

MEKANISME *CORPORATE GOVERNANCE* INTERNAL DAN KECENDERUNGAN MANAJER UNTUK BERPERILAKU OPORTUNISTIK

Oleh:
*M. Umar Mai*¹

Abstract

This study aims to determine and analyze the influence of internal corporate governance mechanisms of the tendency of managers to behave opportunistically. Samples used are manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange with the observation period started in 2000 to 2007, and data analysis methods used are the path analysis through Amos 1.6 program. The results of this study show that: 1) internal corporate governance mechanisms that represented with independent boards and boards size could prevent the tendency of managers to opportunistic behavior represented by debt to assets ratio; 2) the internal mechanisms of corporate governance represented by boards size are able to prevent the tendency of managers to behave opportunistic represented with systematic risk.

Keywords : *internal's corporate governance mechanism, managerial opportunistic behavior, institutional ownership, boards independent, boards size, debt to assets ratio, and systematic risk.*

I. PENDAHULUAN

Secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga pasar sahamnya (Fama, 1980; Wright dan Ferris, 1997; Walker 2000; dan Qureshi, 2006). Meningkatkan nilai perusahaan berarti memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham (Martin, et al. 1994). Tujuan ini dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain dan berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994; Fama dan French, 2001).

Teori organisasi dan korporasi *modern* dari Marshal (1920) dan Berle dan Means (1932) telah banyak diterapkan dalam perusahaan-perusahaan besar dan modern sampai saat ini. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang

¹ Dosen Jurusan Akuntansi Politeknik Negeri Bandung

saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management* sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan.

Perkembangan selanjutnya, *agency theory* menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen dan Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; dan Shleifer dan Vishny, 1997). Asumsi dasar dalam *agency theory* adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan para pemegang saham.

Survei yang dilakukan oleh Mc Kinsey dan Co (2002) menunjukkan bahwa *corporate governance* telah menjadi perhatian utama para investor, khususnya pada pasar-pasar yang sedang berkembang. *Corporate governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana yang telah ditanamkan oleh investor, dan berkaitan pula dengan bagaimana investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1997; dan Monks dan Minow, 2001). Selanjutnya, berdasarkan pada uraian latar belakang di atas, maka masalah penelitian yang diajukan dalam penelitian ini adalah, sebagai berikut: apakah mekanisme *corporate governance* internal mampu mengurangi atau mencegah kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik?

II. LANDASAN TEORI DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

1. Perilaku Oportunistik Manajerial dalam Perspektif *Agency Theory*

Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa teori keagenan menggunakan tiga asumsi sifat manusia yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*); (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*); dan (3) manusia selalu menghindari risiko (*risk averse*). Dengan demikian, berdasarkan pada asumsi sifat dasar manusia tersebut manajer sebagai manusia akan bertindak oportunistik, yaitu mengutamakan kepentingan bagi pribadinya.

Gitman (1994) mengemukakan bahwa umumnya manajer akan setuju dengan sasaran maksimisasi kesejahteraan pemilik. Tetapi kenyataan dalam praktek, bagaimanapun manajer juga berkepentingan dengan kesejahteraannya, keamanan kerjanya, gaya hidupnya dan kesenangan-kesenangan lainnya. Kepentingan tersebut membuat manajer tidak ingin mengambil risiko yang lebih besar, karena hal itu akan mengganggu posisinya dan merusak kesejahteraan pribadinya. Konflik keagenan dapat ditelusuri dari penggunaan *free cash flow* pada aktivitas

yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986). Perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer dimana para investor lebih memilih proyek dengan risiko tinggi dan laba yang tinggi tetapi manajemen lebih memilih proyek berisiko rendah untuk melindungi posisi pekerjaan mereka (Crutchley dan Hansen, 1989).

