



## PENGARUH KOMISARIS INDEPENDEN DAN KOMITE AUDIT TERHADAP PERMASALAHAN AGENSI PADA PENENTUAN STRUKTUR PEMBIAYAAN DAN KEPEMILIKAN MANAGERIAL PERUSAHAAN

Sasono Adi

Badan Pengawas Keuangan dan Pembangunan Indonesia. Email: [sadi\\_id@yahoo.co.id](mailto:sadi_id@yahoo.co.id)

### INFO ARTIKEL

#### SEJARAH ARTIKEL

Diterima Pertama

3 Maret 2014

Dinyatakan Dapat Dimuat

10 Juni 2014

#### KATA KUNCI:

Agency Problems

Leverage

Managerial Ownership

Simultaneous Linear

Regression

### ABSTRAK

*This study aims to investigate whether there is a significant effect on the role of independent commissioners and audit committees in relation to agency problems of corporate financial structure. Simultaneous linear regression is used. Empirical tests conducted on listed manufacturing companies by using purposive sampling. The results show that there is a negative relationship between the existence of an independent commissioner with the level of leverage. These findings demonstrate that the role of independent commissioners in an effort to reduce the risk of default. But no significant evidence is obtained that the existence of an independent commissioner may reduce agency problems in the presence of managerial ownership. It also shows that the existence of an audit committee may reduce the managers' incentives to perform opportunistic actions in determining the financing structure. The results of this study also indicate that leverage can be an alternative to monitor the managerial ownerships.*

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi apakah terdapat pengaruh yang signifikan peran komisaris independen dan audit komite dalam penentuan struktur pembiayaan perusahaan. Model penelitian menggunakan regresi linier simultan. Pengujian dilakukan terhadap perusahaan manufaktur yang telah *go public* dengan pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara keberadaan komisaris independen dengan tingkat *leverage* perusahaan. Hubungan tersebut menunjukkan peran komisaris independen dalam upaya mengurangi risiko gagal bayar atas utang jangka panjang perusahaan. Namun demikian tidak diperoleh bukti yang signifikan bahwa keberadaan komisaris independen dapat mengurangi permasalahan agensi dengan adanya kepemilikan managerial. Keberadaan komite audit dapat mengurangi insentif manager melakukan tindakan-tindakan oportunistik dalam penentuan struktur pembiayaan perusahaan. Hasil penelitian ini juga menemukan bahwa *leverage* dapat menjadi alternatif monitoring terhadap kepemilikan managerial.

## 1. PENDAHULUAN

*Good corporate governance* didefinisikan sebagai pola hubungan, sistem, dan proses yang digunakan oleh organ perusahaan, yaitu direksi, dewan komisaris dan RUPS, guna memberikan nilai tambah kepada pemegang saham secara berkesinambungan dalam jangka waktu panjang, dengan memperhatikan *stakeholders* lainnya berdasarkan peraturan perundang-undangan dan norma yang berlaku (Daniri, 2005). Menurut Daniri (2005) terdapat tiga ciri umum perusahaan di Indonesia, pertama adanya konsentrasi kepemilikan saham sehingga terjadi afiliasi antara pemilik, komisaris, dan direksi perusahaan. Kedua adanya penyaluran pembiayaan antar perusahaan dalam grup. Terakhir, terbentuknya konglomerasi usaha. Implikasinya, *framework good corporate governance* tidak mudah untuk diterapkan (Daniri, 2005).

Teori agensi memberikan pemahaman bahwa manajemen perusahaan sebagai agen bagi para pemegang saham akan bertindak untuk kepentingan sendiri dibanding dengan kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Hal ini terjadi karena adanya ketidakseimbangan informasi (Myers, 1984). Dengan berkembangnya perusahaan yang semakin kompleks dan kebutuhan pendanaan dari eksternal, membutuhkan alokasi risiko yang efisien (Fama 1980, Fama et al. 1983, Demsetz et al. 1997). Pemegang saham memiliki kepentingan atas perusahaan tetapi tidak berarti harus terlibat dalam manajemen perusahaan (Brealey et al. 2008). Lebih jauh agen tidak selalu bertindak untuk kepentingan pemegang saham (Bonazzi and Islam. 2007, Lan and Heracleous, 2010). Hal ini menimbulkan adanya moral hazard (Demsetz and Lehn, 1985). Mekanisme yang dapat digunakan untuk meminimalkan tindakan moral hazard adalah dengan melakukan monitoring dan pemberian insentif kepada agen (Jensen 1993,

Daily et al. 2003). Kegiatan ini dilakukan oleh Dewan Komisaris.

Konsekuensinya, muncul biaya agensi yang meliputi biaya strukturisasi, biaya monitoring, dan biaya perikatan dari kontrak yang dibuat antar pihak-pihak yang memiliki perbedaan kepentingan dalam organisasi. Salah satu upaya untuk mengurangi biaya agensi maka manajemen diberikan hak memperoleh kepemilikan saham perusahaan. Kepemilikan tersebut disebut kepemilikan managerial. Dengan adanya kepemilikan tersebut diharapkan terdapat *alignment* antara pemilik perusahaan dengan manajemen. Namun hal ini juga menimbulkan biaya bagi manajemen berupa risiko berkurangnya kekayaan manajemen apabila perusahaan mengalami kerugian.

Cara lain untuk mengurangi permasalahan agensi adalah pemanfaatan utang jangka panjang pada perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan memilih utang jangka panjang sebagai sumber pembiayaan perusahaan maka akan mengurangi kebutuhan pembiayaan yang berasal dari ekuitas yang dilakukan dengan menerbitkan saham baru. Hal ini dapat mengurangi konflik kepentingan antara manajemen dengan pemilik perusahaan karena pihak kreditor akan selalu memonitor kinerja manajemen sehingga dapat mengurangi kemungkinan perusahaan gagal membayar kewajibannya. Namun demikian pembiayaan yang bersumber dari utang jangka panjang dapat memunculkan konflik kepentingan antara pemilik perusahaan dengan kreditor sehingga terjadi biaya agensi dari utang jangka panjang. Terjadinya konflik kepentingan ini dipicu dari adanya kekhawatiran kreditor bahwa pemilik perusahaan cenderung akan menggunakan kekayaan kreditor dengan melakukan investasi pada kegiatan-kegiatan yang memiliki risiko tinggi. Sebaliknya, ketika manajemen memiliki diskresi untuk melakukan investasi maka manajemen cenderung memilih investasi yang tidak memiliki risiko tinggi dengan alasan apabila investasi yang dipilih tersebut mengalami kerugian maka akan mengurangi kekayaan, seperti tidak memperoleh bonus.

Biaya agensi yang timbul dari adanya pemilihan sumber pembiayaan dari utang jangka (*debt*) dan dari penerbitan saham baru atau ekuitas (*equity*) dapat mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Untuk meminimalkan biaya agensi tersebut maka manajemen menggunakan strategi yang dapat menyeimbangkan biaya agensi yang berasal dari ekuitas dengan biaya yang berasal dari utang jangka panjang. Kondisi ini dikenal dengan nama struktur pembiayaan (*capital structure*). Manajemen berusaha untuk mencari keputusan yang paling efisien sepanjang kepentingan dan kekayaan manajemen tidak berkurang.

Disisi lain aktivitas manajemen dimonitor oleh dewan komisaris. Dewan komisaris sebagai salah satu organ dari perusahaan memiliki tanggung jawab dan wewenang untuk mengawasi tindakan dewan direksi.

Oleh karena itu diharapkan dewan komisaris dapat bertindak independen dan kritis, baik antar sesama anggota maupun terhadap direksi. Kualifikasi ideal anggota dewan komisaris disamping pengalaman dan kemampuan dalam manajemen perusahaan, adalah memiliki integritas dan dedikasi sehingga mampu memahami dan peduli terhadap pemegang saham dan seluruh *stakeholders* perusahaan. Oleh karena itu untuk memenuhi elemen tersebut maka dalam keanggotaan dewan komisaris harus diangkat komisaris independen. Dalam melaksanakan tugasnya dewan komisaris dibantu oleh komite-komite, salah satunya adalah komite audit yang mempunyai relevansi erat dalam pengawasan dibidang keuangan. Melihat keterkaitan antara kepemilikan managerial, struktur pembiayaan, dan peran komisaris independen, serta komite audit, maka sejauh mana peran komisaris independen tersebut mengurangi biaya agensi yang terjadi tersebut.

