



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN  
TERHADAP AGENCY COST DENGAN AKTIVITAS  
PENGAWASAN DEWAN KOMISARIS SEBAGAI  
PEMODERASI**

**SKRIPSI**

**NI'MAH RAHMADIYANI**

**0806351760**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI S1 AKUNTANSI**

**DEPOK**

**JANUARI 2012**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN  
TERHADAP AGENCY COST DENGAN AKTIVITAS  
PENGAWASAN DEWAN KOMISARIS SEBAGAI  
PEMODERASI**

**SKRIPSI**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana  
Ekonomi**

**NI'MAH RAHMADIYANI**

**0806351760**

**FAKULTAS EKONOMI**

**PROGRAM STUDI S1 AKUNTANSI**

**DEPOK**

**JANUARI 2012**

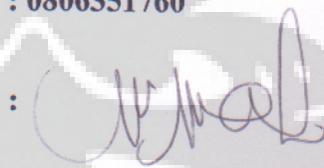
## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar.**

**Nama : Ni'mah Rahmadiyahani**

**NPM : 0806351760**

**Tanda Tangan :**



**Tanggal : 28 Januari 2012**

## HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :  
Nama : Ni'mah Rahmadiyahani  
NPM : 0806351760  
Program Studi : Akuntansi  
Judul Skripsi : Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap  
*Agency Cost* dengan Aktivitas Pengawasan Dewan Komisaris sebagai Pemoderasi

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Chaerul D. Djakman, CSRS

Penguji : Budi Frensidy, S.E., M.Comm.

Penguji : Dr. Fitriany Amarullah

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 26 Januari 2012

## KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan ke hadirat Allah SWT, karena atas berkat dan rahmat-Nya, penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Penulisan skripsi ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, sangatlah sulit bagi penulis untuk menyelesaikan studi penulis, sejak masa perkuliahan sampai pada saat penyusunan skripsi ini. Oleh karena itu, penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada:

1. Orang tua penulis, Ir. Sriati M.Si dan Drs. Husin Achmad Santoso, yang telah banyak mengarahkan penulis, memberikan dukungan penuh baik moril maupun materiil, dan menjadi motivasi terbesar bagi penulis untuk menyelesaikan skripsi ini tepat waktu.
2. Bapak Dr. Chaerul D. Djakman, CSRS, selaku dosen pembimbing yang telah bersedia dengan tulus mencurahkan waktu, tenaga, dan pikiran untuk penyusunan skripsi saya di tengah-tengah kesibukan beliau. Skripsi ini sungguh tidak akan terselesaikan tanpa bantuan, saran, dan dukungan dari beliau.
3. Bapak Budi Frensidy, S.E., M.Comm., dan Ibu Dr. Fitriany Amarullah selaku dosen penguji yang telah memberikan banyak saran dan masukan demi perbaikan skripsi ini.
4. Bapak Yan Rahadian S.E., M.S.Ak., Ibu Dwi Hartanti S.E., M.Sc., Ibu Dr. Sylvia Veronica, dan Ibu Dr. Ratna Wardhani, yang telah bersedia meluangkan waktu untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan penulis terkait topik ini, dan menjadi *second opinion* bagi penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.
5. Para pengajar FEUI yang telah banyak membagi pengetahuan kepada saya, termasuk pengetahuan mengenai nilai-nilai kehidupan dan memberikan penulis motivasi untuk kembali suatu saat nanti dan berkontribusi lebih banyak bagi kampus ini.

6. Para karyawan FEUI, baik di tingkat fakultas maupun di tingkat departemen, yang telah banyak membantu penulis dalam hal administrasi dan hal-hal terkait perkuliahan lainnya selama penulis menjalani masa perkuliahan hingga penyusunan skripsi ini.
7. Sahabat-sahabat saya tercinta, Dona Meilisa H., Fina Febriana, Niti Inda Maita Sari, Anggita Widiamsi H., dan Arie Dwiastuti, yang tanpa kenal lelah memberikan motivasi serta mencurahkan perhatian yang luar biasa untuk penulis, selama menjalani masa perkuliahan hingga skripsi ini terselesaikan. *We will still be friends forever, ya!*
8. Kak Wisnu Adi N, Kak Ruth Nikijuluw, dan Dea Nuriry S., yang bersedia menjadi *mentor* bagi penulis untuk menyelesaikan skripsi ini, terutama dalam hal pengolahan dan interpretasi data.
9. Keluarga Adkesma BEM FEUI 2009, Kak Akbar Nikmatullah Dachlan, Kak Ira Destiana, Ayu Nadia Hanum, Yusuf Sofiyandi, Ares Albirru, dan Andri Adi Nugroho, yang telah menjadi penyemangat dan memberikan pengalaman berorganisasi yang sangat menyenangkan, sekaligus menjadi keluarga baru di FE bagi penulis.
10. Keluarga Adkesma BEM FEUI 2010, Zilqi Chairon Djasmy, Silvia Nur Prasetyowati, Asri Adika, Sugeng Ivan, Fachri Ya'qub, Ema Yunika, dan Juliana Tarigan, yang telah memberikan warna dan pengalaman tersendiri dalam hidup penulis.
11. Keluarga besar BEM FEUI 2009 dan BEM FEUI 2010, terima kasih untuk semua pengalaman, pelajaran berharga, dan kebersamaan selama 2 periode kepemimpinan BEM.
12. Teman-teman seperjuangan karya akhir, Siti Farida, Nurul Mutmainah, Nadya Fithri A., Desti Rachyani, Dwi Indah Sulistyara, Suci Rahmadeni, Yulisa Rebecca, dan teman-teman Akuntansi 2008 lainnya yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu, yang telah banyak membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini, baik dalam hal pengumpulan data, pengolahan data, interpretasi, dan berbagi informasi penting lainnya terkait tugas akhir.

13. Teman-teman SPI BEM UI 2011, Siti Czafrani, Seza Ihtiari, Lukman Hakim, Alifia Priska, Ernita Dewi, Brian, Irma Farah Mutia, Anna R., dan Azka atas motivasi, doa, dan juga pengertiannya selama pengerjaan skripsi ini.
14. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu, yang telah memberikan dukungan, doa, semangat, dan motivasi bagi penulis untuk menyelesaikan skripsi penulis. Terima kasih banyak.

Akhir kata, penulis berharap Tuhan Yang Maha Esa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga skripsi ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu akuntansi.

Depok, Januari 2012

Penulis

**LEMBAR PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Ni'mah Rahmadiyahani

NPM : 0806351760

Program Studi : Akuntansi

Departemen : Akuntansi

Fakultas : Ekonomi

Jenis karya : Skripsi

demikian demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif** (*Non-exclusive Royalty-Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul :

Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap *Agency Cost* dengan  
Aktivitas Pengawasan Dewan Komisaris sebagai Pemoderasi

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : 28 Januari 2012



(Ni'mah Rahmadiyahani)

## ABSTRAK

Nama : Ni'mah Rahmadiyani

Program Studi : Akuntansi

Judul : Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap *Agency cost* dengan Aktivitas Pengawasan Dewan Komisaris sebagai Pemoderasi

Skripsi ini membahas tentang pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap *agency cost* dengan menggunakan aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai pemoderasi. Adapun sampel yang digunakan adalah perusahaan dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008 – 2010. Penelitian ini merupakan penelitian kausal dengan pengujian hipotesis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh secara signifikan terhadap *agency cost* perusahaan sampel, baik yang diproksikan dengan *asset turnover ratio* maupun *SGA expense to sales ratio*. Sedangkan kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap *agency cost*. Adapun aktivitas pengawasan dewan komisaris tidak terbukti dapat memperkuat hubungan positif ataupun negatif dari kepemilikan keluarga, dan kepemilikan asing terhadap *agency cost*, serta tidak terbukti memperkuat hubungan negatif kepemilikan institusi terhadap *agency cost*.

Kata kunci: *agency cost*, struktur kepemilikan, aktivitas pengawasan dewan komisaris, manufaktur

## ABSTRACT

Name : Ni'mah Rahmadiyani  
Study Program : Accounting  
Title : Analysis of the Effect of Ownership Structure to Agency Cost with Commissioner's Monitoring Activity as Moderating Variable

This thesis discusses the effect of ownership structure to agency cost by using commissioner's monitoring activity as moderating variable. Sample used for this thesis are companies in manufacturing industry in 2008 – 2010. This research is causal research with hypothesis testing. The result of this research shows that institutional ownership has significant effect to agency cost, for both proxies of agency cost, namely asset turnover ratio and SGA expense to sales ratio. Family ownership and foreign ownership have no significant effect to agency cost. Whereas board of commissioners' monitoring activity isn't proven to strengthen the positive or negative relationship between family ownership and foreign ownership to agency cost, and also isn't proven to strengthen the negative relationship between institutional ownership to agency cost.

Key words: agency cost, ownership structure, commissioner's monitoring activity, manufacture

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR .....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN KARYA ILMIAH.....	vii
ABSTRAK .....	viii
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR GAMBAR .....	xiii
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR NOTASI .....	xv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvi
<b>1. PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	10
1.3 Tujuan Penelitian .....	11
1.4 Manfaat Penelitian .....	11
1.5 Ruang Lingkup Penelitian .....	13
1.6 Sistematika Penulisan .....	13
<b>2. KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS.....</b>	<b>15</b>
2.1. Teori Keagenan ( <i>Agency Theory</i> ).....	15
2.1.1 Mekanisme untuk Mengurangi <i>Agency Problem</i> .....	21
2.1.2 Pengukuran <i>Agency Cost</i> .....	22
2.2. <i>Corporate Governance</i> .....	24
2.2.1 Prinsip-Prinsip <i>Good Corporate Governance</i> (GCG).....	25
2.2.1.1 Prinsip-Prinsip GCG menurut KNKG .....	25
2.2.1.2 <i>OECD Principle of Corporate Governance</i> .....	27
2.2.2 Perbandingan Model Kontrol <i>Corporate Governance</i> .....	29
2.3 Struktur Kepemilikan .....	30
2.3.1 Konsentrasi Kepemilikan Keluarga .....	31
2.3.2 Konsentrasi Kepemilikan Institusional .....	35
2.3.3 Konsentrasi Kepemilikan Asing .....	37
2.4 <i>Governance Structure</i> .....	39
2.4.1 Dewan Komisaris .....	40

2.4.2 Dewan Komisaris dan <i>Agency Conflict</i> .....	45
2.5 Penelitian Terdahulu .....	47
2.6 Pengembangan Hipotesis .....	49
<b>3. METODOLOGI PENELITIAN .....</b>	<b>60</b>
3.1 Jenis Penelitian .....	60
3.2 Definisi Operasional .....	60
3.2.1 Variabel Bebas dan Operasionalisasi Variabel .....	61
3.3 Spesifikasi Model .....	77
3.4 Data dan Sampel Penelitian .....	78
3.5 Pengumpulan Data .....	79
3.6 Metode Analisis Data .....	79
3.7 Teknik Pengujian .....	79
3.7.1 Uji Normalitas .....	79
3.7.2 Uji Outliers .....	80
3.7.3 Uji Metode .....	80
3.7.4 Uji Ekonometri .....	81
3.7.5 Uji Statistik .....	84
<b>4. ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>87</b>
4.1 Hasil Pemilihan Sampel .....	87
4.2 Statistik Deskriptif .....	88
4.2.1 Statistik Deskriptif per Variabel Penelitian .....	88
4.2.2 Statistik Deskriptif Kriteria Penilaian Aktivitas Pengawasan Dewan Komisaris .....	96
4.3 Uji Normalitas .....	101
4.4 Uji Outliers .....	103
4.5 Uji Metode .....	103
4.5.1 Uji Chow .....	103
4.5.2 Uji LM .....	104
4.5.3 Uji Hausman .....	105
4.6 Uji Asumsi Klasik .....	105
4.6.1 Uji Multikolinearitas .....	105
4.6.2 Uji Heteroskedastisitas .....	107
4.6.3 Uji Autokorelasi .....	108
4.7 Uji Statistik .....	109
4.7.1 Uji Signifikansi Serentak .....	113
4.7.2 Uji Koefisien Determinasi .....	113
4.8 Pengujian Hipotesis .....	114
4.8.1 Pengujian Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap <i>Agency Cost</i> dan Pengaruh Aktivitas Pengawasan Dewan Komisaris terhadap Hubungan Struktur Kepemilikan dengan <i>Agency Cost</i> .....	114
4.8.2 Variabel Kontrol .....	120
<b>5. KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN .....</b>	<b>124</b>
5.1 Kesimpulan .....	124

5.2 Keterbatasan dan Saran .....	125
<b>DAFTAR REFERENSI .....</b>	<b>129</b>
<b>LAMPIRAN.....</b>	<b>136</b>



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1	Variabel Penelitian .....	76
Gambar 4.1	Hasil Uji Normalitas Model <i>Agency Cost</i> Proksi Pertama.....	101
Gambar 4.2	Hasil Uji Normalitas Model <i>Agency Cost</i> Proksi Kedua .....	102



## DAFTAR TABEL

Tabel 3.1	Ringkasan dan Deskripsi Tugas dan Wewenang Dewan Komisaris .....	68
Tabel 3.2	Kriteria Pengungkapan Laporan Dewan Komisaris Berdasarkan Tugas dan Wewenang Komisaris.....	73
Tabel 4.1	Ikhtisar Pemilihan Sampel .....	88
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif .....	89
Tabel 4.3	Kriteria Penilaian Isi Laporan Dewan Komisaris .....	96
Tabel 4.4	Komposisi Kriteria Penilaian Laporan Dewan Komisaris tahun 2008-2010 .....	97
Tabel 4.5	Hasil Uji Shapiro Wilk Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Pertama.....	102
Tabel 4.6	Hasil Uji Shapiro Wilk Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Kedua .....	102
Tabel 4.7	Hasil Uji Pairwise Pearson Correlation Matrix Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Pertama.....	106
Tabel 4.8	Hasil Uji Pairwise Pearson Correlation Matrix Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Kedua .....	106
Tabel 4.9	Pengujian Heteroskedastisitas Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Pertama .....	107
Tabel 4.10	Pengujian Heteroskedastisitas Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Kedua.....	107
Tabel 4.11	Pengujian Autokorelasi Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Pertama.....	108
Tabel 4.12	Pengujian Autokorelasi Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Kedua .....	108
Tabel 4.13	Ikhtisar Hasil Pengujian Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap <i>Agency Cost</i> dengan Aktivitas Pengawasan Dewan Komisaris sebagai Pemoderasi.....	109

## DAFTAR NOTASI

Notasi 3.1	Rumus Proksi Pertama <i>Agency Cost</i> .....	64
Notasi 3.2	Rumus Proksi Kedua <i>Agency Cost</i> .....	65
Notasi 3.3	Persamaan Model Penelitian .....	77



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Daftar Perusahaan yang Dijadikan Sampel.....	136
Lampiran 2	Perusahaan Sampel yang Mencantumkan Deskripsi Tugas Dewan Komisaris .....	139
Lampiran 3	Hasil Uji Outlier.....	155
Lampiran 4	Hasil Uji Chow Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Pertama ..	156
Lampiran 5	Hasil Uji Chow Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Kedua.....	157
Lampiran 6	Hasil Uji LM Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Pertama.....	158
Lampiran 7	Hasil Uji LM Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Kedua .....	159
Lampiran 8	Hasil Uji Hausman Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Pertama.....	160
Lampiran 9	Hasil Uji Hausman Model <i>Agency Cost</i> dengan Proksi Kedua	161

## BAB 1

### PENDAHULUAN

#### 1.1 Latar Belakang

Perkembangan manajemen dan bisnis telah membuat hampir seluruh perusahaan di dunia saat ini mengalami pemisahan antara pihak yang menyalurkan modal bagi perusahaan, atau pemilik, dengan pihak yang mengelola perusahaan, atau manajemen. Pada sebagian kecil perusahaan, pemilik perusahaan bertindak sekaligus sebagai pengelola perusahaan, namun jumlahnya tidak signifikan jika dibandingkan dengan perusahaan dimana pemilik perusahaan bukan sebagai pengelola perusahaan.