Managerial opportunism hypothesis sebagaimana diungkapkan oleh Jensen (1986), menyatakan bahwa para manajer mempunyai kecenderungan menahan *cash* dalam perusahaan, menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, dan menginvestasikan pada proyek-proyek yang mungkin meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham. Perusahaan dengan hak-hak pemegang saham yang lebih lemah adalah menjadi sasaran bagi manajerial untuk lebih bersifat oportunistik sebab para manajer beroperasi pada pertimbangan mereka sendiri (Jiraporn dan Ning, 2006).

Berdasarkan pada uraian perilaku oportunistik manajerial dalam perspektif *agency theory* di atas, maka kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik dalam penelitian ini akan diproksi dengan dua variabel. Adapun, kedua variabel tersebut adalah tingkat *leverage* yaitu *Debt to Assets Ratio* (DAR) dan tingkat risiko pasar yaitu *Systematic Risk* (BETA).

2. Teori Mekanisme *Corporate Governance*

Dimaksudkan dengan *corporate governance* sebenarnya berkaitan dengan masalah siapa yang mengendalikan perusahaan, dan mengapa itu terjadi (Bambang Riyanto L.S., 2003). Dari perspektif hukum, pemilik adalah pihak yang mempunyai kendali atas perusahaan. Tetapi kenyataan, manajer yang memiliki kendali penuh atas perusahaan, sementara pemilik tidak dapat mempengaruhi jalannya perusahaan. Amihud dan Lev (1981) mengungkapkan bahwa manajer sebagai agen dari pemegang saham, tidak selalu bertindak atas nama kepentingan pemegang saham karena tujuan keduanya berbeda. Di satu pihak kesejahteraan pemegang saham semata-mata tergantung pada nilai pasar perusahaan, di pihak lain, kesejahteraan manajer sangat tergantung pada ukuran dan risiko kebangkrutan perusahaan.

Rancangan tentang mekanisme pengawasan korporasi yang efektif untuk membuat para manajer bertindak dalam kepentingan terbaik bagi para pemegang saham telah menjadi perhatian utama dalam wilayah dari *corporate governance* dan keuangan (Allen dan Gale, 2001). Berlanjutnya penelitian pada teori keagenan adalah usaha untuk merancang suatu kerangka kerja yang tepat untuk mengontrol itu (Bonazzi dan Islam, 2007). *Corporate governance* merupakan mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk mewujudkan *shareholders value* (Monk dan Minow, 2001).

Menurut Wals dan Seward (1990) dan *World Bank* (1999) mekanisme pengendalian *corporate governance* dibagi menjadi dua,

yaitu mekanisme internal dan eksternal. Mekanisme eksternal antara lain terdiri dari pasar modal, pemberi dana, konsumen, *regulator* (Grossman dan Hart, 1982; dan Fama dan Jensen, 1983). Mekanisme internal antara lain terdiri dari: dewan komisaris termasuk komite-komite di bawahnya, dewan direksi, manajemen, dan para pemegang saham (Fama, 1980; dan Fama dan Jensen, 1983). Penelitian ini menggunakan mekanisme *corporate governance* internal, oleh karena itu proksi yang digunakan adalah *Institutional Ownership* (INSOWN), *Boards Independent* (BDINDT), dan *Boards Size* (BDSIZE).

3. Hubungan *Institutional Ownership* dengan *Debt to Asset Ratio*

Studi Shleiver dan Vishny (1986) menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional dapat memonitor manajemen secara efektif, sehingga membatasi perilaku oportunistik manajerial, dan meningkatnya kepemilikan saham oleh institusi dapat mengimbangi kebutuhan terhadap hutang. Tindakan *monitoring* tersebut akan mengurangi *agency cost*, karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah (Bathala, Moon dan Rao 1994). Hubungan antara kebijakan hutang dan *institutional investor* dapat dilukiskan sebagai suatu hubungan yang bersifat *monitoring-substitutional effect*. Hasil studi Bathala, Moon dan Rao (1994) dan Moh'd, Perry dan Rimbey (1998) berargumentasi bahwa kehadiran *institutional investor* dapat menggantikan hutang untuk mengurangi konflik keagenan.

Hipotesis 1:

Kepemilikan institusi (*institutional ownership*) berpengaruh negatif terhadap *debt to assets ratio*.