Penelitian oleh Bathala et al. (1994) menunjukkan adanya hubungan dan dampak atas keberadaan komisaris independen dalam berkontribusi mengurangi permasalahan agensi yang timbul pada proses penentuan struktur pembiayaan perusahaan. Namun demikian penelitian tersebut fokus pada dampak kepemilikan institusional dikaitkan dengan kepemilikan managerial dan struktur pembiayaan dan tidak mengkaitkan dengan peran komisaris independen dan komite audit sebagai bagian dari perangkat *corporate governance*. Dengan demikian penelitian ini menginvestigasi lebih lanjut apakah terdapat dampak yang signifikan dari peran komisaris independen dan audit komite, dikaitkan dengan penentuan struktur pembiayaan pada suatu perusahaan. Penelitian ini menjadi penting karena pengawasan atau monitoring sebagai salah satu aspek dalam pelaksanaan *good corporate governance* menjadi kepanjangan pemegang saham dalam melindungi kepentingan pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui peran komisaris independen dan komite audit sebagai alat dewan komisaris dalam mengurangi permasalahan agensi yang terjadi antara kebijakan utang jangka panjang dengan kepemilikan managerial pada perusahaan.

Paper ini terdiri dari empat bagian, bagian pertama pendahuluan. Bagian kedua telaah literatur, dan pengembangan hipotesis. Bagian ketiga menjelaskan mengenai metodologi penelitian. Bagian keempat berisikan pembahasan hasil penelitian. Bagian kelima berisikan kesimpulan, keterbatasan dan implikasi.

## 2. KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) telah mempublikasikan *Principles of Corporate governance* yang terdiri dari empat pilar utama yaitu *fairness* (keadilan),

*transparency* (transparansi), *accountability* (akuntabilitas), dan *responsibility* (tanggungjawab). Keadilan berkenaan dengan keadilan dan kesetaraan perlakuan pemegang saham minoritas agar terlindungi dari kecurangan serta perdagangan dan penyalahgunaan oleh orang dalam (*self dealing* atau *insider wrong doing*). Sedangkan transparansi dilakukan melalui pengungkapan (*disclosure*) informasi kinerja perusahaan secara akurat dan tepat waktu. Akuntabilitas dilakukan melalui pengawasan efektif berdasarkan keseimbangan kekuasaan antara pengawas, pengurus, pemegang saham dan auditor eksternal. Akhirnya, tanggung jawab perusahaan berkaitan dengan fungsi perusahaan sebagai anggota masyarakat yang harus menaati hukum dan bertindak sesuai dengan keinginan masyarakat (Darmawati, 2003).

Dalam konteks Indonesia yang menganut *one-tier system*, peran *Board of Director* dilakukan oleh Dewan komisaris dimana struktur kepemimpinannya terpisah dengan Dewan direksi atau manajemen. Dengan demikian manajemen puncak atau direksi perusahaan yang berwenang untuk menetapkan kebijakan perusahaan dan mengimplementasikan kebijakan tersebut sesuai keputusan yang ditetapkan dalam RUPS.

Dalam pelaksanaan tugasnya manajemen puncak diawasi oleh Dewan Komisaris dan berada pada lingkup *corporate governance* yang mencakup hubungan pada level dewan komisaris dan direksi serta RUPS yang merupakan pelaksanaan fungsi pengawasan dan akuntabilitas. Sedangkan fungsi operasional perusahaan berada dalam lingkup *corporate management* yang melaksanakan kegiatan sesuai keputusan yang telah ditetapkan oleh RUPS. Irisan dari lingkup *corporate governance* dan lingkup *corporate management* adalah lingkup *strategic decision* dan *strategic formulation*. Pada lingkup ini, keputusan-keputusan strategis dibuat dengan mengacu pada keputusan RUPS. Salah satu keputusan strategis yang disusun pada lingkup ini adalah penentuan struktur pembiayaan perusahaan.

Apabila perusahaan menerapkan prinsip-prinsip *good corporate governance*, maka ada pengawasan yang efektif atas semua aktivitas perusahaan sehingga pengendalian internal perusahaan dapat berjalan dengan baik dan akuntabilitas manajemen dapat dijamin. Praktik seperti itu dalam perusahaan akan memperkecil permasalahan agensi.

Penelitian empiris di Amerika Serikat menunjukkan bahwa mekanisme monitoring dapat dilakukan oleh pihak lain dalam mengurangi permasalahan agensi, seperti kompetisi diantara manager, auditor eksternal, dan peran dewan komisaris (Bathala et. al., 1994). Dengan adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dengan manajemen sebagai agennya, maka manajemen memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam mengalokasikan dana investor dan

pemilik perusahaan (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997).

Fungsi yang sangat penting dari *board of director* adalah untuk meminimalisasi biaya agensi yang timbul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian pada perusahaan modern saat ini (Fama & Jensen, 1983). Fama & Jensen (1983) berpendapat bahwa komposisi anggota *board of director* merupakan faktor penting dalam mewujudkan monitoring yang efektif atas kegiatan manajemen. Hal ini dapat terwujud apabila komposisi *board of director* merupakan gabungan antara anggota yang berasal dari manajemen dan anggota yang berasal dari luar manajemen (atau disebut komisaris independen dalam konteks Indonesia). Fama & Jensen (1983) beralasan bahwa anggota *board of director* yang berasal dari manajemen mempunyai informasi yang lebih baik mengenai aktivitas perusahaan sehingga dapat membantu *board of director* mengawasi keputusan-keputusan strategis dari manajemen. Akan tetapi menurut Williamson (1984) dengan adanya anggota *board of director* yang memiliki informasi lebih dari anggota lainnya karena mereka umumnya bekerja penuh diperusahaan dan memperoleh informasi dari dalam, hal ini cenderung justru anggota tersebut akan menjadi alat bagi manajemen dan mendominasi keputusan *board of director* jika dibandingkan dengan anggota yang berasal dari luar manajemen.

Beasley (1996) meneliti hubungan antara komposisi *board of director* dengan kejadian kecurangan dalam pelaporan keuangan di Amerika Serikat. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa terdapat hubungan positif antara prosentasi yang tinggi atas jumlah anggota *board of director* yang berasal dari luar pada perusahaan yang tidak melakukan kecurangan dibanding pada perusahaan yang melakukan kecurangan. Namun demikian hubungan antara audit komite pada perusahaan yang tidak melakukan kecurangan dibanding perusahaan yang melakukan kecurangan tidak diperoleh korelasi yang signifikan sehingga peran anggota *board of director* yang berasal dari luar perusahaan lebih berperan dibanding audit komite dalam hubungannya dengan mengurangi kemungkinan terjadinya kecurangan dalam penyajian laporan keuangan. Sementara Chen et al. (2006) meneliti karakteristik dewan komisaris sebagai faktor dalam menjelaskan kecurangan di China. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa dengan adanya peningkatan proporsi dewan komisaris independen maka kecenderungan perusahaan melakukan kecurangan akan semakin kecil. Namun demikian penelitian Chen et al. (2006) menunjukkan bahwa jumlah rapat dewan komisaris yang lebih banyak justru berhubungan secara positif dengan kemungkinan perusahaan melakukan kecurangan. Mereka menjelaskan bahwa ketika perusahaan sedang (akan) terlibat pada aktivitas yang dapat dipertanyakan, maka dewan akan melakukan rapat yang lebih sering karena aktivitas tersebut akan menimbulkan

perdebatan. Penelitian Ahmed and Duellman (2007) sejalan dengan penelitian sebelumnya bahwa keberadaan anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dapat memperkuat penerapan pengelolaan perusahaan yang lebih konservatif atau dalam hal ini lebih hati-hati (*prudent*).

Dalam perusahaan modern dengan adanya pemisahan fungsi antara pihak yang mengambil keputusan dengan pihak yang akan menanggung risiko (*risk-bearing functions*) pada perusahaan maka menimbulkan adanya konflik agensi (Jensen dan Meckling, 1976). Kondisi ini menurut Jensen dan Meckling dapat diminimalkan apabila kepemilikan perusahaan juga diberikan kepada manajemen atau yang dikenal dengan kepemilikan managerial. Implikasi dari kepemilikan managerial ini adalah manajemen juga menanggung konsekuensi atas tindakan dan keputusan yang diambil dalam pengelolaan perusahaan. Dengan demikian kepemilikan managerial dapat menciptakan adanya keselarasan antara kepentingan manajemen dengan para *stakeholders* lainnya.