Adanya perbedaan antara pemilik dan pengelola ini yang kemudian menyebabkan adanya *agency relationship*. *Agency relationship* terjadi ketika terdapat kontrak dimana satu pihak (pemilik) menggunakan pihak lain (agen) dalam melakukan beberapa jasa untuk kepentingan pemilik. Di bawah kontrak ini, pemilik mendelegasikan beberapa otoritas pengambilan keputusan kepada agen (Jensen dan Meckling, 1976). Oleh karena itu, beberapa otoritas pengambilan keputusan pemilik akan diambil alih oleh agen, sehingga akan ada pemisahan antara pemilik sebagai pihak yang harus menanggung resiko kehilangan hak residual, dengan agen yang memiliki kontrol atas pengambilan keputusan manajerial di perusahaan. Fama dan Jensen (1983) menyebutnya sebagai *separation of ownership and control*.

Akan tetapi, agen juga merupakan pihak yang berusaha memaksimalkan utilitasnya, dan keinginan agen belum tentu sejalan dengan keinginan pemilik. Perbedaan ini yang memicu timbulnya *agency problem*. *Agency problem* adalah masalah yang terjadi ketika pemegang saham berusaha mempengaruhi agen agar agen bersedia berperilaku sesuai dengan keinginan pemilik atau yang dapat meningkatkan kesejahteraan pemilik (Jensen dan Meckling, 1976). Contoh dari *agency problem* ialah ketika agen (manajer) lebih memilih untuk menggunakan

modal dari pemilik untuk keinginan pribadi agen, seperti membeli mobil mewah sebagai mobil dinas, memperluas ruang kerja, dan hal-hal yang sifatnya tidak produktif dan tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan secara keseluruhan.

*Agency problem* ini kemudian menimbulkan *agency cost*. Secara umum *agency cost* adalah sejumlah uang yang setara dengan pengurangan kesejahteraan pemilik akibat adanya perbedaan keinginan antara agen dan pemilik. *Agency cost* terbagi menjadi 3 jenis, yakni *monitoring cost*, *bonding cost*, dan *residual loss*. *Monitoring cost* merupakan biaya untuk mengawasi perilaku agen. Contoh dari *monitoring cost* ialah biaya untuk melakukan audit dan biaya untuk membuat rencana kompensasi manajemen. *Bonding cost* adalah biaya untuk membuat jaminan bahwa agen akan berperilaku sesuai dengan keinginan pemilik, atau agen akan mengkompensasi pemilik bila berperilaku yang tidak sesuai dengan keinginan pemilik. Contohnya ialah waktu dan usaha untuk membuat laporan keuangan dan pendapatan yang hilang akibat larangan menjual rahasia perusahaan ke perusahaan lawan. Sementara *residual loss* adalah dampak pengurangan kekayaan pemilik akibat tetap berbedanya tindakan agen dengan perilaku yang dapat memaksimalkan keinginan atau kekayaan pemilik, meskipun sudah dikeluarkan biaya *monitoring* dan *bonding* (Jensen dan Meckling, 1976).

Adanya *agency relationship* turut memicu variasi konsentrasi kepemilikan dalam perusahaan. Saat ini perusahaan-perusahaan besar memiliki konsentrasi kepemilikan saham yang beragam, misalnya kepemilikan keluarga, kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajemen perusahaan sendiri. Keberagaman konsentrasi kepemilikan ini juga mempengaruhi besarnya *agency cost* dalam perusahaan. Konsentrasi kepemilikan tertentu dalam perusahaan dianggap dapat meminimalisir dampak dari *agency cost* terhadap perusahaan.

Arifin (2003) menyatakan bahwa mayoritas perusahaan publik di Indonesia dikuasai oleh keluarga. Struktur kepemilikan yang tersebar hanya ditemukan di Amerika Serikat dan Inggris. Di negara maju yang lain maupun di negara-negara sedang berkembang, kebanyakan perusahaan memiliki struktur kepemilikan

terkonsentrasi dengan pemilik utama keluarga (Arifin, 2003). Arifin (2003) menyatakan bahwa akar masalah agensi dan mekanisme pengontrol masalah agensi pada perusahaan keluarga berbeda dengan perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan menyebar. Pada struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dengan keluarga sebagai pemegang saham utama, permasalahan tidak lagi antara manajer dan pemilik, karena pemegang saham mayoritas (keluarga) dapat sepenuhnya mengontrol manajemen. Permasalahan agensi yang muncul adalah antara manajer/pemilik mayoritas (keluarga) dengan pemegang saham non-mayoritas (Arifin, 2003). Fama dan Jensen (1983) juga menyatakan bahwa adanya kepemilikan keluarga merupakan salah satu solusi yang memungkinkan untuk meminimalisir *agency problem* karena dapat mengurangi biaya *monitoring* terhadap agen.

Jensen dan Meckling (1976), Ang *et al* (2000), Singh dan Davidson (2003), dan Fleming *et al* (2005) telah melakukan penelitian untuk mengetahui dampak dari struktur kepemilikan terhadap *agency cost*. Fleming *et al* (2005) juga menemukan bahwa *agency cost* perusahaan akan berkurang ketika kepemilikan keluarga meningkat. Penelitian tersebut sejalan dengan penelitian DeAngelo dan DeAngelo (1985) dan Fama dan Jensen (1983a) mengenai dampak dari struktur kepemilikan keluarga.

Selain kepemilikan keluarga, sebagian besar perusahaan publik juga dikuasai oleh institusi. Kepemilikan institusi adalah kepemilikan oleh institusi keuangan, seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan bank investasi (Koh, 2003 dalam Siregar dan Utama, 2008). Berdasarkan Financial Economist Roundtable Statement on Institutional Investors dan Corporate Governance (1999), peningkatan kepemilikan institusi dalam perusahaan menyediakan insentif yang besar bagi investor untuk secara aktif mengawasi dan mempengaruhi kebijakan manajemen perusahaan tersebut (Siregar dan Utama, 2008). McConnel dan Servaes (1990), Nesbitt (1994), Smith (1996) dan Del Guercio dan Hawkins (1999) semuanya menemukan bahwa pengawasan perusahaan oleh investor institusional dapat membuat manajer lebih fokus kepada kinerja perusahaan dan kurang memperhatikan perilaku yang menguntungkan diri sendiri.

Konsentrasi kepemilikan manajerial adalah konsentrasi kepemilikan lain yang umum dimiliki oleh perusahaan publik. Meskipun demikian, jumlah konsentrasi kepemilikan ini tidaklah signifikan di perusahaan publik di Indonesia. Singh dan Davidson (2003), dengan menggunakan sampel perusahaan-perusahaan publik di NYSE, AMEX, dan NASDAQ, menemukan bahwa kepemilikan manajerial secara positif berhubungan dengan utilisasi aset, tetapi belum mampu mencegah *discretionary expenses* yang berlebihan secara signifikan. Selain itu, Singh dan Davidson (2003) juga menemukan bahwa kemampuan *outside block ownership* dalam mengurangi *agency cost* terbatas. Penelitian terbaru dari Jelinek dan Stuerke (2009) menunjukkan bahwa di atas level tertentu, untuk beberapa industri, kepemilikan saham manajerial hanya secara marjinal mendorong utilisasi aset yang efisien tetapi tidak dapat secara signifikan mencegah pengeluaran yang berlebihan.

Jenis konsentrasi lain yang beberapa dekade ke belakang mengalami perkembangan yang pesat di Indonesia adalah konsentrasi kepemilikan asing. Kepemilikan asing merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh perusahaan multinasional (Anggraini, 2011). Era globalisasi telah membuat dana investor asing dapat masuk dengan mudah ke Indonesia. Pada tahun 1997, dikeluarkan Keputusan Menteri Keuangan baru sebagai pengganti Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1055/KMK.013/1989, yakni KMK Nomor 455/KMK.01/1997 tentang Pembelian Saham oleh Pemodal Asing Melalui Pasar Modal. KMK tersebut menghapuskan batasan pembelian saham oleh pemodal asing melalui pasar modal dan bursa efek. Dengan demikian, pemodal asing mampu memiliki saham perusahaan di Indonesia hingga 100%. Hal ini mengindikasikan signifikansi konsentrasi kepemilikan asing di perusahaan-perusahaan Indonesia.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk melihat pengaruh kepemilikan asing terhadap kinerja perusahaan secara umum. Zheka (2005) menemukan bahwa kepemilikan asing tidak mampu meningkatkan efisiensi perusahaan, tetapi memiliki dampak positif terhadap kualitas tata kelola perusahaan. Randøy dan Goel (2003) menyatakan bahwa tingkat *insider ownership* yang rendah (untuk mengurangi *managerial entrenchment*), *blockholders* (untuk menyediakan

pengawasan langsung), dan level kepemilikan asing yang tinggi (pengawasan dari luar yang lebih baik) dapat menyediakan tata kelola perusahaan yang lebih baik dan performa jangka panjang yang lebih tinggi.

Beberapa penelitian juga telah dilakukan untuk mengukur dampak dari adanya konsentrasi kepemilikan asing terhadap *agency cost* secara khusus. Bekaert dan Harvey (2000) dan Stulz (1999) sama-sama menyatakan bahwa munculnya investor institusi lintas negara dianggap memberikan dampak yang positif dalam mengontrol *managerial entrenchment* dan *agency cost*. Stulz (1999) menyatakan bahwa kepemilikan institusi asing mampu mengurangi *agency cost*. Sementara Wright dan Madura (1995) meneliti mengenai *agency cost* dalam perusahaan multinasional. Mereka menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat operasi asing yang tinggi memiliki *agency cost* yang lebih besar. Boardman *et al* (1997) dengan menggunakan data perusahaan Kanada pada tahun 1986 dan 1991 menemukan bahwa *subsidiary* dari Multinational Enterprise (MNE) memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan domestik karena *agency cost* yang rendah. Rendahnya *agency cost* ini dikarenakan adanya kepemilikan yang lebih terkonsentrasi.

Sebagian besar penelitian mengenai *agency cost* perusahaan hanya dilakukan untuk melihat pengaruh kepemilikan saham manajerial, insitusal, dan keluarga terhadap *agency cost*. Selain ketiga konsentrasi kepemilikan tersebut, belum banyak penelitian yang berusaha untuk mengetahui dampak dari konsentrasi kepemilikan lain terhadap *agency cost*, terutama tipe konsentrasi kepemilikan seperti kepemilikan asing. Kebanyakan penelitian mengenai kepemilikan asing hanya berusaha mengukur dampak kepemilikan tersebut terhadap kinerja perusahaan atau pengungkapan. Penelitian mengenai dampak dari kepemilikan asing terhadap *agency cost* belum banyak dilakukan. Selain itu, mengingat adanya perbedaan kondisi ekonomi, lingkungan bisnis, budaya, serta hukum dan peraturan bagi perusahaan publik yang ada di Indonesia dibandingkan dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang kebanyakan berlokasi di Amerika dan Eropa, perbedaan hasil penelitian mengenai dampak masing-masing tipe konsentrasi kepemilikan terhadap *agency cost* sangat mungkin terjadi.

Berdasarkan uraian diatas, maka penelitian mengenai dampak dari struktur kepemilikan terhadap *agency cost* bagi perusahaan-perusahaan publik di Indonesia penting dilakukan. Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian Singh dan Davidson (2003). Singh dan Davidson (2003) hanya menggunakan variabel *outside block ownership*, sehingga penelitian ini akan mencoba untuk membagi variabel *outside block ownership* tersebut menjadi beberapa konsentrasi struktur kepemilikan, yakni konsentrasi kepemilikan keluarga, kepemilikan institusi keuangan, dan kepemilikan asing. Dalam penelitian ini unsur pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kepemilikan saham (Singh dan Davidson, 2003; Ang *et al*, 2000) akan dihilangkan mengingat sedikitnya sampel yang dapat diperoleh sehingga dikhawatirkan akan mengurangi tingkat representasi hasil penelitian. Sesuai dengan yang dilakukan oleh Singh dan Davidson (2003), penelitian ini juga akan mengontrol mekanisme *corporate governance* lain yang spesifik ditujukan bagi perusahaan publik di Indonesia seperti adanya dewan komisaris dan komisaris independen yang dapat mempengaruhi *agency cost*.

Selain itu, kenyataannya hasil penelitian sebelumnya mengenai dampak kepemilikan keluarga, kepemilikan institusi, dan kepemilikan asing terhadap *agency cost* menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Seperti pada kepemilikan keluarga, Faccio *et al* (2002) dalam Anderson dan Reeb (2003) menemukan bahwa kepemilikan keluarga dalam perusahaan-perusahaan di Asia Timur justru menimbulkan *agency conflict* yang besar dengan pemegang saham lainnya dalam perusahaan ketika pengaruh keluarga lebih besar dari *cash flow right*. Hasil penelitian dari Santiago-Castro dan Brown (2007) juga menunjukkan hal yang sama di Amerika Latin, bahwa derajat kepemilikan yang tinggi dari keluarga tertentu meningkatkan potensi ekspropriasi terhadap hak pemegang saham minoritas. Adanya indikasi ekspropriasi dari pemegang saham mayoritas (keluarga) terhadap pemegang saham minoritas (non keluarga) telah meningkatkan *agency cost* dalam perusahaan keluarga.

Dalam hal kepemilikan institusi, Faisal (2005) menemukan bahwa kepemilikan institusional belum mampu secara signifikan meningkatkan efisiensi utilisasi aset

dan menekan *discretionary expenses*. Sama halnya dengan Faisal (2005), Siregar dan Utama (2008) juga tidak menemukan bukti yang konsisten yang membuktikan bahwa kepemilikan insitusal memiliki dampak yang signifikan terhadap tipe *earnings-management*. Sementara dalam hal kepemilikan asing, Wright *et al* (2002) menyatakan bahwa *agency cost* perusahaan-perusahaan multinasional justru lebih besar. Hal ini dikarenakan negara lain tempat kantor pusat membuka cabangnya (*subsidiary*) memiliki karakteristik yang berbeda dengan kantor pusat, sehingga menyulitkan pengawasan terhadap *foreign subsidiary manager* tersebut. Karakteristik tersebut adalah adanya jarak geografis antara kantor pusat dan *subsidiary*, perbedaan budaya perusahaan, perbedaan budaya dan bahasa nasional, dan perbedaan level ekonomi negara tempat kantor pusat dan *subsidiary* berada. Dengan demikian, *agency problem* akan lebih akut di perusahaan-perusahaan multinasional.

Uraian di atas mengindikasikan adanya variabel lain yang juga mempengaruhi hubungan antara kepemilikan keluarga, institusi, dan asing dengan *agency cost*. Oleh karena itu, dalam penelitian ini, peneliti akan menggunakan aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai variabel pemoderasi.