4. Hubungan *Boards Independent* dengan *Debt to Assets Ratio*

Jensen (1986) dan Chyntia (2003) berpendapat bahwa dengan hutang maka perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang tersebut. Kehadiran dari anggota dewan komisaris independen sebagai salah satu proksi dari mekanisme *corporate governance* internal, diharapkan dapat mencegah kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik. Adapun, cara yang dapat dilakukan adalah dengan menambah komposisi hutang dalam struktur modal perusahaan sehingga dapat mencapai atau semakin mendekati tingkat optimal, sebagaimana yang dijelaskan oleh teori statis (*balancing/trade off theory*).

Hipotesis 2:

Besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*

5. Hubungan *Boards Size* terhadap *Debt to Assets Ratio*

Jensen (1993) dan Lipton dan Lorsch (1992) dalam Beiner, Drobotz, Schmid dan Zimmermann (2003) merupakan yang pertama yang menyimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris merupakan bagian

dari mekanisme *corporate governance* internal. Teori keagenan berkeyakinan bahwa hutang adalah berguna untuk meminimalkan konflik keagenan (Jensen, 1986), karena dapat mengurangi aliran kas (*free cash flows*) perusahaan di masa yang akan datang dengan meningkatkan pembayaran bunga tetap (Grossman dan Hart, 1988; Stulz 1990; dalam Bethel dan Julia, 1993). Oleh karena itu, ukuran dewan komisaris diprediksi mampu mencegah kecenderungan para manajer untuk berperilaku oportunistik. Adapun tindakan yang dapat dilakukan dalam hal ini adalah menambah komposisi hutang dalam struktur modal perusahaan sehingga dapat mencapai atau mendekati tingkat optimal.

Hipotesis 3:

Ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*

6. Hubungan *Institutional Ownership* dengan *Systematic Risk*

Teori keagenan memprediksi bahwa secara umum pemilik mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko relatif lebih tinggi dibandingkan dengan manajer. Teori keagenan juga menyatakan bahwa manajer termotivasi untuk menanamkan modalnya pada aspek pertumbuhan dan penurunan risiko melalui diversifikasi walaupun tindakan tersebut tidak meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham (Amihud dan Lev, 1981; dan Bethel dan Julia, 1993). Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) sebagai proksi dari internal *corporate governance*, diharapkan dapat mendorong para manajer untuk melakukan penanaman dana pada proyek-proyek investasi yang berisiko sebagai konsekuensi dari investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan.

Hipotesis 4:

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap *systematic risk*.

7. Hubungan *Boards Independent* dan *Boards Size* dengan *Systematic Risk*

Teori keagenan lebih menyoroti aspek mekanisme *corporate governance* internal (Eisenhardt, 1989), anggota dewan komisaris independen dan ukuran dewan komisaris merupakan bagian dari *corporate governance* internal. Oleh karena itu, *boards independent* dan *boards size* diprediksi akan memperjuangkan kepentingan para pemegang saham, dengan cara memaksa para manajer untuk mengambil proyek-proyek investasi dengan *return* yang tinggi, walaupun untuk itu sebagai konsekuensinya perusahaan harus menanggung tingkat risiko yang tinggi.

Hipotesis 5:

Besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *systematic risk*

Hipotesis 6:

Ukuran dewan komisaris (*boards size*) perusahaan berpengaruh positif terhadap *systematic risk*

III.METODOLOGI PENELITIAN

1. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan periode pengamatan dari tahun 2000 sampai tahun 2007. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut; (1) Menerbitkan laporan keuangan dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2007; (2) Memiliki data mengenai kepemilikan institusional, dewan komisaris independen dan ukuran dewan komisaris; serta (3) perusahaan-perusahaan tersebut membagikan dividen tunai. Berdasarkan pada kriteria-kriteria tersebut di atas, maka diperoleh sebanyak 154 sampel perusahaan.