Utang jangka panjang pada dasarnya juga dapat mengurangi permasalahan agensi (Jensen, 1986). Jensen (1986) menjelaskan bahwa perjanjian utang jangka panjang mengharuskan perusahaan untuk membayar kewajibannya maka hal ini dapat menghindari atau mengendalikan penggunaan dana perusahaan oleh manager untuk kegiatan perusahaan yang tidak efisien. Dalam konteks ini, utang jangka panjang dapat digunakan sebagai salah satu media untuk mendisiplinkan manager. Grossman dan Hart (1986) menyebutkan bahwa dengan adanya utang jangka panjang, manajemen dipaksa untuk menggunakan fasilitas perusahaan lebih sedikit sehingga sumber daya perusahaan dapat digunakan lebih efisien dan pada akhirnya kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan dan kehilangan reputasi dapat diminimalkan.

Menurut Williamson (1988) kontrak atas *equity* atau kepemilikan saham sifatnya berlanjut sepanjang umur perusahaan dan keberadaan dewan komisaris adalah untuk memberikan keyakinan bahwa investasi dari pemegang saham terlindungi. Dewan komisaris mempunyai wewenang untuk memonitor kinerja internal perusahaan, menyetujui pengambilan keputusan penting, menentukan tingkat kompensasi, dan mengganti manager (Grinstein and Tolkowsky, 2004). Dengan demikian dewan komisaris dapat memonitor dan mengevaluasi tindakan manager secara berkelanjutan sehingga instrumen ekuitas memiliki kemampuan tata kelola yang lebih baik (*stronger governance abilities*) dibandingkan dengan instrument utang jangka panjang. Peran dewan komisaris merupakan isu penting dalam mekanisme tata kelola perusahaan, beberapa penelitian menunjukkan bahwa anggota dewan komisaris yang memiliki pengalaman memberikan pengaruh dalam mengurangi *earnings management* (Chtourou et al. 2001) dan memberi pengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Erickson et al., 2005). Penelitian oleh

Anderson et al. (2004) dan Chen et al. (2009) membuktikan pula bahwa keberadaan dewan komisaris, khususnya anggota dewan komisaris independen memberikan pengaruh dalam mengurangi biaya pinjaman (*cost of debt*). Sementara Subramaniam, et al. (2009) membuktikan bahwa anggota dewan komisaris independen dapat meningkatkan kualitas pengawasan dan monitoring karena bukan merupakan pegawai dan lebih independen.

Berkaitan dengan pembiayaan perusahaan Kochar (1996) berpendapat bahwa pengaruh kreditor terlihat pada upaya proteksi atas dananya yang dipinjam perusahaan agar tidak terjadi *default*, dalam hal ini manager dipaksa untuk efisien dengan membayar sesuai jadwal pembayaran sehingga terhindar dari pengawasan dan campur tangan kreditor. Namun demikian dalam pembiayaan melalui saham, pembiayaan tersebut memiliki level *governance* yang lebih kuat daripada pembiayaan melalui utang jangka panjang. Sepanjang perusahaan dapat memenuhi kewajibannya sesuai kontrak maka kreditor tidak dapat melakukan intervensi. Sebaliknya pemegang saham dapat terus melakukan monitoring dan evaluasi atas setiap keputusan manager melalui dewan komisaris.

Mekanisme dalam peningkatan kualitas pengawasan atau monitoring adalah pembentukan komite-komite, antara lain komite audit. Komite audit mempunyai fungsi memelihara sistem pengendalian internal, menjadi *counter-part* audit eksternal dan melakukan reviu internal atas laporan keuangan perusahaan (Siallagan dan Machfoedz, 2006). Efektivitas dari komite audit dapat dilihat, antara lain ukuran dari komite audit (Rahmat, Iskandar dan Saleh, 2009)

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya tersebut maka struktur keanggotaan dewan komisaris memiliki hubungan positif terhadap pengurangan permasalahan agensi dalam kaitan kepemilikan managerial dan penetapan struktur pembiayaan perusahaan. Dengan demikian dalam konteks sistem *corporate governance* di Indonesia, apakah struktur keanggotaan dewan komisaris dan keberadaan komite audit memiliki hubungan dengan pengurangan permasalahan agensi pada perusahaan publik, sehingga hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H1: Proporsi komisaris independen dalam struktur keanggotaan dewan komisaris mempunyai hubungan negatif dengan tingkat utang jangka panjang (*leverage*) dan kepemilikan managerial dalam rangka mengendalikan permasalahan agensi perusahaan.

H2: Proporsi jumlah anggota audit komite mempunyai hubungan negatif dengan tingkat utang jangka panjang (*leverage*) dan kepemilikan managerial dalam rangka mengendalikan permasalahan agensi perusahaan.

### 3. METODOLOGI PENELITIAN

Sampel penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2010, berjumlah 50 perusahaan. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Kriteria pemilihan perusahaan yang diambil sebagai sampel adalah perusahaan yang memenuhi persyaratan kelengkapan data untuk 5 tahun terakhir dalam rangka mengukur beberapa variabel seperti tingkat *volatilitas earnings*, *volatilitas returns*, dan tingkat pertumbuhan aset perusahaan. Kriteria selanjutnya adalah perusahaan pada industri manufaktur karena perusahaan manufaktur mempunyai karakteristik padat modal, *degree of operating leverage* tinggi, dan *operational risk* yang tinggi sehingga perusahaan *manufacturing* cenderung berhati-hati untuk mempertahankan *combined leverage ratio* yang stabil (Indrawati dan Suhendro, 2006). Sampel penelitian ini tidak meliputi perusahaan yang bergerak dalam sektor keuangan, pertambangan, agrikultur, dan konstruksi, karena memiliki ketentuan pajak khusus. Perusahaan dalam industri keuangan tidak dimasukkan dalam penelitian karena memiliki struktur laporan keuangan dan *highly regulated* dibandingkan industri lain pada umumnya.

Model penelitian mengacu pada model yang digunakan oleh Bathala et al. (1994). Pengembangan yang dilakukan pada model tersebut dengan menyertakan variabel yang diuji yaitu variabel yang menunjukkan proksi anggota komisaris independen dan komite audit. Untuk menguji keterkaitan yang bersifat saling berhubungan maka model yang digunakan adalah regresi linier simultan. Bathala et al. (1994) menggunakan pendekatan ini karena rasio utang jangka panjang (*leverage*) dan kepemilikan managerial saling berhubungan sehingga kedua variabel tersebut bersifat *endogenous* dalam suatu sistem. Kondisi ini terjadi karena kepemilikan managerial dan utang jangka panjang merupakan satu kesatuan dalam proses pengambilan keputusan managerial pada kerangka berfikir agensi. Pendekatan persamaan simultan ini merupakan perbaikan dari penggunaan persamaan tunggal dalam penelitian struktur pembiayaan (Bathala, 1994). Persamaan simultan yang digunakan di-estimasi menggunakan metode *two-stage least-squares* (2-SLS). Persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut: Data-data yang digunakan adalah data sekunder *time series* meliputi data arus kas harian tahun 2009 yang diperoleh dari database Direktorat Akuntansi dan Pelaporan pada DJPBN dan data penerbitan SUN tahun 2009 yang diperoleh dari Direktorat Surat Utang Negara pada Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang (DJPU). Berikut adalah definisi operasional yang dijelaskan oleh variabel-variabel dalam penelitian ini.

$$DR = \alpha_0 + \alpha_1ERNVOL + \alpha_2DEPR + \alpha_3GROWTH + \alpha_4BOD\_IN + \alpha_5AC + \alpha_6MGROWN + \alpha_7RDAD + \mu \quad (1)$$

$$MGROWN = \beta_0 + \beta_1STKVOL + \beta_2GROWTH + \beta_3TA + \beta_4BOD\_IN + \beta_5AC + \beta_6DR + \alpha_7RDAD + v \quad (2)$$