Undang-Undang Perseroan Terbatas menyatakan bahwa Komisaris bersama Direksi adalah organ-organ yang mengendalikan perusahaan sehari-hari dengan pembagian tugas masing-masing, yaitu direksi mengurus atau mengelola, sedangkan komisaris mengawasi dan bilamana perlu memberikan nasihat-nasihat kepada direksi (Alijoyo dan Zaini, 2004). Fama dan Jensen (1983), menyatakan bahwa *board* adalah puncak dari sistem kontrol dan pengawasan terhadap manajemen. Brick dan Chidambaran (2010) juga menyatakan bahwa nilai perusahaan akan meningkat ketika pengawasan oleh dewan meningkat. Dengan demikian, keberadaan dewan komisaris akan menyediakan pengawasan yang efektif atas kinerja manajemen dan menurunkan *agency cost*.

Selain itu, dewan komisaris adalah penghubung antara pemegang saham dengan manajemen (Warther, 1988). Karena pemegang saham tidak mampu mengawasi terlaksananya apa yang mereka inginkan dalam perusahaan, mereka meminta

*board* untuk melakukan pengawasan atas kepentingan tersebut. Aktivitas pengawasan dewan komisaris dapat memperkuat hubungan antara struktur kepemilikan dengan *agency cost*, yakni semakin menurunkan *agency cost* perusahaan dengan kepemilikan tertentu.

Terdapat pula pendapat lain yang menyatakan bahwa keberadaan dewan komisaris tidak dapat mempengaruhi tingkat *agency cost*, bahkan meningkatkan *agency cost*. Jensen (1993) menyatakan bahwa peran *board* meningkat ketika terdapat krisis, atau ketika kepentingan pemegang saham berada dalam bahaya (Vafeas, 1999). Dengan demikian, aktivitas pengawasan dewan komisaris cenderung tidak efektif dalam melindungi kepentingan pemegang saham. Padahal, komisaris yang tidak efektif menimbulkan peluang terjadinya *bad corporate governance*, karena fungsi *check and balances* tidak berjalan. Akibatnya, pemegang saham minoritas, kreditur, pemasok, dan *stakeholder* lain akan dirugikan dengan tidak adanya jaminan mengenai validitas informasi atau pengungkapan yang diberikan perusahaan, rendahnya transparansi, dan efektivitas prosedur pemeriksaan keuangan (Alijoyo dan Zaini, 2004). Selain itu, keberadaan dewan komisaris menimbulkan biaya yang tidak sedikit bagi perusahaan, misalnya gaji, tunjangan, biaya perjalanan, biaya pertemuan, dan fasilitas lainnya (Vafeas, 1999). Dengan demikian, aktivitas pengawasan dewan komisaris yang tidak efektif dapat meningkatkan *agency cost*.

Uraian di atas menjelaskan signifikansi dampak variabel aktivitas pengawasan dewan komisaris terhadap *agency cost*. Aktivitas pengawasan dewan komisaris dapat memperkuat hubungan negatif struktur kepemilikan terhadap *agency cost*, atau dapat membuat keberadaan struktur kepemilikan semakin signifikan dalam menurunkan *agency cost*. Sebaliknya, aktivitas pengawasan dewan komisaris juga dapat memperkuat hubungan positif struktur kepemilikan terhadap *agency cost*, atau dapat membuat keberadaan struktur kepemilikan semakin signifikan dalam meningkatkan *agency cost*.

Objek penelitian ini terfokus pada industri manufaktur saja. Hal ini dikarenakan (1) manufaktur adalah cabang industri yang mengaplikasikan peralatan dan suatu

medium proses untuk mentransformasi bahan mentar menjadi barang jadi untuk dijual. Oleh karena itu, sektor manufaktur sangat terkait dengan rekayasa dan teknik (Hidayati, 2009). Dengan demikian, manajer memiliki pengetahuan lebih mengenai teknik dan rekayasa dalam industri manufaktur dibandingkan pemegang saham, dan memiliki kesempatan yang lebih besar untuk melakukan pengeluaran yang berlebihan, atau memanfaatkan aset dengan kurang maksimal, (2) sektor manufaktur merupakan kontributor terbesar dalam perekonomian. Dalam bursa saham sendiri, sektor manufaktur memiliki proporsi 25.6% dari total kapitalisasi pasar pada tahun 2008, 28.7% di tahun 2009, dan 30.52% pada tahun 2010, dan (3) menghilangkan bias penelitian karena adanya perbedaan karakteristik industri.

Berdasarkan uraian di atas, beberapa hal yang membedakan penelitian ini dengan penelitian-penelitian sebelumnya adalah penelitian ini: (1) membagi *outside block ownership* menjadi beberapa konsentrasi kepemilikan, yakni kepemilikan keluarga, kepemilikan institusi, dan kepemilikan asing; (2) menguji pengaruh ketiga konsentrasi kepemilikan, yakni kepemilikan keluarga, kepemilikan institusi, dan kepemilikan asing secara bersama-sama terhadap *agency cost*; (3) menambahkan variabel pemoderasi aktivitas pengawasan dewan komisaris; dan (4) menggunakan perusahaan dalam industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2008 - 2010 sebagai sampel penelitian.

Adapun pengukuran *agency cost* yang dipergunakan dalam penelitian ini menggunakan pengukuran *agency cost* pada penelitian Singh dan Davidson (2003). Dalam penelitiannya, Singh dan Davidson (2003) menggunakan 2 proksi *agency cost*, yakni rasio *annual sales* dengan *total asset*, atau pengukuran utilisasi aset, dan rasio *Sales, General, and Administrative Expense (SG&A Expense)* dengan *total sales*.

Rasio pertama, atau rasio utilisasi aset, mengukur kemampuan manajemen untuk menggunakan aset untuk menghasilkan penjualan bagi perusahaan. Rasio utilisasi aset atau *asset turnover ratio* yang tinggi menggambarkan jumlah sales dan *cash flow* yang dihasilkan dari level aset tertentu tinggi. Sementara rasio yang rendah menggambarkan manajemen menggunakan aset untuk investasi yang tidak

menghasilkan *cash-flow* dan mungkin merupakan proyek yang menurunkan nilai perusahaan. *Asset turnover ratio* yang tinggi menggambarkan manajemen aset yang efisien sehingga meningkatkan nilai pemegang saham.

Rasio kedua ialah *discretionary expense ratio*, yakni rasio *SG&A Expense* dengan *Sales*. Rasio ini digunakan untuk mengukur pembayaran gaji yang berlebihan dan konsumsi untuk keuntungan pribadi manajemen. *SG&A expense* mencakup gaji manajemen, biaya sewa, biaya utilitas, *lease payments*, persediaan, *advertising*, dan *selling expense*, yang secara langsung menggambarkan beban untuk bangunan kantor, perlengkapan kantor, kendaraan, dan fasilitas serupa lainnya. Seluruh biaya tersebut ditentukan besarnya oleh manajemen, sehingga terdapat kemungkinan pengeluaran tersebut ditetapkan semata-mata untuk keuntungan pribadi manajemen, bukan untuk peningkatan kinerja perusahaan dan peningkatan nilai perusahaan. Selain itu, manajemen juga dapat menggunakan biaya penjualan dan iklan untuk menutupi pengeluaran untuk keuntungan pribadi. Oleh karena itu, semakin besar *discretionary expense ratio*, maka *agency cost* perusahaan akan semakin besar.

## 1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang penelitian di atas, maka dapat dirumuskan permasalahan penelitian ini terfokus pada:

1. Apakah adanya kepemilikan keluarga memiliki pengaruh terhadap *agency cost* perusahaan?
2. Apakah aktivitas pengawasan dewan komisaris memperkuat hubungan positif atau negatif antara kepemilikan keluarga dengan *agency cost* perusahaan?
3. Apakah adanya kepemilikan institusi memiliki pengaruh negatif terhadap *agency cost* perusahaan?
4. Apakah aktivitas pengawasan dewan komisaris memperkuat hubungan negatif antara kepemilikan institusi dengan *agency cost* perusahaan?
5. Apakah adanya kepemilikan asing memiliki pengaruh terhadap *agency cost* perusahaan?

6. Apakah aktivitas pengawasan dewan komisaris memperkuat hubungan positif atau negatif antara kepemilikan asing dengan *agency cost* perusahaan?

### 1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui:

1. Dampak dari adanya kepemilikan keluarga terhadap *agency cost* perusahaan
2. Dampak dari adanya aktivitas pengawasan dewan komisaris terhadap hubungan kepemilikan keluarga dengan *agency cost* perusahaan
3. Dampak dari adanya kepemilikan institusi terhadap *agency cost* perusahaan
4. Dampak dari adanya aktivitas pengawasan dewan komisaris terhadap hubungan kepemilikan institusi dengan *agency cost* perusahaan
5. Dampak dari adanya kepemilikan asing terhadap *agency cost* perusahaan
6. Dampak dari adanya aktivitas pengawasan dewan komisaris terhadap hubungan kepemilikan asing dengan *agency cost* perusahaan

### 1.4. Manfaat Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian maka diharapkan hasil penelitian ini dapat digunakan untuk:

- Bagi perusahaan  
Memberikan gambaran mengenai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi peningkatan *agency cost* dalam perusahaan, sehingga diharapkan dapat membantu perusahaan untuk menekan *agency cost*. Selain itu juga memberikan gambaran mengenai dampak aktivitas pengawasan dewan komisaris terhadap *agency cost* perusahaan.
- Bagi pelaku bisnis  
Memberikan gambaran kepada pelaku bisnis pada umumnya mengenai struktur kepemilikan yang dapat meminimalisir beban gaji manajerial dan

konsumsi yang berlebihan dan memaksimalkan utilisasi aset, sehingga mampu memaksimalkan kinerja perusahaan pada umumnya. Selain itu juga memberikan gambaran mengenai dampak aktivitas pengawasan dewan komisaris terhadap *agency cost* perusahaan. Penelitian ini juga dapat memberikan gambaran bagi pelaku bisnis pada umumnya mengenai hal-hal yang biasa diungkapkan dalam laporan dewan komisaris perusahaan dalam industri manufaktur, serta menggambarkan mengenai tingkat keaktifan dewan komisaris dalam perusahaan.

- Bagi investor

Memberikan gambaran bagi investor mengenai keadaan *agency problem* dalam perusahaan, sehingga investor dapat mengambil keputusan investasi dengan tepat, serta memberi gambaran pada investor perusahaan mana saja yang memiliki aktivitas pengawasan dewan komisaris yang tinggi melalui pengungkapan laporan dewan komisarisnya.

- Bagi pemegang saham

Memberi gambaran bagi pemegang saham perusahaan publik di Indonesia saat ini mengenai potensi adanya *agency cost*, yang diindikasikan dengan adanya beban gaji manajerial dan konsumsi yang berlebihan dan utilisasi aset yang tidak maksimal, akibat adanya kepemilikan tertentu dalam perusahaan, dan dapat mengakibatkan penurunan kinerja perusahaan pada umumnya serta penurunan kesejahteraan pemegang saham pada khususnya. Selain itu juga memberikan gambaran mengenai efektivitas aktivitas pengawasan dewan komisaris terhadap dewan direksi dan kemampuan dewan komisaris dalam memberikan saran serta mempengaruhi direksi agar mengambil kebijakan sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Penelitian ini juga menggambarkan tingkat keaktifan dewan komisaris dalam usahanya melindungi kepentingan pemegang saham pada khususnya melalui pengungkapan laporan dewan komisaris, serta hal-hal yang biasa diungkapkan dalam laporan tersebut.

- Bagi pemerintah sebagai regulator

Memberikan rekomendasi bagi badan regulator perusahaan publik di Indonesia, yakni BAPEPAM, dalam membuat peraturan dan kebijakan

mengenai mekanisme tata kelola bagi tipe kepemilikan tertentu dalam perusahaan yang dapat digunakan untuk menurunkan *agency cost* dan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham secara keseluruhan. Selain itu juga memberikan gambaran mengenai gambaran tentang aktivitas pengawasan dewan komisaris, sehingga dapat diketahui apakah peraturan yang ada saat ini sudah cukup efektif untuk mendorong terjadinya aktivitas pengawasan yang baik.

- Bagi dunia penelitian dan akademis  
Mengembangkan pengetahuan mengenai *agency cost* dan struktur kepemilikan, serta menjadi bahan referensi penelitian selanjutnya yang berusaha memperdalam topik yang berhubungan dengan *agency cost*, aktivitas pengawasan dewan komisaris terhadap dewan direksi, dan struktur kepemilikan.

### **1.5. Ruang Lingkup Penelitian**

Penelitian ini dibatasi untuk rentang waktu tiga tahun, yaitu periode tahun 2008 sampai dengan tahun 2010. Data yang akan digunakan adalah data dari perusahaan yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) di sektor manufaktur. Data-data akuntansi mengenai perusahaan-perusahaan sebagai proksi dari *agency cost* dan variabel kontrol lainnya diperoleh melalui data yang ada di *Datastream* dan laporan keuangan perusahaan sampel. Informasi mengenai struktur kepemilikan, karakteristik dewan komisaris (jumlah) didapatkan dari data yang dimiliki BEI (Bursa Efek Indonesia), laporan keuangan, dan laporan tahunan perusahaan sampel. Adapun informasi mengenai aktivitas pengawasan dewan komisaris didapatkan melalui laporan tahunan perusahaan sampel.

### **1.6. Sistematika Penulisan**

Hasil penelitian ini akan disusun menjadi 5 (lima) bab utama, yaitu:

#### **Bab 1 Pendahuluan**

Bab ini menguraikan latar belakang masalah yang menjadi ide penelitian, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, ruang lingkup penelitian, dan

sistematika penulisan. Bab ini diharapkan mampu memberikan gambaran umum mengenai isi karya tulis ini.

## **Bab 2 Tinjauan Pustaka**

Bab ini membahas mengenai landasan teori dan literatur yang digunakan dalam penulisan. Hal-hal yang akan diuraikan antara lain mengenai *agency theory*, pengukuran *agency cost*, prinsip-prinsip *corporate governance*, macam-macam struktur kepemilikan, serta rangkuman penelitian terdahulu. Bab ini juga digunakan dalam perumusan hipotesis penelitian.

## **Bab 3 Metodologi Penelitian**

Bab ini berisikan mengenai data dan metode yang digunakan dalam pengolahan data. Adapun rincian pembahasan dalam bab ini antara lain data dan pemilihan sampel penelitian, metode pengumpulan data, model penelitian, hipotesis penelitian, operasionalisasi variabel, metode pengolahan data, dan metode dalam menganalisis data.

## **Bab 4 Analisis Data dan Pembahasan**

Bab ini berisikan analisis berdasarkan pengolahan data yang dilakukan di bab 3. Bab ini juga akan membahas interpretasi hasil pengolahan data.

## **Bab 5 Kesimpulan dan Saran**

Bab ini berisikan rangkuman dari hasil perhitungan dan analisa data serta kesimpulan atas hasil penelitian. Bab ini juga akan menjelaskan mengenai keterbatasan-keterbatasan yang ada dalam penelitian ini serta saran-saran yang terkait dengan penelitian ini yang diharapkan dapat berguna untuk kemajuan perusahaan dan penelitian selanjutnya.

## BAB 2

### KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

#### 2.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Alijoyo dan Zaini (2004) menyatakan bahwa *agency theory* menjelaskan tentang hubungan kontraktual antara pihak yang mendelegasikan pengambilan keputusan tertentu (principal/pemilik/pemegang saham) dengan pihak yang menerima pendelegasian tersebut (agent/direksi/manajemen). *Agency theory* memfokuskan pada penentuan kontrak yang paling efisien yang mempengaruhi hubungan prinsipal dan agen.