2. Metode Analisis Data

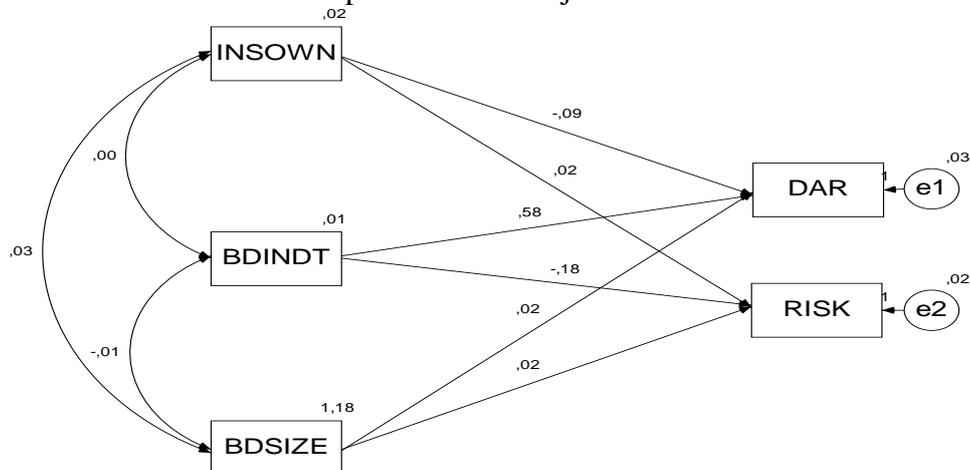
Penelitian ini menggunakan *path analysis* untuk menerangkan akibat langsung dan tidak langsung dari seperangkat variabel, sebagai variabel penyebab, terhadap seperangkat variabel lainnya yang merupakan variabel akibat. Hubungan sebab akibat antar variabel dalam penelitian ini telah dirumuskan dan dikemukakan dalam enam hipotesis yang tergabung menjadi suatu model penelitian empiris yang diajukan.

IV. HASIL PENELITIAN

Gambar 1 berikut menyajikan diagram analisis jalur (*path analysis*) hasil analisis data melalui paket program Amos 16.0. Gambar ini memuat koefisien-koefisien regresi dan korelasi dari hubungan antar variabel-variabel yang terlibat dalam model penelitian ini. Namun demikian, yang digunakan untuk menguji keenam hipotesis yang ada pada penelitian ini hanyalah koefisien-koefisien regresinya.

Gambar 1

Diagram hasil analisis jalur mekanisme *corporate governance* dan perilaku oportunistik manajerial



Sebelum hasil analisis data ini digunakan untuk menguji seluruh hipotesis, maka terlebih dahulu dilakukan evaluasi terhadap kelayakan dari model penelitian ini. Selanjutnya, ringkasan hasil evaluasi terhadap kriteria *goodness of fit* dari model penelitian ini yang dimaksud disajikan Tabel 1, sebagai berikut:

Tabel 1
Ringkasan Hasil Evaluasi *Goodness Of Fit*

<i>Goodness of fit Index</i>	<i>Cut-off Value</i>	Hasil Model	Keterangan
<i>Absolute Measures</i>			
χ^2 - Chi-Square	Diharapkan Kecil	1,211	Nilai χ^2 tabel dengan df 5 adalah 11,0705. Nilai <i>chi-square</i> hitung sebesar 1,211 adalah lebih kecil.
Probability	$\geq 0,05$	0,271	Baik sekali
CMIN/DF	$\leq 2,00$	1,211	Baik sekali
RMSEA	$\leq 0,08$	0,037	Baik sekali
GFI	$\geq 0,90$	0,997	Baik sekali
<i>Incremental Fit Measures</i>			
AGFI	$\geq 0,90$	0,953	Baik sekali
TLI	$\geq 0,90$	0,936	Baik sekali
CFI	$\geq 0,95$	0,994	Baik sekali
NFI	$\geq 0,90$	0,972	Baik sekali