Keterangan :	
DR	: Perbandingan nilai buku utang jangka panjang dibagi dengan nilai buku ekuitas
ERNVOL	: Standar deviasi <i>Earnings Before Income and Tax</i> (EBIT) selama 5 (lima) tahun dibagi dengan rata-rata total aset selama 5 (lima) tahun
DERP	: Perbandingan antara rata-rata depresiasi <i>fixed assets</i> tahunan selama 5 tahun terhadap <i>earnings</i> sebelum penyusutan, bunga, dan pajak
GROWTH	: % tingkat pertumbuhan assets dalam 5 (lima) tahun terakhir
BOD_IN	: Jumlah komisaris independen dibandingkan dengan total jumlah seluruh anggota dewan komisaris
AC	: Perbandingan jumlah anggota komite audit dan dipimpin oleh komisaris independen dibanding jumlah anggota dewan komisaris
MGROWN	: % kepemilikan dari <i>insider ownerships</i>
STKVOL	: Standar deviasi <i>return</i> saham bulanan selama 5 tahun
TA	: <i>Log</i> dari total aset
RDAD	: Perbandingan rata-rata biaya riset dan pengembangan serta biaya iklan dengan rata-rata penjualan selama 5 tahun terakhir

Variabel dependen yang digunakan adalah variabel kewajiban atau utang jangka panjang (DR) pada persamaan pertama yang diukur dengan menggunakan rasio dari nilai buku utang jangka panjang dibandingkan dengan nilai buku ekuitas. Karena persamaan yang digunakan menggunakan pendekatan simultan maka variabel kepemilikan managerial (MGROWN) menjadi salah satu variabel independen dari persamaan pertama. Hubungan yang terjadi antara variabel ini dengan variabel utang jangka panjang (DR) diperkirakan memiliki hubungan negatif sehingga semakin besar tingkat kepemilikan managerial, maka semakin tinggi tingkat *alignment* dengan pemegang saham lainnya sehingga cenderung perusahaan akan mengurangi utang jangka panjang dan lebih memilih pembiayaan secara internal melalui kepemilikan saham oleh manajemen. Kepemilikan saham oleh manajemen pada dasarnya merupakan upaya agar manajemen bertindak efisien (Christie dan Zimmerman, 1994) dan memberikan insentif untuk menyusun laporan keuangan yang lebih berkualitas (Ball et al., 2003). Menurut Friend dan Hasbrouck (1988) dan Friend dan Lang (1988) menjelaskan bahwa kepemilikan managerial (*insider*) mempunyai kepentingan atas keberlangsungan perusahaan karena risiko utang jangka panjang lebih

banyak menjadi beban manajemen daripada beban pemegang saham lainnya sehingga semakin besar kepemilikan managerial, semakin besar insentif manajemen untuk memperkecil risiko dalam mengambil keputusan struktur permodalan. Penelitian lain membuktikan bahwa kepemilikan saham managerial memberikan pengaruh negatif dengan rasio utang perusahaan (Wahidahwati 2002, Mahadwartha 2003). Variabel dependen pada persamaan kedua adalah variabel jumlah kepemilikan saham managerial (MGROWN) yang diukur menggunakan rasio dari jumlah saham yang dimiliki oleh direksi dan manager dibandingkan total saham yang beredar pada akhir tahun. Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah *insider ownership* menurut pengelompokan Reuters Knowledge Database Tahun 2011. Dalam persamaan kedua ini variabel utang jangka panjang (DR) menjadi salah satu variabel independennya. Hubungan yang terjadi diprediksi cenderung negatif sehingga semakin besar tingkat utang jangka panjang maka semakin tinggi tingkat *alignment* dengan kreditor dan ini mengakibatkan tingkat kepemilikan saham managerial berkurang.

Variabel BOD\_IN dan AC yang merupakan variabel utama yang akan diuji dalam penelitian ini sebagai *proxy* dari proporsi komisaris independen dan audit komite. Variabel BOD\_IN dan AC merupakan variabel eksogenous karena kedua variabel tersebut berada diluar kendali manajemen dan diasumsikan manajemen mempunyai kendali dalam mengambil keputusan atas pilihan melakukan pembiayaan melalui penerbitan utang jangka panjang atau kepemilikan saham.

Sedangkan variabel-variabel lain yang ada dalam persamaan merupakan variabel kontrol yang digunakan dalam persamaan simultan oleh Bathala et al. (1994) yang meliputi *volatilitas earnings* (ERNVOL), *non-debt tax-shield* (DERP), tingkat pertumbuhan aset perusahaan (GROWTH), volatilitas tingkat pengembalian atau *return saham* (STKVOL), ukuran perusahaan (TA), dan biaya riset & pengembangan serta iklan (RDAD).

Variabel BOD\_IN merupakan proksi dari peran komisaris independen dalam ikut mempengaruhi keputusan-keputusan Dewan Komisaris untuk melakukan pengawasan terhadap Dewan Direksi. Komisaris independen didefinisikan sebagai pihak yang tidak mempunyai hubungan afiliasi dengan pemegang saham pengendali perusahaan tercatat yang bersangkutan; pihak yang tidak mempunyai hubungan afiliasi dengan direktur dan/atau komisaris lainnya perusahaan tercatat yang bersangkutan; dan pihak yang tidak bekerja rangkap sebagai direktur di perusahaan lainnya yang terafiliasi dengan perusahaan tercatat yang bersangkutan (Veronica, 2005). Informasi mengenai jumlah anggota komisaris independen dalam Dewan Komisaris diperoleh dari laporan tahunan perusahaan. Proksi ini diukur dengan menggunakan proporsi jumlah anggota komisaris independen

dibanding seluruh anggota Dewan Komisaris. Prediksi hubungan yang terjadi antara variabel ini dengan tingkat pembiayaan eksternal adalah semakin besar proporsi komisaris independen, maka semakin kecil tingkat utang jangka panjang yang digunakan perusahaan. Hal yang sama juga terjadi pada hubungan antara peran komisaris independen dengan kepemilikan managerial (GROWN) bahwa semakin besar proporsi komisaris independen, maka semakin kecil kekayaan manajemen karena semakin kecil peluang bagi manajemen memanfaatkan kekayaan perusahaan untuk kepentingan pribadi.

Variabel AC merupakan proksi dari peran komite audit sebagai perangkat Dewan Komisaris yang bertugas melakukan pemeriksaan internal. Peran komite audit ini akan semakin kuat apabila dipimpin oleh seorang komisaris independen dan jumlah yang relatif cukup dibanding dengan jumlah keseluruhan anggota Dewan Komisaris. Diharapkan dengan dipimpin oleh seorang komisaris independen dapat mengurangi tekanan dari pihak Dewan Direksi atau manajemen. Proksi ini diukur dengan menghitung perbandingan jumlah anggota anggota komite audit dan komite tersebut dipimpin oleh seorang komisaris independen. Variabel-variabel Utama ini merupakan variabel independen. Semakin besar proporsi keanggotaan komite audit maka semakin kecil kemungkinan manajemen melakukan tindakan untuk kepentingan pribadi.

*Volatilitas earnings* (ERNVOL) menggambarkan tingkat kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Semakin besar *volatilitas earnings* menunjukkan semakin besar ketidakpastian perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya dan hal ini dinilai negatif oleh para kreditor. Dengan demikian hubungan yang diprediksi adalah semakin besar *volatilitas earnings* maka semakin kecil tingkat rasio utang jangka panjang.

*Non-debt tax-shields* (DERP) adalah komponen yang dapat mengurangi pajak perusahaan sehingga menambah kemampuan untuk memenuhi kewajiban perusahaan. Perusahaan yang memiliki *non-debt tax shields*, seperti depresiasi dan *investment tax credit*, akan menggunakan utang jangka panjang lebih sedikit (DeAngelo dan Masulis, 1980) sehingga meningkatkan kemungkinan perusahaan membayar kewajiban yang ada. Sementara hasil penelitian yang dilakukan Scotts (1977) menemukan bahwa perusahaan dapat memperoleh utang jangka panjang lebih mudah apabila mempunyai jaminan aset yang diasosiasikan dengan biaya depresiasi yang besar. Pada variabel ini tidak dilakukan prediksi hubungannya dengan utang jangka panjang karena dari beberapa penelitian sebelumnya hasilnya berbeda-beda.