Aplikasi *agency theory* dapat terwujud dalam kontrak kerja yang akan mengatur proporsi hak dan kewajiban masing-masing pihak dengan tetap memperhitungkan manfaat secara keseluruhan. Kontrak kerja merupakan seperangkat aturan yang mengatur mekanisme bagi hasil, baik yang berupa keuntungan, *return*, maupun resiko-resiko yang disetujui oleh prinsipal dan agen. Kontrak kerja akan menjadi optimal bila tercapai keseimbangan atau *fairness* antara manfaat yang diterima prinsipal dan agen. Inti dari *agency theory* adalah penyelerasan kepentingan prinsipal dan agen dalam hal terjadi konflik kepentingan (Scott, 2009 dalam Koesnadi, 2010).

Menurut Eisenhardt (1989), *agency theory* dilandasi oleh 3 buah asumsi, yaitu: asumsi tentang sifat manusia, asumsi tentang keorganisasian, dan asumsi tentang informasi. Asumsi tentang sifat manusia menekankan bahwa manusia memiliki sifat untuk mementingkan diri sendiri (*self interest*), memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*), dan tidak menyukai resiko (*risk aversion*). Asumsi keorganisasian adalah adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria produktivitas, dan adanya *information asymmetry* antara principal

dan agen. Sementara asumsi tentang informasi adalah bahwa informasi dipandang sebagai barang komoditi yang bisa diperjualbelikan (Koesnadi, 2010).

Berikut adalah asumsi-asumsi dasar yang dipergunakan dalam *agency theory*:

- *Agency Relationship*

Jensen & Meckling (1976) mendefinisikan *agency relationship* atau hubungan keagenan sebagai kontrak dimana satu atau lebih orang (*principal*, atau pemilik), menggunakan orang lain (agen) untuk melakukan beberapa tindakan untuk kepentingan pemilik, yang membuat pemilik harus mendelegasikan beberapa otoritas pembuatan keputusan kepada agen.

- *Separation of Ownership and Control*

Adanya *agency relationship* menyebabkan adanya beberapa otoritas pengambilan keputusan pemilik akan diambil alih oleh agen, sehingga akan ada pemisahan antara pemilik sebagai pihak yang harus menanggung resiko kehilangan hak residu, dengan agen yang memiliki kontrol atas pengambilan keputusan manajerial di perusahaan. Pemilik dianggap pihak yang menanggung hak residu (*residual claimant*) karena pemilik dikompensasi bukan berdasarkan ukuran performa tertentu, melainkan berdasarkan porsi dari *net cash flow* atau profit perusahaan (Fama & Jensen, 1983). Fama & Jensen (1983) menyebutnya sebagai *separation of ownership and control*, atau pemisahan antara fungsi pengambilan keputusan dengan fungsi yang menanggung resiko (*risk-bearing*), dimana fungsi pengambilan keputusan dipegang oleh manajemen (agen), dan fungsi penanggung resiko dipegang oleh pemilik. Hal ini menyebabkan agen memiliki otoritas pengambilan keputusan yang dapat mempengaruhi kesejahteraan pemilik. Fama & Jensen (1983) juga menyatakan bahwa pemisahan semacam ini tidak hanya terjadi di perusahaan-perusahaan besar, tetapi juga di organisasi-organisasi lain seperti *partnerships* profesional besar, *financial mutuals*, dan organisasi nirlaba.

- *Agency Conflict*

Terdapat kemungkinan konflik dalam hubungan antara *principal* dan agen. Bila kedua pihak dalam hubungan keagenan tersebut (pemilik dan agen) adalah pihak-pihak yang memaksimalkan utilitas, bukan tidak mungkin agen akan berperilaku yang tidak sesuai dengan keinginan pemilik atau bukan demi keuntungan terbaik bagi pemilik (Jensen & Meckling, 1976). Kepemilikan parsial atau tidak adanya kepemilikan oleh manajer dalam perusahaan menyediakan insentif bagi manajer untuk berperilaku yang tidak sesuai dengan keinginan pemilik karena manajer tidak menanggung seluruh biaya dari setiap perilaku tersebut (Godfrey *et al*, 2010). Alijoyo dan Zaini (2004) menyebutnya sebagai *agency conflict*. *Agency conflict* adalah konflik yang timbul sebagai akibat keinginan manajemen (agen) untuk melakukan tindakan yang sesuai dengan kepentingannya yang dapat mengorbankan kepentingan pemegang saham (*principal*) untuk memperoleh *return* dan nilai jangka panjang perusahaan. Karena agen memiliki otoritas pengambilan keputusan, ia dapat mentransfer kekayaan dari pemilik kepada agen bila pemilik tidak berusaha mengintervensi (Godfrey *et al*, 2010).

Menurut Godfrey *et al* (2010) terdapat beberapa alasan yang menyebabkan terjadinya konflik antara pemilik dan agen:

1. *Risk-aversion problem*

Manajer kurang menyukai resiko dibandingkan dengan pemilik. Pemilik dapat mendiversifikasi kepemilikannya sehingga mengurangi *exposure* terhadap resiko. Selain itu, pemilik hanya menanggung kerugian sebatas saham yang ia miliki. Oleh karena itu, pemilik biasanya lebih menyukai investasi yang menjanjikan *return* tinggi, namun memiliki resiko yang tinggi pula. Sementara manajer memiliki resiko kehilangan pekerjaan atau dibayar dengan rendah bila ternyata investasi tersebut gagal karena tidak mampu mengelola resiko yang tinggi tersebut dengan baik. Sehingga manajer kurang menyukai investasi yang memberi *return* tinggi, namun memiliki resiko yang tinggi.

2. *Dividend-retention problem*

Manajer lebih menyukai membayarkan lebih sedikit dividen dibandingkan yang pemilik inginkan. Hal ini dikarenakan manajer ingin mempertahankan uang dalam perusahaan untuk membayar gaji mereka atau memperbesar ukuran perusahaan dan memperbesar ruang lingkup kekuasaan mereka.

### 3. *Horizon problem*

Masalah ini terjadi akibat perbedaan horison waktu antara manajer dan pemilik. Pemilik lebih memperhatikan *cash flow* perusahaan dalam jangka panjang, karena nilai saham mereka merupakan *present value* dari *future cash flow*. Akan tetapi, manajer hanya memperhatikan *cash flow* perusahaan dalam jangka waktu yang pendek, yakni selama manajer tersebut tetap bekerja di perusahaan. Oleh karena itu, manajer cenderung memilih proyek yang membawa keuntungan besar dalam jangka pendek, tetapi mengorbankan keuntungan jangka panjang. Hal ini dapat membuat perusahaan melaporkan profit yang lebih besar di laporan keuangan dan menimbulkan kesan bahwa manajemen telah bekerja dengan baik.

- *Agency problem*

Masalah yang timbul dari adanya *agency conflict* disebut dengan *agency problem*. *Agency problem* adalah masalah yang terjadi ketika pemegang saham (pemilik) mempengaruhi agen agar agen bersedia berperilaku sesuai dengan keinginan pemilik atau yang dapat meningkatkan kesejahteraan pemilik (Godfrey *et al*, 2010). Alijoyo & Zaini (2004) menyatakan bahwa *agency problem* timbul sebagai akibat adanya kesenjangan antara kepentingan pemegang saham sebagai pemilik dan manajemen sebagai pengelola. Pemilik memiliki kepentingan agar dana yang diinvestasikannya mendapatkan *return* maksimal, sedangkan manajer berkepentingan terhadap perolehan insentif atas pengelolaan dana pemilik.

Ali *et al* (2007) membagi *agency problem* di perusahaan menjadi 2 tipe, yakni *agency problem* yang terjadi akibat adanya pemisahan antara pemilik dan manajemen (*agency problem* tipe I) dan *agency problem* yang terjadi akibat

adanya konflik antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas (*agency problem* tipe II). Pemisahan antara manajer perusahaan dengan pemegang saham dapat membuat manajer tidak bertindak yang sesuai dengan keinginan pemegang saham. Sementara pada *agency problem* tipe II, pemegang saham pengendali dapat mengambil keuntungan pribadi dengan cara yang merugikan pemegang saham minoritas.

Menurut Shleifer dan Vishny (1997) dan La Porta et al (20002b), seperti yang dikutip oleh Guedhami dan Pittman (2011), *agency conflict* utama yang terjadi pada perusahaan di luar Amerika Serikat dan Inggris adalah adanya ekspropriasi pemegang saham minoritas oleh pemegang saham pengendali, dibandingkan adanya konflik kepentingan antara manajer profesional dan pemilik. Banyak penelitian lintas negara yang menyimpulkan bahwa tata kelola yang lemah menyebabkan adanya informasi yang asimetris antara pemegang saham minoritas dengan pemegang saham pengendali dan pemegang saham pengendali berada di balik konsentrasi kepemilikan di seluruh dunia (Guedhami dan Pittman, 2011).

- *Agency cost*

Untuk membatasi perbedaan kepentingan antara pemilik dengan agen, pemilik dapat membuat insentif yang sesuai bagi agen (Jensen & Meckling, 1976). Insentif-insentif tersebut dapat berupa biaya pengawasan atau *monitoring cost*, untuk membatasi aktivitas yang menyimpang dari agen. Pemilik juga dapat membayar agen untuk mengeluarkan sumber daya (*bonding cost*) untuk menjamin bahwa agen tidak akan melakukan tindakan tertentu yang dapat merugikan pemilik atau untuk memastikan bahwa pemilik akan dikompensasi bila agen melakukan tindakan-tindakan tersebut. Contoh biaya yang harus ditanggung manajer karena adanya aktivitas *bonding* adalah waktu dan tenaga untuk memproduksi laporan keuangan, batasan terhadap aktivitas manajer karena laporan akuntansi akan mengungkapkan perilaku oportunistiknya, dan pendapatan yang hilang akibat larangan menjual rahasia perusahaan kepada perusahaan lawan (Godfrey et al, 2010).

Meskipun demikian, secara umum tidak mungkin bagi pemilik atau agen tidak mengeluarkan biaya apapun untuk memastikan bahwa agen akan membuat keputusan optimal berdasarkan sudut pandang pemilik. Dalam setiap *agency relationships*, akan tetap ada perbedaan antara keputusan agen dengan keputusan yang akan memaksimalkan keinginan pemilik. Sejumlah uang pengurangan kesejahteraan yang dialami pemilik akibat perbedaan ini disebut sebagai *residual loss*. Biaya untuk mengeluarkan insentif-insentif inilah yang disebut dengan *agency cost*, karena pemilik akan kehilangan sejumlah uang kesejahteraannya akibat adanya perbedaan keinginan antara pemilik dengan agen. Oleh karena itu, Jensen & Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* sebagai penjumlahan antara (1) biaya pengawasan oleh pemilik, (2) pengeluaran *bonding* oleh agen, dan (3) *residual loss*.

Ross *et al* (2010) mendefinisikan *agency cost* sebagai biaya akibat adanya konflik kepentingan antara pemegang saham manajemen. Ross menyatakan terdapat 2 bentuk *agency cost*, yakni *direct agency cost* dan *indirect agency cost*. *Direct agency cost* dapat berupa 2 bentuk: (1) pengeluaran perusahaan yang menguntungkan manajemen tetapi harus ditanggung biayanya oleh pemegang saham, misalnya membeli jet perusahaan yang mewah namun sebenarnya tidak dibutuhkan, dan (2) biaya yang timbul akibat adanya kebutuhan untuk mengawasi tindakan manajemen, misalnya membayar auditor eksternal untuk melakukan audit laporan keuangan tahunan. Sementara *indirect agency cost* ialah *opportunity cost* yang muncul akibat tidak dilaksanakannya proyek dengan keuntungan besar namun memiliki resiko yang besar pula oleh manajemen.

Tindakan manajemen yang dapat mengurangi kesejahteraan pemilik adalah perilaku manajemen yang menguntungkan diri manajemen itu sendiri. Perilaku-perilaku tersebut di antaranya pengambilalihan dana secara langsung oleh manajer, konsumsi atas penghasilan tambahan yang berlebihan, dan investasi yang sifatnya lalai dan tidak optimal (Fleming *et al*, 2005). Perilaku-perilaku inilah yang dapat dikontrol melalui pengawasan (*monitoring*) dan perikatan (*bonding*), seperti yang dinyatakan oleh Jensen & Meckling (1976). Meskipun demikian, besar dan dampak dari perilaku yang menguntungkan diri sendiri tersebut

bervariasi diantara perusahaan-perusahaan, tergantung pada faktor-faktor seperti sifat dari *monitoring contracts* dan *bonding contracts*, keinginan manajemen terhadap keuntungan yang sifatnya bukan uang, dan biaya untuk mengganti manajer (Jensen & Meckling, 1976; dan Shleifer & Vishny, 1989 dalam Fleming *et al* 2005).

### **2.1.1. Mekanisme untuk Mengurangi *Agency Problem***

Menurut Prasetyantoko (2008), seperti yang dikutip oleh Amarani (2009), terdapat beberapa mekanisme yang dapat digunakan untuk menekan *agency problem*, antara lain:

#### **1. Sistem Penggajian**

Sistem penggajian yang baik diharapkan dapat menekan sifat oportunistik manajemen. Akhir-akhir ini banyak perusahaan menerapkan pemberian sejumlah persentase tertentu dari kepemilikan saham perusahaan kepada manajemen, yang dikenal dengan *stock option*.

#### **2. Sistem Pengawasan Internal**

Pemilik modal, atau pemegang saham, akan menugaskan dewan pengawas yang membawahi para pengelola perusahaan. Dalam sistem *anglo-saxon* yang menggunakan tata kelola sistem tunggal (*one-tier system*), dewan pengawas tersebut dinamakan *board of directors*. Sementara dalam tata kelola sistem ganda (*two-tier system*), dewan pengawas tersebut disebut dewan komisaris. Dalam kedua sistem tersebut, biasanya dewan pengawas terdiri dari pihak dalam perusahaan yang mewakili kepentingan para pemegang saham.

#### **3. Pengawasan Eksternal (Pasar)**

Pengawasan melalui pasar dapat terjadi karena dua hal: (1) kontrol yang dilakukan oleh para investor itu sendiri dengan cara jual beli saham, karena kinerja perusahaan akan tercermin dari tinggi rendahnya harga perdagangan di bursa saham, dan (2) mekanisme akuisisi perusahaan,

khususnya bagi perusahaan yang memiliki kinerja yang buruk dan sulit diselamatkan.

#### 4. Pasar Eksekutif

Mekanisme pengawasan terhadap kinerja para eksekutif dalam menjalankan perusahaan terjadi akibat ketatnya persaingan pasar para eksekutif. Semakin tinggi penawaran tenaga kerja tingkat eksekutif, semakin kuat tekanan bagi para pengelola perusahaan untuk membuktikan kinerjanya. Jika dianggap tidak memenuhi kriteria, pemilik perusahaan dapat dengan mudah mengganti eksekutif tersebut dengan eksekutif yang baru. Hal ini diperparah dengan adanya globalisasi dan mobilitas tenaga kerja antara negara sehingga persaingan pasar tenaga kerja eksekutif semakin ketat.

