, Large Shareholder and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, Vol 94 No.3
- , majalah SWA, SWA 01/XXIV/9-23 Januari 2008, Penerbit Yayasan Sembada Swakarya, Jakarta.
- , majalah SWA, SWA 27/XXIV/18 Desember 2008 -7 Januari 2009, Penerbit Yayasan Sembada Swakarya, Jakarta.