Tabel 1 menunjukkan bahwa hasil penilaian *goodness of fit* adalah sangat layak untuk menguji hipotesis-hipotesis yang mengikutinya. Berdasarkan pada Gambar 1 di atas dan *regression weights* pada *output* hasil analisis data melalui paket program Amos 16.0, maka disusun persamaan struktural, sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{DAR} &= -0,091 \text{ INSOWN} + 0,578 \text{ BDINDT} + 0,022 \text{ BDSIZE} \\
 \text{..... (1)} \\
 \text{P} & \quad (0,377) \quad \quad (0,003) \quad \quad (0,099) \\
 \text{Cr} & \quad (-0,883) \quad \quad (3,003) \quad \quad (1,648) \\
 \text{RISK} &= 0,018 \text{ INSOWN} - 0,175 \text{ BDINDT} + 0,021 \text{ BDSIZE} \\
 \text{..... (2)} \\
 \text{P} & \quad (0,848) \quad \quad (0,317) \quad \quad (0,087) \\
 \text{Cr} & \quad (0,192) \quad \quad (-1,001) \quad \quad (1,713)
 \end{aligned}$$

Berdasarkan pada persamaan struktural 1 di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh *Institutional Ownership* (INSOWN) terhadap *Debt to Assets Ratio* (DAR) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar -0,091 dan nilai *sig-t* sebesar 0,377, yang berarti suatu pengaruh negatif tetapi tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 1, yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi (*institutional ownership*) berpengaruh negatif terhadap *debt to assets ratio*, **tidak dapat diterima**. Hasil pengujian hipotesis 1 ini, ternyata tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung hasil studi dari Shleiver dan Vishny (1986); Chaganti dan Damanpour (1990); Bathala, Moon dan Rao (1994); Moh'd, Perry dan Rimbey (1998); dan Gao (2002). Hasil penelitian mereka diantaranya menyatakan bahwa

kepemilikan institusional dapat mengimbangi kebutuhan terhadap hutang, dan *institutional ownership* adalah bersifat substitusi terhadap kebutuhan dana eksternal (*debt ratio*) dalam membentuk struktur modal perusahaan. Hasil pengujian empiris terhadap hipotesis 1 ini juga tidak menemukan cukup bukti untuk menerima hasil studi dari Crutchley et al. (1999) dan Liu (2004) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara kebijakan hutang dengan kepemilikan institusional, kebijakan hutang yang tinggi menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholders*. Monitoring dalam perusahaan yang ketat tadi menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan *debtholders* dan *shareholders*, sehingga kondisi ini akan menarik masuknya kepemilikan institusional.

Persamaan struktural 1 memperlihatkan bahwa pengaruh *Boards Independent* (BDINDT) terhadap *Debt to Assets Ratio* (DAR) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,578 dan nilai sig-t sebesar 0,003, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang signifikan pada tingkat $\alpha = 1\%$. Dengan demikian hipotesis 2, yang menyatakan bahwa besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*, **dapat diterima**. Hasil pengujian hipotesis 2 ini, menemukan bukti kuat untuk menerima pandangan teori keagenan yang menyatakan bahwa *boards independent* sebagai salah satu mekanisme *corporate governance* internal adalah efektif dalam menyeimbangkan kekuatan dewan direksi (Lorsch, 1989; Mizruchi, 1983; Zahra dan Pearce, 1989). Teori keagenan berdasarkan pada *managerial opportunism hypothesis* (Jensen, 1986) menjelaskan bahwa para manajer mempunyai kecenderungan untuk menahan *cash* dalam perusahaan, menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang mungkin hanya meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham (Jiraporn dan Ning, 2006). Selanjutnya, argumentasi teori keagenan menyatakan bahwa jumlah kas yang ada di tangan manajer dapat dikurangi dengan cara menerbitkan hutang yang hasilnya untuk dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen khusus atau pembelian kembali saham yang beredar. Tindakan ini dapat mengurangi aliran kas perusahaan di masa yang akan datang dengan meningkatkan pembayaran bunga (Grossman dan Hart, 1986; Stulz 1990 dalam Bethel dan Julia, 1993).