#### 5. Konsentrasi Kepemilikan

Banyak literatur yang menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan dapat meningkatkan kontrol terhadap manajer (Jensen dan Meckling, 1976, dan Grossman dan Hart, 1980). Namun di sisi lain konsentrasi kepemilikan dapat memunculkan konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

##### **2.1.2 Pengukuran *Agency Cost***

Ang *et al* (2000) dalam penelitiannya menemukan cara pengukuran besar *agency cost* dalam perusahaan. Ang *et al* (2000) menggunakan perusahaan skala kecil dan menengah yang ada di Amerika Serikat sebagai perusahaan sampelnya, dimana terdapat perusahaan-perusahaan yang pemiliknya juga merupakan agen atau manajemennya. Ketika pemilik dari perusahaan adalah orang yang sama dengan manajemennya, maka tidak ada pemisahan antara kepemilikan dan kontrol, dan keinginan dari pemilik dengan agen adalah sama. Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan tersebut memiliki *zero equity agency cost*. Dengan demikian, Ang *et al* (2000) dapat membandingkan apakah ada perbedaan biaya untuk menjalankan perusahaan dan utilisasi aset antara perusahaan yang memiliki *zero equity agency*

*cost* dengan perusahaan dimana pemilik dan manajemen terpisah yang memiliki *agency cost*.

Ang *et al* (2000) menggunakan dua alternatif pengukuran *agency cost*. Pengukuran pertama adalah *agency cost* langsung (*direct agency cost*), yang dihitung dari pengurangan sejumlah dollar beban antara perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan dan manajemen tertentu, dengan perusahaan yang memiliki *zero equity agency cost*. Pengukuran ini mengukur beban berlebihan termasuk konsumsi yang berlebih. Beban ini akan distandarisasi dengan jumlah penjualan tahunan (*annual sales*).

Pengukuran kedua yang digunakan Ang *et al* (2000) adalah dengan menggunakan proksi dari pendapatan yang diakibatkan oleh utilisasi aset yang tidak optimal, yang dapat dihasilkan dari keputusan investasi yang buruk, atau dari kelalaian manajemen. Pengukuran ini dihitung sebagai ratio dari *annual sales* dengan *total aset*, atau rasio efisiensi. Sehingga Ang *et al* (2000) mengukur *agency cost* sebagai perbedaan dalam rasio efisiensi, dari perusahaan yang memiliki *zero equity agency cost* dengan perusahaan dimana manajer memiliki kepemilikan saham kurang dari 100%.

Singh & Davidson (2003) menggunakan pengukuran yang sedikit berbeda dari Ang *et al* (2000) dalam mengukur besar *agency cost*. Singh & Davidson menggunakan perusahaan publik besar sebagai perusahaan mereka, sehingga mereka tidak memiliki perusahaan dengan *zero equity agency cost*. Oleh karena itu, Singh & Davidson menggunakan level absolut efisiensi utilisasi aset dan beban operasi dalam mengukur *agency cost*.

Rasio pertama, atau rasio utilisasi aset, mengukur kemampuan manajemen untuk menggunakan aset secara efisien. Rasio utilisasi aset atau *asset turnover ratio* yang tinggi menggambarkan jumlah sales dan *cash flow* yang dihasilkan dari level aset tertentu. Sementara rasio yang rendah menggambarkan manajemen menggunakan aset untuk investasi yang tidak menghasilkan *cash-flow* dan mungkin merupakan proyek yang menurunkan nilai perusahaan. *Asset turnover ratio* yang tinggi menggambarkan manajemen aset yang efisien sehingga

meningkatkan nilai pemegang saham. Oleh karena itu, perusahaan dengan *agency conflict* yang cukup tinggi akan memiliki *asset turnover ratio* yang relatif lebih rendah dibanding dengan perusahaan yang memiliki *agency conflict* yang rendah.

Selain itu, Singh & Davidson (2003) juga menggunakan definisi beban operasi yang berbeda. Singh & Davidson (2003) memfokuskan definisinya pada beban penjualan, umum, dan administrasi (*Sales, General, & Administrative Expense*, atau *SG&A Expense*) saja dari total beban operasi. Hal ini dikarenakan *SG&A expense* merepresentasikan biaya yang berkaitan dengan fungsi manajemen dan penjualan produk, termasuk gaji manajerial, biaya sewa, biaya asuransi, biaya utilitas, biaya persediaan, dan biaya iklan. Level *SG&A expense* yang lebih tinggi merupakan perkiraan terdekat dari gaji manajerial dan konsumsi yang berlebihan, yang dapat berbentuk gaji yang lebih tinggi, kompleks perkantoran yang lebih besar, dan fasilitas pendukung perusahaan lainnya. Biaya-biaya ini, secara umum, dapat merefleksikan beban diskresioner manajerial, dan dapat menjadi proksi yang lebih baik bagi *agency cost* (Singh & Davidson, 2003).

Seluruh biaya tersebut ditentukan besarnya oleh manajemen, sehingga terdapat kemungkinan pengeluaran tersebut ditetapkan semata-mata untuk keuntungan pribadi manajemen, bukan untuk peningkatan kinerja perusahaan dan peningkatan nilai perusahaan. Selain itu, manajemen juga dapat menggunakan biaya penjualan dan iklan untuk menutupi pengeluaran untuk keuntungan pribadi. Oleh karena itu, semakin besar *discretionary expense ratio*, maka *agency cost* perusahaan akan semakin besar.

## **2.2 Corporate governance**

Ketika perusahaan dimiliki dan dijalankan oleh orang atau keluarga yang sama, tidak terdapat konflik kepentingan antara apa yang diinginkan oleh pemilik dan apa yang dilakukan oleh manajer. Keduanya sama, tujuan mereka identik, sehingga tidak ada masalah di antara keduanya. Meskipun demikian, seiring dengan pemisahan antara pemilik dan manajer, *agency problem* muncul. Satu-satunya cara untuk mengatasi masalah ini dengan efektif adalah melalui penerapan *corporate governance* yang baik (Wallace dan Zinkin, 2005).

Scott (2002) dalam Wallace dan Zinkin (2005) menyatakan bahwa tata kelola (*governance*) adalah satu set pernyataan yang mampu membuat pemegang saham menggunakan kekuatan *votingnya* untuk mendorong manajemen menghormati kepentingan mereka. Ia juga menyatakan bahwa tata kelola perusahaan utamanya adalah isu untuk pemegang saham minoritas, dalam perusahaan yang dikontrol oleh manajer dimana tidak ada pemegang saham signifikan yang dapat bekerja sama dengan mudah. Sementara OECD (1999) mendefinisikan *corporate governance* sebagai sistem dimana bisnis perusahaan diarahkan dan dikontrol.

*Corporate governance* dipengaruhi oleh hubungan di antara partisipan dalam sistem tata kelola. Partisipan-partisipan tersebut di antaranya pemegang saham pengendali, yang mungkin merupakan individu, kepemilikan keluarga, blok sekutu, atau perusahaan lain melalui *holding company* atau *cross shareholdings*; investor institusional; pemegang saham individu; kreditur; karyawan; pemerintah; ataupun *stakeholder* lain (OECD Principle of *Corporate Governance*, 2004).

## **2.2.1 Prinsip-Prinsip Good Corporate governance**

### **2.2.1.1 Prinsip-Prinsip Good Corporate Governance menurut KNKG**

#### **a. *Transparency* (transparansi)**

Keputusan Menteri Negara BUMN tahun 2002 mendefinisikan transparansi sebagai keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam mengemukakan informasi yang bersifat material dan relevan tentang perusahaan. Oleh karena itu, berdasarkan prinsip ini, para pemegang saham harus diberi kesempatan untuk berperan dalam pengambilan keputusan atas perubahan-perubahan mendasar dalam perusahaan dan dapat memperoleh informasi yang benar, akurat, dan tepat waktu mengenai perusahaan.

#### **b. *Accountability* (akuntabilitas)**

Akuntabilitas dapat diartikan sebagai kejelasan fungsi, pelaksanaan, dan pertanggungjawaban organ sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif. Prinsip ini berhubungan dengan tersedianya sistem yang mengendalikan

hubungan antara organ-organ yang ada dalam perusahaan. Selanjutnya prinsip akuntabilitas ini dapat diterapkan dengan mendorong agar seluruh organ perusahaan menyadari tanggung jawab, wewenang, hak, dan kewajiban mereka masing-masing.

Perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan adil. Perusahaan harus dapat dikelola secara benar dan terukur sehingga sejalan dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya. Oleh karena itu, akuntabilitas merupakan salah satu solusi untuk menyelesaikan masalah *agency problem* antara manajemen perusahaan dan pemegang saham.

Menurut Djalil (2000), akuntabilitas didasarkan pada sistem *internal checks and balances* yang mencakup praktik audit yang sehat. Akuntabilitas juga dapat dicapai melalui pengawasan efektif yang didasarkan pada keseimbangan kewenangan antara pemegang saham, komisaris, dan direksi.

#### **c. Responsibility (pertanggungjawaban)**

Prinsip ini menyatakan bahwa perusahaan mempunyai tanggung jawab untuk mematuhi hukum, prinsip korporasi yang sehat, dan perundang-undangan yang berlaku, termasuk ketentuan yang mengatur masalah lingkungan hidup, perlindungan konsumen, perpajakan, ketenagakerjaan, larangan monopoli dan praktik persaingan yang tidak sehat, kesehatan dan keselamatan kerja, dan peraturan lainnya yang mengatur kehidupan perusahaan dalam menjalankan aktivitas usaha (Djalil, 2000).

#### **d. Independency (independensi)**

Prinsip ini menyatakan bahwa perusahaan harus dikelola secara profesional tanpa benturan kepentingan dan pengaruh atau tekanan dari pihak yang tidak sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku dan prinsip-prinsip korporasi yang sehat. Perusahaan harus dikelola secara independen dengan keseimbangan kekuasaan sehingga tidak ada dominasi atau intervensi dari pihak lain.

***e. Fairness (kewajaran dan kesetaraan)***

Prinsip ini menyatakan perlunya adanya perlakuan yang adil dan setara di dalam memenuhi hak-hak *stakeholder* perusahaan. Keadilan ini meliputi kejelasan hak-hak pemegang saham untuk melindungi kepentingan pemegang saham, termasuk perlindungan terhadap pemegang saham minoritas dari kecurangan seperti praktek *insider* yang merugikan atau dari keputusan Direksi atau pemegang saham mayoritas yang merugikan kepentingan pemegang saham secara keseluruhan (Djalil, 2000).

**2.2.1.2 OECD Principles of Corporate governance**

**1. Memastikan Adanya Basis bagi Kerangka Corporate governance yang Efektif**

Kerangka *corporate governance* harus mendorong pasar yang transparan dan efisien, sesuai dengan hukum yang berlaku dan secara jelas mengungkapkan pembagian tanggung jawab di antara otoritas pengawasan, otoritas pembuat keputusan, dan otoritas penyelenggara yang berbeda-beda. Pada dasarnya kerangka *corporate governance* harus dikembangkan berdasarkan dampaknya terhadap performa ekonomi secara keseluruhan, integritas pasar, dan insentif yang akan dibuatnya bagi partisipasi pasar dan promosi terhadap pasar yang transparan dan efisien. Selain itu, otoritas berbeda harus diungkapkan tanggung jawabnya secara jelas dan berusaha untuk memenuhi kewajibannya secara objektif dan profesional.

**2. Perlindungan terhadap Hak-Hak Pemegang Saham**

Kerangka *corporate governance* harus melindungi dan memfasilitasi pelaksanaan hak-hak pemegang saham. Hak-hak dasar pemegang saham mencakup hak untuk: 1) menjamin metode pendaftaran kepemilikan; 2) menyampaikan atau mentransfer saham; 3) mendapatkan informasi yang relevan dan material mengenai perusahaan secara teratur dan berkala; 4) berpartisipasi dan memilih dalam RUPS; 5) memilih dan memberhentikan anggota dewan; dan 6) berbagi keuntungan perusahaan. Selain itu pemegang saham berhak untuk berpartisipasi

dan diinformasikan mengenai keputusan fundamental atas perusahaan, dan memiliki kesempatan untuk berpartisipasi secara efektif dalam RUPS

### **3. Perlakuan Setara terhadap Pemegang Saham**

Kerangka *corporate governance* harus memastikan perlakuan setara bagi seluruh pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas dan asing. Seluruh pemegang saham harus memiliki kesempatan untuk mendapatkan ganti rugi yang efektif atas pelanggaran terhadap hak mereka. Prinsip ini juga mensyaratkan adanya perlakuan yang sama atas saham-saham yang berada dalam satu kelas, melarang praktek *insider trading*, dan mengharuskan anggota dewan komisaris untuk mengungkapkan transaksi-transaksi yang mengandung benturan kepentingan (*conflict of interest*).

### **4. Peran Stakeholder dalam Corporate Governance**

Kerangka *corporate governance* harus mengakui hak *stakeholder* yang disahkan oleh hukum atau melalui perjanjian bersama dan mendorong kerja sama yang aktif antara perusahaan dan *stakeholder* dalam menciptakan kekayaan, pekerjaan, dan keberlanjutan perusahaan yang baik secara finansial. Selain itu, kerangka *corporate governance* harus mendorong kerjasama yang aktif antara perusahaan dengan para *stakeholder* tersebut dalam rangka menciptakan kesejahteraan, lapangan kerja, dan kesinambungan usaha.

### **5. Pengungkapan dan Transparansi**

Kerangka *corporate governance* harus memastikan bahwa pengungkapan yang berkala dan akurat telah dibuat dalam semua hal yang material berkaitan dengan perusahaan, termasuk situasi keuangan, performa, kepemilikan, dan tata kelola perusahaan. Pengungkapan ini meliputi informasi mengenai keadaan keuangan, kinerja perusahaan, kepemilikan, dan pengelolaan perusahaan. Selain itu, informasi yang diungkapkan tersebut harus disusun, diaudit, dan disajikan sesuai dengan standar yang berlaku. Manajemen juga diharuskan meminta auditor eksternal untuk melakukan audit yang bersifat independen atas laporan keuangan.

## 6. Tanggung Jawab Dewan Komisaris

Kerangka *corporate governance* harus memastikan panduan strategis perusahaan, pengawasan manajemen yang efektif oleh dewan komisaris, dan tanggung jawab dewan komisaris kepada perusahaan dan pemegang saham. Prinsip ini juga memuat kewenangan yang dimiliki dewan komisaris dan kewajiban profesionalnya kepada pemegang saham dan *stakeholders* lainnya.

### 2.2.2 Perbandingan Model Kontrol *Corporate governance*

Paul Coombes dan Mark Watson dari McKinsey menemukan perbedaan model kontrol *corporate governance* antara negara-negara di Asia, Amerika Latin, dan sebagian besar Eropa, dengan Amerika Serikat dan Inggris (Wallace dan Zinkin, 2005). Mereka menyatakan bahwa faktanya di Asia, Amerika Latin, dan sebagian besar Eropa, ide model kontrol *corporate governance* adalah untuk mendapatkan dan mempertahankan kontrol melalui:

- Kepemilikan yang terkonsentrasi dan kebergantungan terhadap keluarga atau pembiayaan bank (publik atau tertutup)
- Insentif bagi dewan disamakan dengan hasil yang diinginkan oleh pemegang saham pengendali
- Pengungkapan yang terbatas dan perlindungan terhadap minoritas yang kurang memadai
- Pasar modal yang kurang *liquid* dengan aktivitas *take over* yang terbatas dan pasar yang kurang berkembang

Di sisi lain, di Amerika Serikat dan Inggris, model *corporate governance* yang dimilikinya ialah berdasarkan pasar (*market-based*) dan digerakkan oleh pasar (*market-driven*):

- Pemegang saham yang tersebar dan investor institusional yang *sophisticated*, yang lebih melihat dari sisi fundamental dibandingkan memperlakukan pasar dan sahamnya sebagai cara untuk mendapatkan profit jangka pendek, yang membuat pemegang saham memiliki hak yang sama dan pemegang saham minoritas bisa mengharapkan perlindungan.