Tingkat pertumbuhan aset perusahaan (GROWTH) merupakan proksi yang menggambarkan tingkat fleksibilitas investasi perusahaan. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan aset perusahaan mengindikasikan semakin besar perusahaan untuk

**Tabel 2. Matriks Korelasi**

	DR	EARVOL	DERP	GROWTH	AC	BOD_IN	TA	MGROWN	RDAD	STKVOL
DR	1.000									
EARVOL	0.207	1.000								
DERP	0.106	-0.346	1.000							
GROWTH	0.394	0.239	0.062	1.000						
AC	-0.164	0.006	-0.124	0.096	1.000					
BOD_IN	0.149	0.040	0.116	0.297	0.100	1.000				
TA	0.129	-0.018	0.003	-0.226	-0.386	-0.069	1.000			
MGROWN	-0.163	0.027	0.063	0.066	-0.123	-0.032	-0.121	1.000		
RDAD	-0.058	-0.043	0.084	-0.066	-0.106	-0.140	0.118	-0.055	1.000	
STKVOL	0.033	0.003	-0.124	-0.022	0.061	0.061	-0.230	0.072	-0.259	1.000

Sumber: Data diolah sendiri

menyisihkan pendapatnya untuk membiayai investasi tersebut sehingga pada akhirnya dapat mengurangi kewajiban kepada kreditor apabila perusahaan mengambil utang jangka panjang saat ini. Hubungan yang terjadi antara variabel ini dengan tingkat utang jangka panjang diprediksi positif karena semakin tinggi tingkat pertumbuhan aset dimasa lalu maka semakin tinggi prospek untuk melakukan investasi di masa mendatang sehingga mengindikasikan makin banyak dana eksternal yang diperoleh perusahaan.

Volatilitas tingkat pengembalian atau return saham (STKVOL) adalah variabel yang menggambarkan tingkat risiko perusahaan dalam memperoleh return. Volatilitas yang rendah menunjukkan adanya kestabilan nilai perusahaan sehingga investor memperoleh keyakinan bahwa investasi yang dimiliki akan kembali. Sebaliknya volatilitas *return* yang tinggi menunjukkan adanya kemungkinan menurunnya nilai perusahaan yang pada akhirnya penurunan tersebut dapat berasal dari penurunan tingkat pendapatan. Penurunan tingkat pendapatan dapat mengakibatkan manajemen beranggapan bahwa perusahaan dapat mengurangi kekayaan manajemen (Cruthley dan Hansen, 1989). Proksi ini dihitung dengan standar deviasi return saham bulanan selama 5 tahun. Prediksi yang mungkin terjadi antara variabel ini dengan tingkat kepemilikan saham managerial adalah negatif sehingga semakin besar tingkat volatilitas *return* saham semakin kecil tingkat kepemilikan managerial.

Ukuran perusahaan (TA) merupakan proksi dari besarnya perusahaan yang dihitung dengan menggunakan nilai *log* dari total aset. Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan cenderung semakin kecil porsi saham yang dimiliki oleh manajemen.

Variabel berikutnya adalah variabel biaya riset dan pengembangan serta iklan (RDAD). Variabel ini digunakan untuk merepresentasikan diskresi kesempatan investasi. Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah biaya iklan yang berhubungan dengan pengenalan produk baru perusahaan sedangkan biaya riset dan pengembangan dari sampel perusahaan yang terpilih tidak diperoleh. Hal ini terjadi karena perusahaan-perusahaan di Indonesia pada umumnya lebih cenderung

memasarkan produk yang sudah jadi atau ditemukan pihak lain daripada melakukan inovasi baru, seperti riset pada perusahaan farmasi di luar negeri. Pengukuran variabel ini adalah rasio biaya iklan dibanding dengan penjualan yang dihitung dari rata-rata selama 5 tahun terakhir. Hubungan yang terjadi antara variabel ini dengan kepemilikan saham managerial diprediksi positif karena semakin tinggi tingkat biaya iklan produk inovasi baru (*intangible assets*) menunjukkan semakin besar informasi yang dimiliki manajemen.

#### 4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Tabel 1. Memberikan gambaran deskriptif mengenai data yang digunakan dalam penelitian. Berdasarkan tingkat *leverage* (DR), rata-rata perusahaan memiliki tingkat *leverage* yang tinggi, yaitu perbandingan antara utang jangka panjang dibanding dengan nilai buku ekuitas, 135%. Tingginya tingkat *leverage* ini mengindikasikan tingginya penggunaan sumber dana dari eksternal perusahaan.

**Tabel 1. Statistik Deskriptif**

Variabel	Mean	Median	Max.	Min.	Std. Dev.
DR	1.3509	0.3514	47.7510	-8.4166	6.8822
EARVOL	0.0603	0.0436	0.2515	0.0096	0.0460
DERP	-1.1334	0.2315	7.6993	-33.3648	5.8328
GROWTH	0.7865	0.4191	8.3621	-0.8010	1.6460
AC	0.9302	0.9000	2.3333	0.3000	0.4644
BOD_IN	0.3658	0.3333	0.6667	0.0000	0.1520
TA	5.9282	6.0240	8.0525	2.4372	1.1306
MGROWN	0.6893	0.7242	0.9989	0.0767	0.2223
RDAD	0.0440	0.0004	0.6292	0.0000	0.1216
STKVOL	0.1885	0.1629	0.5828	0.0000	0.1123

Sumber: Data diolah sendiri

Volatilitas seperti *earnings* (EARVOL) dan *returns* (STKVOL) menunjukkan rata-rata nilai volatilitas relatif rendah, masing-masing sebesar 6% dan 18,85%. Hal ini menunjukkan kestabilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dan kondisi pasar yang relatif tidak bergejolak. Sementara variabel yang berkaitan dengan aspek pembiayaan, yaitu variabel depresiasi menunjukkan nilai negatif 113% yang mencerminkan adanya pemanfaatan *tax-shield* oleh perusahaan melalui tingginya beban biaya penyusutan di tahun 2010.

Tingkat pertumbuhan total aset dalam 5 tahun terakhir dari perusahaan sampel relatif tinggi yaitu sekitar 78,75%. Hal ini mengindikasikan perkembangan nilai perusahaan yang semakin membaik dalam 5 tahun terakhir. Dilihat dari variabel yang menjadi fokus penelitian, yaitu komposisi komisaris independen dan audit komite masing-masing mempunyai nilai rata-rata 36,58% dan 93,02%. Secara umum rata-rata jumlah komisaris independen pada perusahaan adalah sepertiga dari keseluruhan jumlah anggota komisaris. Sedangkan dilihat dari keberadaan audit komite, sesuai dengan ketentuan perundang-undangan, secara umum hampir semua perusahaan telah membentuk audit komite yang dipimpin oleh satu komisaris independen. Sementara rata-rata ukuran perusahaan yang diteliti cenderung perusahaan menengah yang terlihat dari rata-rata nilainya (setelah di  $\log_{10}$ ) sebesar 5,92 dengan rentang ukuran perusahaan antara 8,05 sampai dengan 2,43.

Dari Tabel 2. diketahui korelasi antar variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian. Terdapat hubungan positif (0,394) antara tingkat *leverage* dengan tingkat pertumbuhan aset perusahaan (GROWTH) yang mengindikasikan adanya informasi penting konsistensi hubungan antara kebutuhan pendanaan eksternal dengan pertumbuhan perusahaan. Sebaliknya hubungan antara *leverage* dengan komite audit adalah negatif dengan nilai -0,164, sedangkan hubungannya dengan keberadaan anggota komisaris independen adalah positif dengan nilai 0,149. Tingkat *leverage* juga mempunyai hubungan negatif dengan kepemilikan managerial (-0,163). Terjadinya korelasi negatif ini memberikan informasi bahwa terdapat indikasi biaya agensi antara kreditor dan manager sebagai pemilik dalam menentukan apakah perlu dilakukan pembiayaan dari luar atau dari dalam perusahaan sendiri.

Hubungan antara kepemilikan managerial dan keberadaan komisaris independen dan audit komite mempunyai hubungan negatif. Hal ini menandai adanya keterkaitan antara peran monitoring/pengawasan dengan peran pengelolaan/managerial. Secara umum korelasi yang terjadi antar variabel relatif rendah sehingga tidak terjadi permasalahan yang serius mengenai *multicollinearity*.

Model yang digunakan sudah diuji untuk memastikan bahwa asumsi klasik terpenuhi dan pemilihan model telah sesuai dengan karakteristik data. Hasil pengujian dilakukan dengan menggunakan *2-stage least squares* yang mempunyai hubungan simultan antara tingkat *leverage* dengan kepemilikan managerial dapat dilihat pada Tabel 3 dan Tabel 4.