Persamaan struktural 1 juga memperlihatkan bahwa pengaruh *Boards Size* (BDSIZE) terhadap *Debt to Assets Ratio* (DAR) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi 0,022 dan nilai sig-t sebesar 0,099, yang berarti suatu pengaruh yang signifikan pada tingkat $\alpha = 10\%$. Dengan demikian hipotesis 3, yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *debt to assets ratio*, **dapat diterima**. Temuan ini tentunya mendukung pendapat Jensen (1993), Lipton dan Lorsch (1992), dan Allen dan Gale (2001) dalam Beiner, Drobotz, Schmid dan Zimmermann (2003), yang berpendapat bahwa ukuran dewan komisaris merupakan bagian dari mekanisme *corporate governance* internal yang penting. *Corporate governance* merupakan mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud untuk

meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya adalah untuk mewujudkan *shareholders value* (Monk dan Minow, 2001).

Berdasarkan pada persamaan struktural 2 di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh *Institutional Ownership* (INSOWN) terhadap *Systematic Risk* (RISK) ditunjukkan dengan nilai koefisien 0,018 dan nilai *sig-t* 0,848, yang berarti suatu pengaruh yang positif tetapi tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 4, yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap *systematic risk*, **tidak dapat diterima**. Hasil pengujian hipotesis 4 ini, ternyata tidak menemukan cukup bukti untuk dapat menerima penjelasan teori keagenan yang didukung oleh hasil penelitian Saunders (1990) yang menyatakan bahwa secara umum pemilik mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan manajer. Demikian pula halnya, hasil pengujian terhadap hipotesis 4 ini juga tidak menemukan cukup bukti untuk menerima hasil studi dari Classens et al. (1999) dan Fitri dan Mamduh (2003) yang menyatakan bahwa risiko mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan institusional.

Persamaan struktural 2 memperlihatkan bahwa pengaruh *Boards Independent* (BDINDT) terhadap *Systematic Risk* (RISK) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi -0,175 dan nilai *sig-t* 0,317, yang berarti bahwa suatu pengaruh yang negatif tetapi tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 5, yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi (*institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap *systematic risk*, **tidak dapat diterima**. Hasil pengujian hipotesis 5 ini tentunya tidak mendukung teori keagenan yang memprediksi bahwa pemilik perusahaan, yang diwakili oleh *boards independent* sebagai proksi dari mekanisme *corporate governance* internal, mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko yang relatif lebih tinggi dibandingkan para manajer perusahaan (Jensen, 1986; Saunders, 1990; dan Lane, et al. 1998).

Persamaan struktural 2 juga memperlihatkan bahwa pengaruh *Boards Size* (BDSIZE) terhadap *Systematic Risk* (RISK) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi 0,021 dan nilai *sig-t* sebesar 0,087, yang berarti suatu pengaruh yang signifikan pada tingkat $\alpha = 10\%$. Dengan demikian hipotesis 6, yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*) berpengaruh positif terhadap *systematic risk*, **dapat diterima**. Dengan demikian, hasil penelitian ini menemukan cukup bukti untuk mendukung bahwa ukuran dewan komisaris (*boards size*), sebagai proksi dari mekanisme *corporate governance* internal, mampu mengatasi perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan *systematic risk*. Jadi besarnya ukuran dewan komisaris yang dimiliki perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini, telah mampu mendorong para manajer untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang lebih berisiko sebagai konsekuensi dari investasi-investasi pada proyek yang lebih menguntungkan.

V. KESIMPULAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN

Kesimpulan

1. Hasil pengujian hipotesis 1 sampai hipotesis 3, menyimpulkan bahwa mekanisme *corpore governance* (diproksi *boards independent* dan *boards size*) mampu mencegah kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik (diproksi *debt to assets ratio*). Perilaku oportunistik ini ditunjukkan dengan keengganan para manajer untuk membagikan *free cash flow* kepada *shareholders* sebagai *cash dividend*. Akibatnya, struktur modal perusahaan didominasi oleh ekuitas. Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hutang perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang tersebut.
2. Hasil pengujian hipotesis 4 sampai hipotesis 6, menyimpulkan bahwa mekanisme *corpore governance*, yang diproksi dengan *boards size*, mampu mencegah kecenderungan dari para manajer untuk berperilaku oportunistik, yang diproksi dengan *systematic risk*. Perilaku oportunistik dalam hal ini lebih ditunjukkan oleh para manajer dengan cara lebih memilih proyek investasi yang berisiko rendah, walaupun proyek itu mempunyai *net present value* negatif (Crutchley dan Hansen, 1989). Dengan demikian, mekanisme *corpore governance* akan mendorong para manajer untuk mengambil proyek-proyek investasi yang berisiko, karena investasi yang berisiko akan membawa konsekuensi terhadap *rate of return* secara proporsional.

Keterbatasan Penelitian

Model empiris dalam penelitian ini hanya menggunakan mekanisme *corporate governance* internal, karena *agency theory* lebih menyoroti aspek mekanisme *internal corporate governance* (Eisenhardt, 1989). Sedangkan, Wals dan Seward (1990) serta *World Bank* (1999) menyatakan bahwa secara umum dikenal dua mekanisme kontrol yaitu mekanisme kontrol internal dan eksternal. Mekanisme eksternal merupakan pengendalian perusahaan berdasarkan mekanisme pasar yaitu dengan melalui efektifitas pasar modal (Fama dan Jensen, 1983), pasar produk dan jasa (Grossman dan Hart, 1982), serta *the managerial labor market* (Fama, 1980).

Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini hanya menyangkut perusahaan-perusahaan sektor industri manufaktur, dengan alasan untuk menghindari perbedaan karakteristik industri. Selain itu, penelitian ini menggunakan *pooled data*, selanjutnya agar penelitian mendatang memberikan kekuatan generalisasi yang lebih luas dan lebih baik, diharapkan dapat melibatkan seluruh sektor industri. Adapun, untuk menghindari perbedaan karakteristik industri, maka disarankan untuk menggunakan *fixed effect model* dan *time effect model*, selain *pooled model*.

DAFTAR PUSTAKA

- Allen, F., and D. Gale (2001), "Diversity of Opinion and Financing of New Technologies". *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8: pp. 68-89.
- Amihud, Y. And B. Lev (1981), "Risk Reducction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers". *Bell Journal of Economic*, Vol. 12: pp. 11-18.
- Bambang Riyanto L.S. (2003), "*Corporate Governance di Indonesia: A General Overview*". Makalah Disampaikan di Forum Diskusi Ekonomi Putaran1. Universitas Atma Jaya, Yogyakarta. 24 April.
- Bathala, C.T., K.P. Moon, dan R.P. Rao (1994), "Managerial Ownership, Debt Policies and The Impact of Institusional Holdings: An Agency Perspective". *Financial Management*, Vol. 23: pp. 38-50.
- Beiner. S., W. Drobetz, F. Schmid dan H. Zimmermann (2003), "Is Board zise An Independent Corporate Governance Mechanism"? <http://www.wvz.unibaz.ch/cofi/publications/papers/2003/06.03.pdf>.
- Bethel, J.E. dan Julia Liebeskind (1993), "The Effect of Ownership Structure on Corporate Structuring". *Strategi management Journal*, Vol. 14: pp. 15 – 31.
- Chaganti. R. and Damanpour, F. (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value". *Journal of Financial Economics*, Vol. 27: pp. 595-612.
- Chyntia A, Utama (2003), "*Tiga Bentuk Masalah Keagenan (Agency Problem) dan Alternatif Pemecahannya*". Manajemen Usahawan Indonesia. N0. 09/Th. XXXII, Januari.
- Classens, Stijn., Simeon Djankov, Leora Klapper (1999), "Resolution of Corporate Distress in East Asia". *World Bank Policy Research Working Paper*, June: pp. 1-33.
- Crutchley, C.E dan R. Hansen (1989), "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, Corporate Dividends". *Financial Management*, Vol. 18; pp. 35 – 57.
- Eisenhardt, K. (1989), "Agency Theory: An Assessment and Review". *Academy of Management Journal*, Vol. 14: pp. 57-74.
- Fama, E.F., dan Jensen, M.C. (1983), "Agency problem and residual claims". *The Journal of Law and Economics*, Vol. 26: pp. 327-49.