- Dewan memiliki peran dan struktur yang berbeda, dengan mayoritas direktur independen non-eksekutif, dan insentif anggota dewan tidak berhubungan dekat dengan kepentingan pemegang saham pengendali, tetapi berhubungan dengan kepentingan pemegang saham minoritas

### 2.3 Struktur Kepemilikan

Perusahaan terbuka yang besar biasanya dicirikan dengan adanya struktur kepemilikan yang sangat tersebar yang secara efektif memisahkan kepemilikan dari hak residu (*residual claim*) dari kontrol atas keputusan perusahaan (Demsetz & Lehn, 1985). Bentuk perusahaan dengan adanya ketetapan tanggung jawab terbatas (*limited-liability*), yang membuat perusahaan lebih efisien dalam pembagian resiko dibandingkan *proprietorships* atau *partnerships*, menjadikan perusahaan lebih mampu untuk memperluas dan memperoleh dana dari sejumlah besar investor. Oleh karena itu, perusahaan memiliki struktur kepemilikan dan manajemen yang sangat bervariasi (Ang *et al*, 2000). Dengan adanya variasi struktur kepemilikan yang bervariasi, perusahaan memiliki banyak variasi konsentrasi kepemilikan dalam kepemilikan sahamnya.

Demsetz & Lehn (1985) menyatakan bahwa struktur dari kepemilikan perusahaan bervariasi secara sistematis dengan cara yang konsisten dengan maksimisasi nilai perusahaan. Hal ini berarti perusahaan akan berusaha menggunakan struktur kepemilikan yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan tersebut.

Beberapa variasi dari struktur kepemilikan dan manajerial dapat mengurangi *agency cost* (Fleming *et al*, 2005). Salah satu yang dapat digunakan ialah dengan mempekerjakan orang-orang yang memiliki hubungan khusus dengan pemilik, contohnya anggota keluarga dan kolega bisnis (Fama & Jensen, 1983a dalam Fleming *et al*, 2005). *Stakeholder* lain juga dapat menyediakan pengawasan terhadap manajemen dan kemudian mengurangi tingkat *equity agency cost*. *Stakeholder* ini mencakup pemegang saham terkonsentrasi, bank, dan institusi keuangan penyedia modal lainnya. Pemegang saham yang terkonsentrasi dapat mengontrol *equity agency cost* karena mereka memiliki insentif untuk mengawasi

perilaku manajemen (Craswell *et al*, 1997 dalam Fleming *et al*, 2005). Meskipun demikian, pemegang saham besar cenderung memiliki potensi untuk mengambil alih atau mengekspropriasi hak pemegang saham minoritas, terutama ketika kepemilikan pemegang saham besar tersebut (*blockholders ownership*) telah melebihi level tertentu (Fama & Jensen, 1983; Shleiver & Vishny, 1997).

### **2.3.1 Konsentrasi Kepemilikan Keluarga**

Anderson dan Reeb (2003) mendefinisikan perusahaan keluarga sebagai perusahaan dimana keluarga tertentu secara kontinyu memiliki kepemilikan ekuitas atau jabatan dewan. Karakteristik umum dari perusahaan keluarga adalah adanya anggota keluarga yang menjabat sebagai CEO dari perusahaan tersebut atau menempati posisi top manajemen lainnya. Sementara Morck dan Yeung (2004), seperti yang dikutip oleh Amarani (2009), mendefinisikan perusahaan keluarga sebagai perusahaan yang dijalankan oleh penerus dari keluarga yang secara jelas berada dalam proses untuk menyerahkan kendali perusahaan kepada penerusnya.

Arifin (2003) menggunakan definisi kepemilikan keluarga dari La Porta *et al* (1999), yakni keseluruhan individu dan perusahaan yang kepemilikannya tercatat (kepemilikan 5% ke atas wajib dicatat), kecuali perusahaan publik, negara, institusi keuangan (lembaga investasi, reksa dana, asuransi, dana pensiun, bank) dan publik (individu yang kepemilikannya tidak wajib tercatat). Anderson *et al* (2002) menyatakan bahwa keluarga merepresentasikan kelompok pemegang saham besar yang berpotensi memiliki struktur insentif yang unik, kekuatan yang besar atas perusahaan, dan motif yang kuat untuk mengelola perusahaan tertentu. Mereka juga menyatakan bahwa pemegang saham keluarga berbeda dengan pemegang saham lainnya setidaknya dalam 2 aspek: kepentingan keluarga dalam keberlangsungan hidup perusahaan dalam jangka panjang, dan perhatian keluarga terhadap reputasi perusahaan atau keluarga. Ward (1987) menyatakan bahwa perusahaan keluarga adalah perusahaan yang kompleks, karena selain harus berurusan dengan persyaratan dan peluang bisnis pada umumnya, perusahaan

keluarga juga harus mempertimbangkan kebutuhan dan keinginan pemilik keluarga (Kuan *et al*, 2011)

Menurut Anderson *et al* (2002), keluarga memiliki kepemilikan yang tidak terdiversifikasi dan keinginan untuk meneruskan perusahaan kepada generasi berikutnya, serta memperhatikan reputasi keluarga dan perusahaan, sehingga keluarga memiliki insentif yang lebih besar untuk melakukan pengawasan. Selain itu, kepemilikan keluarga yang sifatnya jangka panjang membuat pihak luar lebih menyukai untuk berhubungan dengan pihak yang sama untuk periode yang lebih lama di perusahaan keluarga dibandingkan dengan perusahaan non keluarga. Sebagai contoh, bank dan pihak lain biasanya mengembangkan hubungan personal dan terinformasi dengan baik dengan eksekutif perusahaan, karena keberadaan keluarga membuat hubungan tersebut dapat berlanjut ke generasi selanjutnya (Anderson *et al*, 2002). Selain itu, investor pemegang obligasi memandang bahwa kepemilikan keluarga sebagai struktur organisasi yang dapat melindungi kepentingan mereka dengan lebih baik. Meskipun demikian, karena kelangsungan hidup perusahaan adalah isu yang penting bagi keluarga, mereka biasanya lebih memperhatikan maksimisasi nilai perusahaan dibandingkan pemegang saham besar lainnya (Anderson *et al*, 2002).

Mayoritas perusahaan publik di Indonesia dikuasai oleh keluarga (Arifin, 2003). Struktur kepemilikan yang tersebar hanya ditemukan di Amerika Serikat dan Inggris. Di negara maju yang lain maupun di negara-negara sedang berkembang, kebanyakan perusahaan memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi dengan pemilik utama keluarga (Arifin, 2003). La Porta *et al* (1999) dalam Arifin (2003) menyatakan bahwa 85% perusahaan di Spanyol memiliki kepemilikan pengendali keluarga. Sementara di Inggris dan Amerika, kepemilikan pengendali keluarga hanya sebesar 10% dan 20% dari seluruh kepemilikan saham perusahaan-perusahaan besar di kedua negara tersebut.

Claessens *et al* (2000) menyatakan lebih dari dua per tiga perusahaan di 9 negara Asia Timur, yakni Hong Kong, Indonesia, Jepang, Korea Selatan, Malaysia, Filipina, Singapura, Taiwan, dan Thailand, dikontrol oleh pemegang saham

tunggal. Manajer dari perusahaan tertutup biasanya merupakan kerabat atau keluarga dari keluarga pemegang saham pengendali. Perusahaan yang sudah berdiri sejak lama umumnya dikontrol oleh keluarga. Selain itu, kekayaan perusahaan di Asia Timur yang signifikan terkonsentrasi di antara beberapa keluarga.

Layaknya perusahaan-perusahaan lainnya, perusahaan dengan kepemilikan keluarga juga memiliki *agency problem*. Arifin (2003) menyatakan bahwa akar masalah agensi dan mekanisme pengontrol masalah agensi pada perusahaan keluarga berbeda dengan perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan menyebar. Pada struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dengan keluarga sebagai pemegang saham utama, permasalahan tidak lagi antara manajer dan pemilik, karena pemegang saham mayoritas (keluarga) dapat sepenuhnya mengontrol manajemen. Permasalahan agensi yang muncul adalah antara manajer/pemilik mayoritas (keluarga) dengan pemegang saham non-mayoritas (Arifin, 2003). Wallace dan Zinkin (2005) juga menyatakan bahwa perusahaan keluarga publik memiliki satu set *agency problem*, yakni berasal dari perbedaan tujuan antara pemegang saham dominan (keluarga) dengan pemegang saham lain, atau pemegang saham minoritas.

Fama & Jensen (1983) menyatakan bahwa adanya kepemilikan keluarga merupakan salah satu solusi yang memungkinkan untuk meminimalisir *agency problem* karena dapat mengurangi biaya *monitoring* terhadap agen. Meskipun demikian, terdapat batasan efektivitas dari kepemilikan keluarga dalam mengurangi *equity agency costs* (Fleming *et al*, 2005). Karena perusahaan yang sudah berdiri sejak lama yang dikontrol oleh keluarga besar memiliki struktur kepemilikan yang lebih tersebar, keinginan dari anggota keluarga dengan perusahaan itu sendiri dan juga dengan *stakeholder* lain mungkin saja tidak sejalan. Hal ini menyebabkan pengawasan dari keluarga besar terhadap perusahaan tidaklah efektif dibandingkan dengan pengawasan oleh pemilik tunggal (Ang *et al*, 2000). Terdapat pula isu bahwa keluarga besar mampu mengambil alih kekayaan dari *stakeholder* lain, karena adanya kekuatan dan pengaruh yang mereka miliki atas perusahaan.

Terdapat banyak literatur yang menunjukkan bahwa adanya kepemilikan keluarga pendiri dalam perusahaan membuat kekayaan pemegang saham minoritas terekspropriasi. Secara spesifik, Demsetz dan Lehn (1985) menyatakan bahwa keluarga memiliki insentif dan kekuatan untuk secara sistematis mengambil alih kekayaan dari pemegang saham lainnya dalam perusahaan, yang mengindikasikan adanya konflik *moral hazard* antara keluarga pendiri dengan pemegang saham minoritas (Anderson dan Reeb, 2003).

Faccio *et al* (2002) dalam Anderson dan Reeb (2003) menyatakan bahwa pemegang saham pengendali keluarga memiliki insentif yang besar untuk mengekspropriasi kekayaan dari pemegang saham minoritas dan insentif tersebut semakin besar ketika pengaruh dari keluarga tersebut melebihi hak kepemilikannya. Mereka menyatakan bahwa kepemilikan keluarga dalam perusahaan di Asia Timur menimbulkan *agency conflict* yang besar dengan pemegang saham lainnya dalam perusahaan ketika pengaruh keluarga lebih besar dari *cash flow right*. Keluarga dapat mengontrol atau mempengaruhi perusahaan melalui 2 cara: menempati posisi CEO atau menempati posisi dewan direksi yang tidak proporsional dengan jumlah kepemilikan yang mereka miliki. Ali *et al* (2007) juga menyatakan bahwa *agency problem* antara pemegang saham pengendali keluarga dengan pemegang saham minoritas dapat memicu manipulasi *accounting earnings*, contohnya, menyembunyikan dampak yang merugikan dari transaksi dengan pihak yang memiliki hubungan istimewa (*related party transactions*) atau memfasilitasi *entrenchment* anggota keluarga dalam posisi manajemen. Hasil penelitian dari Santiago-Castro dan Brown (2007) juga menunjukkan hal yang sama di Amerika Latin, bahwa derajat kepemilikan yang tinggi dari keluarga tertentu meningkatkan potensi ekspropriasi terhadap hak pemegang saham minoritas.

Meskipun demikian, Anderson dan Reeb (2003) dalam penelitiannya menemukan bahwa kepemilikan keluarga pada perusahaan publik tidak mengambil alih kekayaan dari pemegang saham minoritas. Sebaliknya, pemegang saham minoritas mendapatkan manfaat dari keberadaan keluarga pendiri. Sehingga Anderson dan Reeb (2003) mengambil kesimpulan bahwa dalam pasar finansial

yang memiliki regulasi yang baik dan transparan seperti di Amerika Serikat, kepemilikan keluarga justru dapat mengurangi konflik *moral hazard* terhadap pemegang saham minoritas, sehingga mengurangi *agency cost* dan merupakan struktur organisasi yang efektif.

### 2.3.2 Konsentrasi Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang mayoritas dimiliki oleh institusi atau lembaga, seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, aset *management* dan kepemilikan institusi lain (Anggraini, 2011). Sementara Koh (2003) dalam Siregar dan Utama (2008) mendefinisikan kepemilikan institusional sebagai kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan *asset management*.

Berdasarkan Financial Economist Roundtable Statement on Institutional Investors & Corporate Governance (1999), peningkatan kepemilikan institusi dalam perusahaan menyediakan insentif yang besar bagi investor untuk secara aktif mengawasi dan mempengaruhi kebijakan manajemen perusahaan tersebut (Siregar & Utama, 2008). Djakman dan Machmud (2008) juga menyatakan bahwa adanya kepemilikan institusional merupakan sarana untuk mengawasi manajemen dari tindakan *opportunistic* yang dapat dilakukan manajer.

Investor institusional besar memiliki peluang, sumber daya, dan kemampuan untuk mengawasi, mendisiplinkan, dan mempengaruhi manajer (Cornett *et al*, 2007). Balsam *et al* (2002) juga menyatakan bahwa investor institusional lebih mampu mendeteksi *earning management* dibandingkan investor non-institusional karena investor institusional memiliki akses terhadap informasi yang lebih relevan dan berkala. Oleh karena itu, semakin besar kepemilikan institusional, maka pemanfaatan aktiva perusahaan akan semakin efisien dan dapat mencegah pemborosan yang dilakukan manajemen (Faizal, 2004 dalam Arif, 2006).

Shleifer dan Vishny (1986) dalam Ahmed dan Duellman (2007) menyatakan bahwa adanya kepemilikan saham yang besar dari investor institusional akan mendorong investor tersebut untuk melakukan aktivitas pengawasan yang lebih

baik karena kekuatan *voting* mereka membuat mereka dapat mempengaruhi pengambilan keputusan manajemen secara signifikan. Selain itu, karena tingginya biaya untuk melakukan pengawasan, hanya pemegang saham besar seperti investor institusional yang mampu mendapatkan keuntungan yang memadai sehingga mereka memiliki insentif untuk melakukan pengawasan (Cornett *et al*, 2007).

Meskipun demikian, beberapa studi menunjukkan bahwa tidak semua investor institusional sama. Bricklet *et al* (1988) mengklasifikasi investor institusional menjadi dua tipe, yakni *pressure-sensitive* investor dan *pressure-insensitive* investor (Cornett *et al*, 2007). *Pressure-sensitive* investor adalah investor institusional yang telah memiliki hubungan bisnis potensial dengan perusahaan, dan lebih acuh terhadap keputusan manajemen untuk melindungi hubungan tersebut, misalnya perusahaan asuransi atau bank melalui *trust department*. Sementara *pressure-insensitive* investor adalah investor institusional yang lebih berkeinginan untuk mengawasi, mendisiplinkan, dan melakukan kontrol terhadap manajer perusahaan karena tidak memiliki tekanan untuk mempertahankan hubungan baik dengan perusahaan tempat mereka melakukan investasi, seperti perusahaan investasi atau *independent investment advisors*.