Sebagaimana dilaporkan pada Tabel 3, persamaan (1) ini merupakan persamaan utang jangka panjang atau *debt equation*. Model ini mempunyai nilai *F-values* yang signifikan pada level 0,01 dan nilai *adjusted R-squared* sebesar 78,20% yang menunjukkan bahwa model ini dapat menjelaskan hubungan antara *leverage* dengan

Tabel 3. Hasil Regresi Persamaan (1)

$$DR = \alpha_0 + \alpha_1ERNVOL + \alpha_2DEPR + \alpha_3GROWTH + \alpha_4BOD\_IN + \alpha_5AC + \alpha_6MGROWN + \alpha_7RDAD + \mu$$

Variable	Pre-diksi	Koef.	Std. Error	t-stat	Prob.
C		71.4172	14.2866	4.9989	0.0000
EARVOL	-	4.9880	10.0211	0.4977	0.6214
DERP	-	0.0314	0.0574	0.5472	0.5873
GROWTH	+	2.6886	0.6000	4.4807	0.0001
AC	-	-8.8100	1.7749	-4.9637	0.0000
BOD_IN	-	-5.5324	3.0521	-1.8127	0.0774
MGROWN	-	-89.0554	18.2663	-4.8754	0.0000
RDAD	+	-19.5473	4.7983	-4.0738	0.0002
R-squared		0.8145			
Adjusted R-squared		0.7820			
F-statistic		25.0855			
Prob(F-statistic)		0.0000			

Sumber: Data diolah sendiri

variabel-variabel independennya dengan proporsi sebesar 78,20%. Komposisi komisaris independen (BOD\_IN) dan komite audit (AC) mempunyai hubungan negatif yang signifikan, masing-masing dengan nilai *p-values* 0,0000 dan 0,0774. Hasil ini menunjukkan bahwa keberadaan komisaris independen dan audit komite yang dipimpin oleh komisaris independen mempunyai pengaruh yang signifikan dalam menjalankan fungsi monitoring dan pengawasan terhadap pembiayaan yang berasal dari pihak eksternal perusahaan. Dengan demikian hipotesa H1 dan H2 terbukti. Temuan ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang menunjukkan bahwa dengan adanya peningkatan proporsi dewan komisaris independen maka kecenderungan perusahaan melakukan kecurangan akan semakin kecil (Beasley, 1996; Chen et al. 2006). Ditambahkan pula hasil ini sejalan dengan argumen Fama & Jensen (1983) bahwa fungsi yang sangat penting dari dewan komisaris adalah untuk meminimalisasi biaya agensi pada perusahaan modern saat ini. Dari hasil regresi pada Tabel 3, dapat diketahui bahwa kecuali tingkat *volatilitas earnings* (EARNVOL) dan depresiasi (DERP), semua variabel menunjukkan hasil signifikan walaupun dengan arah yang berbeda dari arah yang diperkirakan sebelumnya. Tingkat pertumbuhan aset yang semula diprediksi bertanda negatif ternyata hasilnya menunjukkan tanda positif. Hasil ini berbeda dengan pendapat Titman dan Wessels (1988) tetapi konsisten dengan hasil temuan Myers dan Majluf (1984) bahwa hal ini menunjukkan adanya kemungkinan peningkatan keuntungan dan keberhasilan perusahaan dalam memperoleh sumber keuangan eksternal. Variabel biaya iklan atas produk baru, sebagai proksi dari *intangible assets* (RDAD) sesuai dengan prediksi sebelumnya yaitu koefisiennya bernilai negatif yang menunjukkan bahwa biaya agensi yang berhubungan dengan jenis *assets* ini relatif lebih besar dibanding dengan *tangible assets* (Myers, 1977). Lebih lanjut, kepemilikan managerial (MGROWN), dalam konteks agensi, menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan managerial atau *insider* maka semakin

Tabel 4. Hasil Regresi Persamaan (2)

$$MGROWN = \beta_0 + \beta_1 STKVOL + \beta_2 GROWTH + \beta_3 TA + \beta_4 BOD\_IN + \beta_5 AC + \beta_6 DR + \alpha_7 RDAD + v$$

Variable	Pre-diksi	Koef.	Std. Error	t-stat	Prob.
C		1.0972	0.1577	6.9581	0.0000
STKVOL	-	-0.0550	0.2454	-0.2241	0.8239
GROWTH	-	0.1600	0.0270	5.9254	0.0000
TA	+	-0.0137	0.0198	-0.6932	0.4922
BOD_IN	-	0.1191	0.1263	0.9429	0.3514
AC	-	-0.3637	0.0409	-8.9001	0.0000
DR	-	-0.0901	0.0151	-5.9662	0.0000
RDAD	+	-0.5186	0.1999	-2.5944	0.0132
R-squared		0.6515			
Adjusted R-squared		0.5905			
F-statistic		10.6817			
Prob(F-statistic)		0.0000			

Sumber: Data diolah sendiri

besar pemegang saham managerial melindungi kepentingannya di perusahaan karena semakin besarnya risiko *non-diversifiable* dari adanya utang jangka panjang (Friend dan Hasbrouck, 1988; Friend dan Lang, 1988). Dengan demikian semakin besarnya kepemilikan managerial/*insider* maka semakin besar insentif untuk meminimalkan risiko struktur pembiayaan.

Pada Tabel 4. persamaan (2) ini merupakan persamaan kepemilikan managerial atau *ownership equation*. Model ini mempunyai nilai *F-values* yang signifikan pada level 0,01 dan nilai adjusted R-squared sebesar 59,05% yang menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan managerial dengan variabel-variabel independennya dapat menjelaskan hubungan tersebut dengan sebesar 59,05%. Variabel pertumbuhan aset perusahaan (GROWTH) menunjukkan nilai positif dan signifikan sesuai dengan prediksi sebelumnya. Karena pertumbuhan total aset menunjukkan potensi pertumbuhan keuntungan dan potensi pertumbuhan perusahaan, maka manager cenderung untuk melakukan investasi pada ekuitas (dengan menerbitkan saham). Hal ini terjadi karena manager mempunyai informasi lebih tentang prospek pertumbuhan perusahaan. Dalam persamaan (2) ini, ternyata keberadaan komisaris independen (BOD\_IN) tidak signifikan sebagaimana diharapkan sebelumnya, sehingga berbeda dengan hasil yang diperoleh pada persamaan (1). Sementara komposisi komite audit (AC) menunjukkan nilai koefisien negatif dan signifikan sesuai prediksi. Hasil ini konsisten dengan hasil regresi yang diperoleh pada persamaan (1), peran komite audit sebagai alat dewan komisaris untuk membantu melakukan monitoring terhadap manajemen lebih efektif. Namun proporsi keanggotaan komisaris independen tidak menunjukkan hasil signifikan pada hasil regresi persamaan (2). Dengan demikian pada persamaan (2) ini, hipotesis H1 tidak terbukti dan hipotesis H2 terbukti. Tidak terbuktinya asosiasi antara kepemilikan managerial dengan keberadaan anggota dewan komisaris independen kemungkinan

disebabkan kepemilikan managerial pada perusahaan di Indonesia relatif kecil sehingga upaya untuk melakukan tindakan oportunistik, seperti *earnings management* dalam rangka memperoleh bonus, tidak terjadi (Hari, B, 2012). Sejauh ini kebijakan kepemilikan managerial tujuan kepemilikan tersebut. Dengan demikian mekanisme monitoring oleh komisaris independen tidak terjadi. Sebaliknya keberadaan komite audit menjadi penting karena tidak hanya berfungsi mengurangi tindakan oportunistik manajemen tetapi juga melakukan pengawasan sistem pengendalian internal perusahaan.

Komponen *intangible assets* (RDAD) menunjukkan hasil negatif dan signifikan. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki biaya riset dan pengembangan cenderung memiliki lebih banyak informasi privat sehingga perusahaan-perusahaan tersebut memiliki kepemilikan managerial/*insider* yang tinggi (Myers, 1977; Leland dan Pyle, 1977). Akan tetapi dalam konteks Indonesia mungkin saja hasil penelitian mengenai riset dan pengembangan berbeda karena relatif sedikit atau tidak ada perusahaan-perusahaan melakukan riset dan pengembangan produk secara signifikan.

Terakhir adalah tingkat *leverage* (DR) yang menunjukkan hubungan negatif dan signifikan dengan kepemilikan managerial/*insider*. Hasil ini konsisten dengan prediksi sebelumnya bahwa semakin besar tingkat utang jangka panjang maka semakin tinggi tingkat *alignment* manajemen dengan kreditor sehingga kecenderungan untuk memperoleh dana melalui kepemilikan saham semakin berkurang. Hasil regresi pada persamaan (2) ini menunjukkan hasil yang sama dengan hasil regresi pada persamaan (1) yaitu hubungan antara kepemilikan managerial (MGROWN) dengan tingkat *leverage* (DR). Dengan demikian hubungan kedua variabel tersebut (DR dan MNGOWN) bersifat inversi.