- Fama, E. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm". *Journal of Political Economy*, pp. 288-307.
- Fama, E. F. and K. R. French (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay"? *Journal of Financial Economics*, Vol. 60: pp. 3-43.
- Grossman, Sanford J., and Oliver Hart (1982), "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives: in J. McCall, ed". *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, USA.
- Grossman, S.J. and Hart, O. (1988), "One share-one vote and the market for corporate control". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: pp. 175–202.
- Jensen, Michael C and Smith, Jr Clifford W. (1994), "The Modern Theory of Corporate Finance". Mc Graw – Hill Book Company.
- Jensen, M. dan W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. (October): pp. 305-360.
- Jensen, M.C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System". *Journal of Finance*, Vol. 48. (July): pp. 831-880.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*. Vol. 76: pp. 23-329.
- Jiraporn, Pornsit, and Yixi Ning (2006), "Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance". *Journal of Applied Finance – Fall/winter 2006*.
- Lane Petter J., Canella A.A. and Lubatkin M.H., (1988), "Agency Problem As Antecedent to Unrelated Mergers and Diversification: Amihud and Lev Considered", *Strategic Management Journal*, Vol. 19: pp. 555-578.
- Lipton, M. and Lorsh, J.W., (1992), "A modest proposed for improved corporate governance". *Business Lawyer*, Vol. 48: pp. 59-77.
- Liu, L. P. (2004), "A Study on the Correlation between Agency Problems of Pledged Stocks Held by the Board and Firm Values". Unpublished PhD Dissertation, Faculty of Business Administration, National Taipei University, Taiwan.

- Lorsch, J.W. (1989), "Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Board". *Boston Harvard Business School Press*.
- Martin, John D., Keown, Arthur J., Petty, J. William, and Scott, Jr., David F. (1994), "*Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*". Edisi Kelima, Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Mizruchi, M. S. (1983), "Who Control Whom? An Examination of the Relation between Management and boards of Directors in Large American Corporation". *Academy of Management Review*, Vol. 8: pp. 426-435.
- Moh'd, M. A., L. G. Perry and J. N. Rimbey (1998), "An Investigation of the Dynamic Association between Agency Theory and Dividend Policy". *Financial Review*, Vol. 30, No. 2: pp. 367-385.
- Monks, R.A.G and N. Minow, (2001), "Corporate Governance, 2nd ed". *Blackwell Publishing*.
- Qureshi, Muhammad Azeem (2006), "System dynamics modelling of firm value". *Journal of Modelling in Management*. Vol. 2, No. 1, pp. 24-39.
- Saunders A., E. Strock and N. Travlos (1990), "Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking". *Journal of Finance*, Vol. 45: pp. 643-654.
- Shleifer, Andrei and Robert Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy*, Vol. 94: pp. 461-488.
- Shleifer, A. dan R.W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2: pp. 737-783.
- Stulz, R. M. (1990), "Managerial discretion and optimal financing policies". *Journal of Financial Economics*, Vol. 26 (July): pp. 3-27.
- Wright, Peter & Ferris, Stephen P. (1997), "Agency Conflict & Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value". *Strategic Management Journal*. Vol. 18: pp. 77-83.
- Walker, M Mark (2000), "Corporate Take Over, Strategic Objectives, and Acquiring Firm Shareholders Wealth". *Financial Management*, Winter: pp. 36-46.
- Walsh, James P., and James P. Seward (1990), "On The Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms". *Academy of Management Review*, Vol. 15: pp. 421-458.

World bank (1999), “Corporate Governance: A Framework for Implementation”.

Zahra, S. A., and Pearce, J. A., (1989), “Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model”. *Journal of Management*, Vol. 15: pp. 291-334.