Sejalan dengan klasifikasi tersebut, Brickley *et al* (1988) dalam Cornett *et al* (2007) menyatakan bahwa *pressure-insensitive* investor lebih mampu mendisiplinkan atau menentang manajemen dibandingkan dengan *pressure-sensitive investor*. Almazan *et al* (2005) juga menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan saham dari *pressure-insensitive* investor, maka semakin besar tingkat kedisiplinan kompensasi eksekutif. Chen *et al* (2005) juga menemukan bahwa adanya *pressure-insensitive* investor membuat keputusan akuisisi perusahaan lebih baik (Cornett *et al*, 2007).

### 2.3.3 Konsentrasi Kepemilikan Asing

Kepemilikan asing merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh perusahaan multinasional (Anggraini, 2011). Sementara Aryani (2011) menyatakan bahwa kepemilikan asing merupakan proporsi saham biasa perusahaan yang dimiliki oleh perorangan, badan hukum, pemerintah, serta bagian-bagiannya yang berstatus luar negeri.

Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1055/KMK.013/1989 mendefinisikan pemodal asing sebagai perorangan Warga Negara Asing, Badan Hukum Asing dan Pemerintah Asing serta bagian-bagiannya. Dalam KMK tersebut disebutkan bahwa pemodal asing dapat membeli saham maksimal 49% maupun 49% saham yang tercatat di bursa efek dan bursa paralel, kecuali untuk saham yang diemisikan oleh bank swasta. Pada tahun 1997, dikeluarkan Keputusan Menteri Keuangan baru sebagai pengganti Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1055/KMK.013/1989, yakni KMK Nomor 455/KMK.01/1997 tentang Pembelian Saham oleh Pemodal Asing Melalui Pasar Modal. KMK tersebut menghapuskan batasan pembelian saham oleh pemodal asing melalui pasar modal dan bursa efek.

Pemodal asing berperan dalam meningkatkan likuiditas dan memfasilitasi efisiensi pasar. Peran tersebut disebabkan kekuatan yang dimiliki oleh pemodal asing, yang berupa: modal yang lebih besar, akses luas ke pasar modal dunia serta lebih berpengalaman, analisis fundamental yang lebih baik, memiliki informasi yang lebih banyak dan lebih baik, dan memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menginterpretasikan informasi. Walaupun demikian, pemodal asing juga memiliki kendala seperti resiko nilai tukar, *home bias*, batasan kepemilikan maksimum, dan tidak fokus ke hanya satu negara (Laporan Studi Identifikasi Pemodal Asing, BAPEPAM, 2008)

Wang (2007a) seperti yang terdapat dalam Laporan Studi Identifikasi Pemodal Asing, BAPEPAM (2008) menyatakan bahwa terdapat beberapa karakteristik kepemilikan asing:

1. Pemodal asing memperluas basis pemodal yang pada akhirnya akan meningkatkan penyebaran risiko dan imbal hasil yang diperoleh
2. Pemodal asing diasumsikan memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mencermati pengelolaan perusahaan dibandingkan pemodal lokal, dan analisis asing biasanya juga dianggap lebih mampu dalam menerbitkan hasil analisis yang tepat waktu dan akurat dibandingkan analisis lokal. Hal ini akan membantu dalam mengurangi tingkat ketidakseimbangan informasi (*information asymmetry*) untuk suatu saham tertentu sehingga akan memberikan sinyal yang positif (*positif signalling*) secara keseluruhan;
3. Adanya fakta bahwa saham yang dimiliki asing biasanya mempunyai imbal hasil yang lebih baik (*foreign ownership premium*) dapat membantu meningkatkan kepercayaan pemodal atas suatu saham yang pada akhirnya akan mengurangi tingkat volatilitas saham tersebut;
4. Keterlibatan pemodal asing dapat membantu peningkatan penerapan tata kelola perusahaan yang baik, tingkat keuntungan perusahaan dan menolong perusahaan yang dalam kondisi sulit. Hal ini disebabkan karena pemodal asing dianggap mampu dan berani menyuarakan kepentingan pemodal secara luas jika terdapat kebijakan manajemen perusahaan yang merugikan atau jika terdapat benturan kepentingan antara manajemen dan pemodal.

Xiao *et al* (2004), seperti yang dikutip oleh Aryani (2011) menyatakan bahwa perusahaan dimana sebagian besar sahamnya dimiliki oleh asing biasanya lebih sering menghadapi masalah asimetri informasi, karena adanya hambatan geografis dan bahasa. Oleh karena itu, perusahaan dengan kepemilikan asing yang besar akan terdorong untuk melaporkan atau mengungkapkan informasinya secara sukarela dan luas.

Dari uraian di atas dapat disimpulkan bahwa dengan adanya kepemilikan asing, *agency cost* akan berkurang, karena adanya keterbukaan informasi dan peningkatan penerapan tata kelola. Meskipun demikian, Wright dan Madura

(1995) menyatakan bahwa *agency cost* perusahaan-perusahaan multinasional justru lebih besar. Hal ini dikarenakan negara lain tempat kantor pusat membuka cabangnya (*subsidiary*) memiliki karakteristik yang berbeda dengan kantor pusat, sehingga menyulitkan pengawasan terhadap *foreign subsidiary manager* tersebut. Karakteristik tersebut adalah adanya jarak geografis antara kantor pusat dan *subsidiary*, perbedaan budaya perusahaan, perbedaan budaya dan bahasa nasional, dan perbedaan level ekonomi negara tempat kantor pusat dan *subsidiary* berada. Sehingga *agency problem* akan lebih akut di perusahaan-perusahaan multinasional.

#### 2.4 Governance Structure

*Agency theory* mempengaruhi *governance structure*, atau struktur tata kelola perusahaan tertentu. Pemisahan fungsi eksekutif dan fungsi pengawasan yang disyaratkan pada *agency theory* memungkinkan terciptanya ‘*check and balance*’ dalam korporasi sehingga terjadi independensi yang sehat bagi para manajer untuk menghasilkan kinerja korporasi yang maksimal dan pengembalian (*return*) yang memadai bagi para pemegang saham. Alijoyo (2004) dalam Aryanto (2010) menyatakan bahwa *governance structure* adalah struktur hubungan pertanggung jawaban dan pembagian peran di antara berbagai organ utama perusahaan, yakni pemilik atau pemegang saham, pengawas atau komisaris, dan pengelola atau direksi.

Terdapat 2 jenis *corporate governance structure* berdasarkan jenis dewannya, yakni *one-tier board system* dan *two-tier board system*. *One-tier board system* banyak dianut oleh negara yang cenderung mengikuti hukum *anglo-saxon* (*common law*), sedangkan *two-tier board system* banyak diterapkan oleh negara-negara Eropa dan negara-negara lain yang menganut *civil law*, termasuk Indonesia (Alijoyo dan Zaini, 2004).

Dalam *one-tier board system*, perusahaan tidak melakukan pemisahan antara fungsi pengawasan dengan fungsi eksekutif. Sementara *two-tier board system* melakukan pemisahan dengan tegas antara fungsi pengawasan oleh *supervisory board* dan fungsi eksekutif oleh manajemen. Indonesia sendiri menganut *two-tier*

*board system*. Dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas dengan tegas ditetapkan pemisahan antara kedua *board*, yakni Komisaris (*supervisory board*) dan Direksi (*executive board*). Komisaris berfungsi sebagai pengawas, Direksi berfungsi sebagai pengelola, dan keduanya bertanggung jawab kepada pemegang saham melalui Rapat Umum Pemegang Saham atau RUPS (Alijoyo dan Zaini, 2004).

#### **2.4.1 Dewan Komisaris**

Menurut Undang-Undang Perseroan Terbatas Nomor 40 Tahun 2007, dewan komisaris adalah organ perseroan yang bertugas melakukan pengawasan secara umum dan atau khusus sesuai dengan anggaran dasar serta memberi nasihat kepada direksi. Pengawasan tersebut harus dilakukan untuk kepentingan perusahaan dan sesuai dengan maksud dan tujuan perusahaan. Yang dapat diangkat menjadi anggota dewan komisaris adalah orang yang cakap melakukan perbuatan hukum, selama 5 tahun sebelum pengangkatannya tidak pernah dinyatakan pailit, tidak menjadi anggota direksi atau anggota dewan komisaris yang dinyatakan bersalah yang menyebabkan suatu perusahaan dinyatakan pailit, atau tidak pernah dihukum karena melakukan tindak pidana yang merugikan keuangan negara dan atau yang berkaitan dengan sektor keuangan. Selain itu, menurut UU PT, setiap anggota dewan komisaris tidak dapat bertindak sendiri-sendiri, melainkan bersama-sama berdasarkan keputusan dewan komisaris.

Menurut Wallace dan Zinkin (2005), dewan komisaris bertanggung jawab secara kolektif atas kesuksesan perusahaan melalui tugas pengarahan dan pengawasan. Peran dewan komisaris adalah menyediakan *entrepreneurial leadership*, dan di saat yang sama memastikan bahwa telah terdapat kontrol yang hati-hati dan efektif yang dapat membuat perusahaan menilai dan mengelola resikonya dengan tepat. Dewan komisaris juga bertanggung jawab untuk membuat nilai dan standar perusahaan, dan memastikan bahwa kewajiban perusahaan terhadap pemegang sahamnya dapat dipahami dan dipenuhi. Oleh karena itu, dewan komisaris memainkan peran penting dalam tata kelola perusahaan. Dewan komisaris diharuskan untuk fokus terhadap tugas-tugas tersebut, sebagai representasi dari

pemegang saham, yang penting bagi peningkatan dan proteksi yang efektif atas kepentingan pemegang saham.

Wallace dan Zinkin (2005) juga menyatakan bahwa hampir sebagian besar *code of corporate governance* menyatakan terdapat 6 tanggung jawab utama yang harus dijalankan oleh dewan komisaris:

1. Meninjau dan mengadopsi rencana strategik

Pembuatan dari rencana strategik ini adalah tanggung jawab manajemen. Meskipun demikian, dewan komisaris bertanggung jawab untuk meninjau rencana tersebut, mendiskusikannya dengan manajemen, meminta adanya variasi, dan bahkan menolak sebagian rencana tersebut sebelum rencana formal dijalankan.

2. Mengawasi bisnis perusahaan

Dewan komisaris hanya bertanggung jawab atas pengawasan bisnis perusahaan, dan bukan pelaksanaan aktual dari bisnis itu sendiri, yang merupakan tanggung jawab dari direksi dan manajemen. Dewan komisaris khususnya mengawasi pelaksanaan hal-hal seperti rencana strategik, pelaksanaan bisnis ke arah tujuan rencana strategik, dan fungsi pengawasan dan pelaporan dari pelaksanaan bisnis tersebut.

3. Mengidentifikasi resiko utama

Manajemen resiko mencakup identifikasi dan evaluasi resiko. Pembuatan kebijakan manajemen resiko perusahaan, dan prosedur untuk mengawasi dan melaporkan secara periodik mengenai proses manajemen resiko tersebut.

4. Merencanakan suksesi dewan direksi dan manajemen senior

5. Mengimplementasikan program hubungan investor dan kebijakan komunikasi pemegang saham yang tepat

6. Memastikan adanya kontrol internal, termasuk manajemen sistem informasi dan kepatuhan telah dipenuhi.

Terdapat dua jenis komisaris berdasarkan independensinya, yakni komisaris non-independen dan komisaris independen. Komisaris non independen adalah komisaris yang berasal dari pemegang saham mayoritas, atau mewakili pemegang saham mayoritas. Sementara komisaris independen adalah komisaris yang tidak berasal dari pemegang saham mayoritas, atau mewakili pemegang saham minoritas.

Persyaratan bagi komisaris independen menurut keputusan Direksi BEJ Nomor Kep 339/BEJ/07-2001 adalah tidak memiliki hubungan afiliasi dengan pemegang saham pengendali, tidak ada hubungan afiliasi dengan direktur dan komisaris perusahaan tersebut, tidak bekerja rangkap sebagai direktur di perusahaan yang terafiliasi, dan memahami peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal. Keberadaan komisaris independen dimaksudkan untuk menciptakan iklim yang lebih objektif dan independen, dan juga untuk menjaga *'fairness'* serta mampu memberikan keseimbangan antara kepentingan pemegang saham mayoritas dan perlindungan terhadap kepentingan pemegang saham minoritas, bahkan kepentingan para *stakeholders* lainnya. Meskipun demikian, pada dasarnya semua komisaris seharusnya bersifat independen, dalam pengertian mereka diharapkan mampu melaksanakan tugas-tugasnya secara independen, semata-mata demi kepentingan perusahaan, dan terlepas dari pengaruh berbagai pihak yang memiliki kepentingan yang dapat berbenturan dengan kepentingan perusahaan (Alijoyo dan Zaini, 2004).

Dewan komisaris berhak untuk membuat komite-komite yang dapat membantu mereka dalam menjalankan fungsi pengawasannya. Eksistensi dari komite-komite tersebut memungkinkan dewan komisaris memiliki struktur dan prosedur terkait untuk menjalankan peran pengawasan mereka tanpa perlu melakukan intervensi mendalam terhadap manajemen perusahaan. Meskipun demikian, harus diingat bahwa komite-komite tersebut hanya dapat berbicara atau bertindak ketika dewan komisaris mengotorisasi mereka untuk melakukan hal tersebut (Wallace dan

Zinkin, 2005). Adapun komite-komite tersebut antara lain (Alijoyo dan Zaini, 2004):

#### 1. Komite Audit

Suatu komite yang terdiri dari 3-5 anggota eksternal yang profesional dalam perundang-undangan, *corporate finance*, dan audit. Komite bertanggung jawab kepada dewan komisaris dan membantu dewan komisaris dalam hal *financial disclosure*, kontrol internal, dan pelaksanaan *code of conduct*. Ketua komite audit adalah seorang komisaris independen.

#### 2. Komite Remunerasi

Komite yang terdiri dari 2-3 anggota eksternal yang profesional dalam sistem kompensasi eksekutif. Komite bertanggung jawab kepada dewan komisaris dan membantu dewan komisaris dalam menentukan paket kompensasi eksekutif, dan juga membantu dewan komisaris untuk menentukan remunerasi mereka sendiri yang diusulkan kepada pemegang saham.

#### 3. Komite Nominasi

Suatu komite yang terdiri dari 3-5 anggota eksternal yang mewakili *stakeholders* yang berpengaruh ditambah beberapa komisaris independen. Komite bertanggung jawab kepada dewan komisaris dan membantu dewan komisaris dalam menentukan profil kandidat untuk nominasi dewan komisaris dan direksi.

#### 4. Komite Manajemen Resiko

Suatu komite yang terdiri dari 1-2 anggota eksternal yang profesional dalam manajemen resiko ditambah beberapa anggota komisaris. Komite bertanggung jawab kepada dewan komisaris dan membantu mereka dalam seluruh aspek pengawasan manajemen resiko perusahaan.

Menurut Alijoyo dan Zaini (2004), dari segi efektivitas dewan komisaris, terdapat beberapa karakteristik yang harus dimiliki oleh mereka agar dapat dikatakan sebagai dewan komisaris yang efektif, yakni:

- Mereka mencerminkan adanya bauran yang seimbang dalam hal pengetahuan, keahlian, pengalaman, dan kemampuan
- Mereka menerapkan proses dan praktik yang memungkinkan pembuatan keputusan yang patut (*proper and well-informed*) dan bertanggung jawab
- Mereka memperlihatkan adanya *sense of purpose*, dan mengarahkan serta menuntun perusahaan dengan kepemimpinan yang kolektif

Berdasarkan karakteristik di atas, mekanisme bagi terciptanya dewan komisaris yang efektif mencakup tiga elemen utama, yakni: proses, dinamika, dan peranti. Proses, terutama proses pengambilan keputusan, hendaknya merupakan proses yang memfasilitasi setiap anggota dewan komisaris untuk dapat membuat keputusan yang patut dan bertanggung jawab. Oleh karena itu, dinamika dewan komisaris hendaknya dikembangkan ke arah terciptanya hubungan yang kolaboratif dan komunikatif, baik di antara anggota dewan komisaris, maupun antar anggota dewan komisaris dengan direksi dan pemegang saham. Agar proses dan dinamika dewan komisaris dapat berjalan dengan baik, proses dan dinamika tersebut perlu ditunjang oleh piranti atau sarana yang memadai, contohnya program pelatihan, perencanaan agenda, pendistribusian materi rapat, *code of conduct*, *performance review*, dan lain-lain (Alijoyo dan Zaini, 2004).