#### Pengujian Sensitivitas

Untuk mengetahui konsistensi atas hasil pengujian yang telah dilakukan sebelumnya maka dilakukan pengujian tambahan dengan menambah komponen *corporate governance* lainnya yang relevan dengan aspek pengawasan dan monitoring dalam rangka mengurangi biaya agensi, yaitu peran auditor (AUD) dan investor institusional (INS\_OWN). Keberadaan auditor ini merupakan salah satu alat yang dapat digunakan untuk mendisiplinkan manager dari tindakan oportunistik. Variabel AUD didefinisikan sebagai *dummy* variabel yang bernilai 1 apabila perusahaan diaudit oleh kantor akuntan besar, dan bernilai 0 apabila sebaliknya. Kepemilikan institusional adalah prosentasi kepemilikan oleh institusi keuangan, yayasan dana pensiun, dan lembaga pemerintah pada perusahaan yang *go public*. Umumnya pemegang saham besar dan mempunyai hak suara dan mempunyai kepentingan ekonomi

yang signifikan terhadap perusahaan sehingga pemegang saham institusional mempunyai insentif untuk melakukan monitoring terhadap manager perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1986) dan bahkan pemegang saham institusional dapat bersifat lebih agresif dari monitoring secara pasif menjadi lebih aktif (Coffee, 1991). Persamaan yang digunakan dalam melakukan pengujian tambahan dapat dilihat pada persamaan (3) dan (4) berikut:

$$DR = \delta_0 + \delta_1ERNVOL + \delta_2DEPR + \delta_3GROWTH + \delta_4BOD\_IN + \delta_5AC + \delta_6MGROWN + \delta_7RDAD + \delta_8AUD + \delta_9INS\_OWN + \theta \quad (3)$$

$$MGROWN = \lambda_0 + \lambda_1STKVOL + \lambda_2GROWTH + \lambda_3TA + \lambda_4BOD\_IN + \lambda_5AC + \lambda_6DR + \lambda_7RDAD + \lambda_8AUD + \lambda_9INS\_OWN + \pi \quad (4)$$

Hasil pengujian tambahan dapat dilihat pada Tabel 5, dan Tabel 6. Hasil regresi persamaan (3) menunjukkan nilai F-values yang signifikan pada level 0,01 dan nilai adjusted R-squared sebesar 84,22% yang menunjukkan bahwa hubungan antara *leverage* dengan variabel-variabel independennya dapat dijelaskan oleh model sebesar 84,22%. Nilai R-squared yang diperoleh dari pengujian tambahan ini menunjukkan nilai yang lebih baik dari sebelumnya. Hasil regresi menunjukkan bahwa komposisi komisaris independen (BOD\_IN) dan komite audit (AC) konsisten dengan pengujian sebelumnya, bahkan untuk keberadaan komite audit mempunyai nilai *p-values* yang lebih baik dari sebelumnya 0,0774 (pada level  $\alpha < 0,10$ ) menjadi 0,0219 (pada level  $\alpha < 0,05$ ). Hasil yang sama juga terjadi pada variabel pertumbuhan aset perusahaan (GROWTH), variabel biaya riset dan pengembangan (RDAD) dan kepemilikan managerial (MGROWN). Variabel yang menunjukkan peran auditor dan kepemilikan institusi juga menunjukkan hubungan yang negatif dan signifikan dengan tingkat *leverage* perusahaan. Hal ini menunjukkan peran kedua variabel tersebut sebagai media monitoring untuk mendisiplinkan manajemen dalam pengelolaan perusahaan,

Tabel 5. Hasil Regresi Persamaan (3)

$$DR = \delta_0 + \delta_1ERNVOL + \delta_2DEPR + \delta_3GROWTH + \delta_4BOD\_IN + \delta_5AC + \delta_6MGROWN + \delta_7RDAD + \delta_8AUD + \delta_9INS\_OWN + \theta$$

Variable	Pre-diksi	Koef	Std. Error	t-stat	Prob.
C		75.4983	13.2078	5.7162	0.0000
EARVOL	-	3.2645	9.5810	0.3407	0.7352
DERP	-	0.0272	0.0614	0.4437	0.6598
GROWTH	+	2.6079	0.5620	4.6403	0.0000
AC	-	-9.5388	1.7312	-5.5099	0.0000
BOD_IN	-	-6.8850	2.8801	-2.3906	0.0219
MGROWN	-	-90.5719	16.6006	-5.4559	0.0000
RDAD	+	-20.6129	3.9456	-5.2243	0.0000
AUD	-	-2.0000	0.9410	-2.1253	0.0401
INS_OWN	-	-5.2328	1.9637	-2.6648	0.0112
R-squared			0.8422		
Adjusted R-squared			0.8048		
F-statistic			22.5377		
Prob(F-statistic)			0.0000		

Sumber: Data diolah sendiri

Tabel 6. Hasil Regresi Persamaan (4)

$$MGROWN = \lambda_0 + \lambda_1STKVOL + \lambda_2GROWTH + \lambda_3TA + \lambda_4BOD\_IN + \lambda_5AC + \lambda_6DR + \lambda_7RDAD + \lambda_8AUD + \lambda_9INS\_OWN + \pi$$

Variable	Pre-diksi	Koef	Std. Error	t-stat	Prob.
C		1.0752	0.1495	7.1900	0.0000
STKVOL	-	-0.0769	0.2159	-0.3563	0.7236
GROWTH	-	0.1497	0.0268	5.5918	0.0000
TA	+	-0.0102	0.0208	-0.4890	0.6276
BOD_IN	-	0.0776	0.1421	0.5461	0.5882
AC	-	-0.3491	0.0445	-7.8437	0.0000
DR	-	-0.0824	0.0159	-5.1912	0.0000
RDAD	+	-0.5590	0.1876	-2.9793	0.0050
AUD	-	0.0519	0.0492	1.0549	0.2981
INS_OWN	-	-0.3078	0.1431	-2.1507	0.0379
R-squared			0.6515		
Adjusted R-squared			0.5905		
F-statistic			10.6817		
Prob(F-statistic)			0.0000		

Sumber: Data diolah sendiri

khususnya berkaitan dengan upaya manajemen dalam memperoleh pendanaan melalui utang jangka panjang.

Hasil regresi persamaan (4) menunjukkan nilai *F-values* yang signifikan pada level 0,01 dan nilai *adjusted R-squared* sebesar 59,05% yang menunjukkan bahwa hubungan antara *leverage* dengan variabel-variabel independennya dapat menjelaskan hubungan tersebut dengan sebesar 59,05%. Keberadaan komisaris independen (BOD\_IN) dan komite audit (AC) menunjukkan hasil yang konsisten dengan pengujian sebelumnya. Hal yang sama terjadi konsistensi hasil pada komponen kepemilikan managerial dan pertumbuhan aset yang signifikan. Sedangkan hubungan kepemilikan institusional dengan kepemilikan managerial/*insider* menunjukkan hubungan positif dan signifikan. Namun keberadaan auditor (AUD) tidak mempunyai pengaruh signifikan dengan kepemilikan managerial.

Dengan demikian secara umum dapat disimpulkan hasil pengujian tambahan menunjukkan konsistensi hasil dengan pengujian awal sehingga hasil penelitian ini dapat dinyatakan andal pada perusahaan sampel yang diteliti.

## 5. KESIMPULAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk memberikan bukti empiris dampak struktur kepemilikan dan kebijakan pembiayaan eksternal perusahaan terhadap upaya mengurangi permasalahan agensi yang timbul pada perusahaan di Indonesia. Penelitian-penelitian terdahulu mengemukakan bahwa kepemilikan managerial dapat digunakan sebagai pengendali terhadap munculnya biaya agensi pada perusahaan dan keberadaan komisaris independen serta komite audit dapat mengurangi perilaku oportunistik manajemen. Dari hasil pengujian empiris ditemukan bukti bahwa terdapat hubungan negatif antara keberadaan komisaris independen dengan tingkat *leverage* perusahaan, namun tidak diperoleh bukti yang signifikan terjadi hubungan negatif keberadaan komisaris independen dengan

kepemilikan managerial. Hubungan negatif yang terjadi antara keberadaan komisaris independen dengan tingkat *leverage* perusahaan menunjukkan peran komisaris independen untuk mengurangi risiko atau *financial distress* atas utang jangka panjang perusahaan.

Hasil penelitian juga membuktikan bahwa keberadaan komisaris independen dan komite audit sebagai salah satu perangkat monitoring yang membantu dewan komisaris dapat mengurangi insentif manager melakukan tindakan-tindakan oportunistik. Penelitian ini juga menemukan bahwa terjadi hubungan negatif yang signifikan antara tingkat *leverage* dengan kepemilikan managerial. Dalam hal ini adanya *leverage* dapat menjadi media alternatif dalam memonitor perilaku manajemen yang juga merupakan pemilik perusahaan.

## 6. IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Penelitian ini memiliki keterbatasan bahwa hanya meneliti perusahaan-perusahaan manufaktur dengan jumlah sampel yang relatif terbatas sehingga belum dapat menggambarkan kondisi yang sebenarnya pada semua perusahaan yang tidak termasuk perusahaan manufaktur. Namun demikian penelitian ini dapat memberikan gambaran dalam konteks perusahaan yang telah *go public* di Indonesia bahwa terdapat pihak-pihak yang dapat memonitor manajemen dalam menjalankan perusahaan sehingga dapat diminimalisasi ekspropriasi manajemen-pemilik/*insider* terhadap kepentingan para *stakeholders* lainnya.

Secara khusus, penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi lebih jelas mengenai peran komisaris independen yang selama ini digambarkan tidak memiliki informasi yang cukup dan signifikan tentang perusahaan dibanding manajemen. Peran komisaris independen semakin kuat apabila komite audit dapat bekerja secara efektif dan mendapat dukungan dewan komisaris. Keberadaan komite audit memberi pengaruh terhadap upaya mengurangi biaya agensi yang timbul dari adanya kepemilikan managerial dan kebijakan utang jangka panjang. Bagi pemerintah yang berwenang menetapkan regulasi, penelitian ini diharapkan memberikan masukan mengenai peningkatan efektifitas dewan komisaris beserta perangkat pendukungnya melalui kewajiban pengungkapan yang lebih tegas mengenai peran komisaris independen sehingga perkembangan pasar modal di Indonesia dapat lebih baik dan bersaing dengan pasar modal di negara lain.

Keterbatasan penelitian ini adalah kecilnya jumlah sampel yang digunakan dan hanya terbatas pada perusahaan manufaktur. Penelitian lanjutan dapat dilakukan dengan memperluas jumlah sampel yang diteliti. Selain itu penggunaan metode penelitian lain dapat dilakukan untuk mengakomodasi adanya efek simultan, seperti penggunaan *structural equation model* sehingga pengolahan faktor-faktor yang mempengaruhi dapat dilakukan secara terintegrasi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, A. S., & Duellman, S. 2007. Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2), 411-437.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. 2004. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of accounting and economics*, 37(3), 315-342.
- Ball, R., Robin, A., & Wu, J. S. (2003). Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of accounting and economics*, 36(1), 235-270.
- Bathala, C.T., Moon, K.P., and Rao, R.P. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: an Agency Perspective. *Financial Management*. 23(3). 38-50.
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, vol. 71 no. 4 (Oct.), pp: 443-465.
- Bonazzi, L. & Islam, S., 2007, 'Agency theory & corporate governance: A study of the effectiveness of board monitoring of the CEO', *Journal of Modeling in Management*, 2, 1, pp.7 – 23.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, and Franklin Allen, 2008. *Principles of Corporate Finance*, 9/e. McGrawHill, New York.
- Chen, Gongmeng, Firth, M., Gao, Rui, O.M.. 2006. Ownership structure, corporate governance and Fraud: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, Vol 12 (3), 424-448.
- Chen, H. L., & Hsu, W. T. (2009). Family ownership, board independence, and R&D investment. *Family business review*.
- Chtourou, S. M., Bedard, J., & Courteau, L. (2001). *Corporate governance and earnings management*. University of Laval, Quebec, Canada.
- Christie, A.A., and J.L. Zimmerman, 1994. Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests. *The Accounting Review*. 69.(October). p.539-566.
- Coffee, J.C. Jr. 1991. Liquidity versus control: The institutional investor as Corporate Monitor. *Columbia Law Review*, October, 1277-1368.
- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*, 36-46.
- Daniri, M.A. 2005. Good corporate governance: konsep dan penerapannya dalam konteks Indonesia. Edisi 2.
- Daily, C., Dalton, D. & Cannella Jr., A., 2003, 'Corporate Governance: Decades Of Dialogue & Data', *Academy of Management Review*, 28, 3, pp. 371-382.

- DeAngelo H. and Masulis R.W. 1980. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*. 3-29.
- Demsetz, H. & Lehn, K. 1985, 'The Structure of Corporate Ownership: Causes & Consequences', *Journal of Political Economy*, 93, 6, pp. 1155-1177.
- Erikson, C., Salsberg, E., Forte, G., Bruinooge, S., & Goldstein, M. (2007). Future supply and demand for oncologists: challenges to assuring access to oncology services. *Journal of Oncology Practice*, 3(2), 79-86.
- Fama, E.F. and Jensen, M. 1983. Agency Problem and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.
- Friend, I. and Hasbrouck, J. 1988. Determinant of Capital Structure. *Research in Finance Vol 7*, Andrew H. Chen, ed., Greenwich, CT, Jai Press Inc, 1-20.
- Friend, I. and Lang, L.H.P. 1988. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, 271-281.
- Grinstein, Y., & Tolkowsky, E. 2004. The role of the board of directors in the capital budgeting process-evidence from s&p 500 firms. In *EFA 2005 Moscow Meetings*.
- Grossman, S. and Hart, O. 1986. The costs and the benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*. 94, 691-719.
- Hari, B. 2012. Karakteristik Dewan Komisaris Dan Manajemen Laba Di Indonesia. *Majalah Ekonomi*, 22(1).
- Indrawati, T dan Suhendro. 2005. Determinasi Capital Structure pada Perusahaan Manufaktur di BEJ 2000-2004. *Jurnal Akuntansi & Keuangan Indonesia*, Vol. 3 No. 1, hlm. 77-105.
- Lan, L. & Heracleous, L. 2010, 'Rethinking Agency Theory: the View from Law', *Academy of Management Review*, 35, 2, pp.294-314.
- Leland, H., Pyle, D. 1977. Information asymmetric. *Financial Structure and Financial Intermediation*. *Journal of Finance*, 32, 371-380.
- Jensen, M. and Meckling, W. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 323-329.
- Jensen, M. C. 1993, 'The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems.' *Journal of Finance*, vol. 48, no. 3, pp. 831-880.
- Kochar, R. 1996. Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics. *Strategic Management Journal*. 7, 713-728.
- Mahadwartha, P. A. (2003). Predictability power of dividend policy and leverage policy to managerial ownership in Indonesia: an agency theory perspective. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 18(3).
- Myers, S.C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S.C. 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*.
- Myers, S.C., N.S. Majluf, 1984. Corporate financing and investment decision when firms have information that di not have. *Journal of Financial Economics*, 187-221.
- Rahmat M.M., Iskandar T.M., Saleh N.M. , 2009 , *Managerial Auditing Journal* , Audit Committee Characteristics in Financially Distressed and Non-distressed Companies , 24(7):624-638.
- Siallagan, Hamonangan dan Mas'ud Machfoedz. 2006. Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba, dan Nilai Perusahaan. *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi X*.
- Shleifer, A. and Vishny, R. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, June, 416-488.
- Shleifer, Andrei., Robert Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*. June, Vol. 52 (2), 737-783.
- Subramaniam, N., McManus, L., & Zhang, J. 2009. Corporate governance, firm characteristics and risk management committee formation in Australian companies. *Managerial Auditing Journal*, 24(4), 316-339.
- Titman, S. and Wessels, R. 1988. The determinant of capital structure choice. *Journal of Finance*, March, 1-19.
- Veronica, S. 2005. Pengaruh struktur kepemilikan, ukuran perusahaan, dan praktek corporate governance terhadap pengelolaan laba (*earnings management*) dan kekeliruan penilaian pasar, Disertasi Program Studi Ilmu Manajemen Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Managerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Teori Agency, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 5, Nomor 1, hlm. 1-16.
- Williamson, O.E. 1984. Corporate Governance. *The Yale Law Journal*, 93, 1197-1230.
- Williamson, O. 1988. Corporate Finance and Corporate Governance *Journal of Finance* 43, 567-592.