Komisaris yang tidak efektif menimbulkan peluang terjadinya *bad corporate governance*, karena fungsi *check and balances* tidak berjalan. Akibatnya, pemegang saham minoritas, kreditur, pemasok, dan *stakeholder* lain akan dirugikan dengan tidak adanya jaminan mengenai validitas informasi atau pengungkapan yang diberikan perusahaan, rendahnya transparansi, dan efektivitas prosedur pemeriksaan keuangan (Alijoyo dan Zaini, 2004).

### 2.4.2 Dewan Komisaris dan *Agency Conflict*

Menurut Warther (1998), pemegang saham dan manajer tidak berinteraksi secara langsung, tetapi melalui *board*. Karena pemegang saham tidak mampu mengawasi terlaksananya apa yang mereka inginkan dalam perusahaan, mereka meminta *board* untuk melakukan pengawasan atas kepentingan tersebut. Masalah dibalik pemilihan *board* ini ialah karena pemegang saham tidak mampu mengontrol manajemen dengan efektif, sehingga membutuhkan wakil dalam perusahaan.

Pendapat mengenai efektivitas aktivitas pengawasan dewan komisaris terhadap direksi dan manajemen terbagi menjadi dua kubu. Kubu pertama, yang direpresentasikan oleh Fama dan Jensen (1983), menyatakan bahwa *board* adalah puncak dari sistem kontrol dan pengawasan terhadap manajemen. Menurut Fama dan Jensen (1983), dalam Warther (1998), *board* adalah pengadilan tingkat atas bagi *internal agent market* dan *outside directors* untuk menyelesaikan *agency problem* antara manajer dan pemegang saham dengan membuat kompensasi eksekutif dan memilih manajer pengganti.

*Board* juga dapat memberi saran kepada manajer mengenai strategi yang akan diambil dan menyediakan keahlian dari luar (Ahmed dan Duellman, 2007). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *board* bertanggung jawab untuk mengawasi dan mendisiplinkan manajemen. Fungsi ini khususnya ditekankan pada *independent directors*, yang tidak memiliki tekanan untuk memanipulasi *earning* dan lebih mampu mengawasi *earning process* (Fama dan Jensen, 1983). Menunjuk *independent director* dalam *board* merupakan mekanisme efektif untuk mengurangi *agency problem* dan meningkatkan kualitas *earning* (Machuga dan Teitel, 2009). Brick dan Chidambaram (2010) juga menyatakan bahwa nilai perusahaan akan meningkat ketika pengawasan oleh dewan meningkat. Dengan demikian, keberadaan *board* akan menyediakan pengawasan yang efektif atas kinerja manajemen dan menurunkan *agency cost*.

Kubu kedua, yang direpresentasikan oleh Herman (1981) dan Mace (1986), menyatakan hal yang sebaliknya. Mereka menyatakan bahwa *board* tidak menjalankan fungsi pengawasan dengan baik dan tidak bertindak lebih jauh selain

menyediakan kontrak dan saran bagi manajemen. Mace (1986) menyimpulkan bahwa faktanya, *board* melakukan aktivitas-aktivitas berikut ini: (1) menyediakan saran dan konsultasi bagi manajemen, (2) bertindak sebagai pihak yang melakukan semacam pengawasan, dan (3) bertindak dalam situasi krisis. Fakta-fakta yang ia temukan memperjelas opininya bahwa *board* tidak melakukan tugas pengawasan yang seharusnya mereka lakukan (Warther, 1998). Dengan demikian, berdasarkan penelitian Mace (1986), adanya *board* tidak akan berpengaruh apa-apa terhadap *agency problem* dan *agency cost* dalam perusahaan karena mereka tidak melakukan aktivitas pengawasan sebagaimana mestinya.

Lebih jauh, Jensen (1993) menambahkan bahwa *board* dalam perusahaan yang sudah berfungsi dengan baik cenderung kurang aktif dan mengalami lebih sedikit konflik. Peran *board* meningkat ketika terdapat krisis, atau ketika kepentingan pemegang saham berada dalam bahaya. Ketika performa perusahaan menurun, *board* cenderung lebih aktif untuk menyelesaikan masalah ini (Vafeas, 1999). Brick dan Chidambaran (2010) juga menambahkan bahwa aktivitas pengawasan oleh *board* akan meningkat ketika perusahaan terlibat dalam program investasi seperti merger atau akuisisi, karena *board* bertanggung jawab untuk memberikan saran strategik kepada manajemen. Selain itu, mereka juga menyatakan aktivitas pengawasan *board* akan meningkat ketika perusahaan mengalami *regulatory pressure*, seperti ketika Sarbanes-Oxley Act baru saja dikeluarkan pada tahun 2002.

Vafeas (1999) menyatakan terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi tingkat pengawasan *board* secara signifikan, yakni ukuran *board*, tingkat kepemilikan manajerial, reputasi anggota *dewan*, jumlah komite yang dimiliki oleh dewan, dan performa perusahaan di tahun sebelumnya. Pertama, seiring dengan peningkatan jumlah anggota *board*, aktivitas *board* akan meningkat, karena mereka membutuhkan waktu lebih lama untuk memproses informasi yang ada. Kedua, level kepemilikan *insider* atau manajerial yang tinggi mengindikasikan bahwa *insider* memiliki kepentingan yang sama dengan pemegang saham dan berusaha melindungi kepentingan tersebut, sehingga level aktivitas pengawasan oleh *board* akan berkurang. Ketiga, anggota *board* yang memiliki reputasi baik cenderung

akan mempertahankan reputasinya, sehingga akan melakukan aktivitas pengawasan dengan lebih baik. Keempat, semakin tinggi jumlah komite yang dimiliki oleh *board*, aktivitas pengawasan akan meningkat, karena koordinasi dan pengawasan terhadap komite-komite tersebut membutuhkan lebih banyak waktu. Terakhir, bila performa perusahaan di tahun sebelumnya buruk, aktivitas pengawasan oleh *board* akan meningkat.

Menurut Warther (1998), kompensasi, komposisi, dan informasi yang dimiliki dewan dapat mempengaruhi tingkat efektivitas pengawasan dewan komisaris. Adapun faktor-faktor tersebut antara lain: (1) membuat kompensasi dewan bergantung pada performa perusahaan dapat meningkatkan efektivitas, tetapi tidak dapat mencapai efektivitas maksimum; (2) melindungi satu atau lebih anggota dewan dari pemecatan atau dampak negatif dari pemecatan dapat meningkatkan efektivitas, sehingga keberadaan komisaris yang mewakili pemegang saham besar akan meningkatkan efektivitas; (3) mengkonsentrasikan informasi di tangan satu anggota dewan akan meningkatkan efektivitas; (4) memberi hukuman kepada anggota dewan yang tidak bekerja dengan baik untuk dikeluarkan dari dewan komisaris perusahaan dapat meningkatkan efektivitas; (5) melindungi anggota dewan dari dampak performa perusahaan yang buruk dapat menurunkan efektivitas; dan (6) dewan komisaris perusahaan dimana informasinya bersifat publik dan dapat dengan mudah diinterpretasikan dapat meningkatkan efektivitas.

## **2.5 Penelitian Terdahulu**

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian Singh dan Davidson (2003), dimana penelitian tersebut bertujuan untuk melihat pengaruh dari struktur kepemilikan dan mekanisme CG terhadap *agency cost*. Singh dan Davidson meneliti pengaruh dari struktur kepemilikan dan mekanisme CG terhadap *agency cost* pada perusahaan publik terbuka besar di NYSE, AMEX, dan NASDAQ. Penelitian tersebut sendiri merupakan pengembangan dari penelitian Ang *et al* (2000), yang menggunakan objek penelitian yang berbeda, yakni perusahaan skala kecil dan menengah. Singh dan Davidson (2003) juga menambahkan beberapa

variabel yang tidak diteliti oleh Ang *et al* (2000), yakni variabel *outside block ownership*, ukuran direksi, dan komposisi direksi.

Selain penambahan variabel, Singh dan Davidson (2003) juga menggunakan proksi pengukuran *agency cost* yang berbeda dengan Ang (2000). Singh & Davidson (2003) menggunakan perusahaan publik besar sebagai perusahaan mereka, sehingga mereka tidak memiliki perusahaan dengan *zero equity agency cost*. Oleh karena itu, Singh & Davidson (2003) menggunakan level absolut efisiensi utilisasi aset dan beban operasi dalam mengukur *agency cost*. Selain itu, Singh & Davidson (2003) juga menggunakan definisi beban operasi yang berbeda. Singh & Davidson (2003) memfokuskan definisinya pada beban penjualan, umum, dan administrasi (*Sales, General, & Administrative Expense*, atau *SG&A Expense*) saja dari total beban operasi.

Hasil penelitian Singh dan Davidson (2003) menemukan bahwa kepemilikan manajerial secara positif berhubungan dengan utilisasi aset, tetapi belum mampu mencegah *discretionary expenses* yang berlebihan secara signifikan. Selain itu, mereka juga menemukan bahwa *outside block ownership* hanya memiliki efek yang terbatas dalam mengurangi *agency cost*.

Penelitian ini akan mencoba untuk mengganti variabel *outside block ownership* tersebut menjadi beberapa konsentrasi struktur kepemilikan, yakni konsentrasi kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing. Hal ini disebabkan beberapa konsentrasi kepemilikan tersebutlah yang umum ditemui di perusahaan-perusahaan publik besar di Indonesia.

Dalam penelitian ini unsur pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kepemilikan saham (Singh & Davidson, 2003; Ang *et al*, 2000) akan dihilangkan mengingat sedikitnya sampel yang dapat diperoleh sehingga dikhawatirkan akan mengurangi tingkat representasi hasil penelitian. Sesuai dengan yang dilakukan oleh Singh & Davidson (2003), penelitian ini juga akan mengontrol mekanisme *corporate governance* lain yang spesifik ditujukan bagi perusahaan publik di Indonesia seperti adanya dewan komisaris dan komisaris independen yang dapat mempengaruhi *agency cost*.

Selain itu, penelitian ini akan menambahkan variabel aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai variabel pemoderasi. Pemegang saham dan manajer tidak dapat berinteraksi secara langsung, melainkan melalui dewan komisaris (Warther, 1998). Karena pemegang saham tidak mampu mengawasi terlaksananya kepentingan mereka dalam perusahaan, mereka meminta dewan komisaris untuk melakukan fungsi pengawasan tersebut.

Meskipun demikian, aktivitas pengawasan dewan komisaris yang tidak efektif juga dapat meningkatkan *agency cost*. Hal ini dikarenakan dewan komisaris hanya bertindak di saat krisis (Jensen, 1993), padahal keberadaan dewan komisaris sendiri menimbulkan biaya yang tidak sedikit bagi perusahaan, seperti gaji, tunjangan, biaya perjalanan, biaya pertemuan, dan fasilitas lainnya (Vafeas, 1999).

Uraian di atas menjelaskan signifikansi aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai pemoderasi dari *agency cost* perusahaan, sehingga penulis merasa perlu untuk menambahkan aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai pemoderasi dari *agency cost*.

## 2.6 Pengembangan Hipotesis

Silva dan Majluf (2008) dalam penelitiannya, dengan menggunakan data perusahaan publik di Cili selama 2000 – 2003, menemukan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh terhadap performa perusahaan, dimana positif atau negatifnya dampak tersebut bergantung pada konsentrasi hak *voting*. Bila konsentrasi hak *voting* rendah, adanya kepemilikan keluarga akan meningkatkan performa perusahaan dan kontribusinya akan semakin meningkat ketika keluarga tersebut sangat terlibat dalam manajemen, sementara bila konsentrasi hak *voting* tinggi, performa perusahaan akan menurun dan akan semakin menurun ketika keluarga tersebut sangat terlibat dalam manajemen.

Faccio *et al* (2002) dalam Anderson dan Reeb (2003) menemukan bahwa kepemilikan keluarga dalam perusahaan-perusahaan di Asia Timur menimbulkan *agency conflict* yang besar dengan pemegang saham lainnya dalam perusahaan

ketika pengaruh keluarga lebih besar dari *cash flow right*. Hasil penelitian dari Santiago-Castro dan Brown (2007) juga menunjukkan hal yang sama di Amerika Latin, bahwa derajat kepemilikan yang tinggi dari keluarga tertentu meningkatkan potensi ekspropriasi terhadap hak pemegang saham minoritas.

Penelitian mengenai dampak dari konsentrasi kepemilikan keluarga terhadap performa perusahaan pada perusahaan non-listed di Spanyol dilakukan oleh Arosa *et al* (2010). Mereka menemukan bahwa tidak ada hubungan antara konsentrasi kepemilikan dengan performa perusahaan, baik perusahaan keluarga maupun perusahaan non-keluarga. Meskipun demikian, pada perusahaan keluarga, mereka menemukan terdapat hubungan antara konsentrasi dengan performa perusahaan, bergantung pada generasi keluarga yang mengelola perusahaan tersebut. Pada generasi pertama perusahaan keluarga, terdapat hubungan positif antara konsentrasi dan performa perusahaan pada tingkat *control rights* yang rendah, sebagai hasil adanya pengawasan. Namun ketika konsentrasi kepemilikan semakin tinggi, dan tingkat *control rights* semakin tinggi, performa perusahaan akan menurun, akibat adanya ekspropriasi. Dengan demikian, adanya indikasi ekspropriasi akan menyebabkan kepemilikan keluarga dapat meningkatkan *agency cost* dalam perusahaan.

Meskipun demikian, Anderson dan Reeb (2003) dalam penelitiannya menemukan bahwa kepemilikan keluarga pada perusahaan publik tidak mengambil alih kekayaan dari pemegang saham minoritas. Sebaliknya, pemegang saham minoritas mendapatkan manfaat dari keberadaan keluarga pendiri. Sehingga Anderson dan Reeb (2003) mengambil kesimpulan bahwa dalam pasar finansial yang memiliki regulasi yang baik dan transparan seperti di Amerika Serikat, kepemilikan keluarga justru dapat mengurangi konflik *moral hazard* terhadap pemegang saham minoritas, sehingga mengurangi *agency cost* dan merupakan struktur organisasi yang efektif. Arifin (2003) dalam penelitiannya juga menyimpulkan bahwa pengurangan masalah agensi di perusahaan keluarga lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang tidak memiliki pemegang saham pengendali dan perusahaan yang dikontrol oleh publik. Pindado *et al* (2011) dengan menggunakan data perusahaan publik di 9 negara Uni Eropa pada tahun

1996 – 2006 juga menemukan bahwa keberadaan perusahaan keluarga secara umum dapat meningkatkan performa. Hal ini dikarenakan perusahaan keluarga memiliki sensitivitas *cash flow-investment* yang rendah, sehingga perusahaan keluarga memiliki tingkat ketergantungan yang rendah terhadap dana internal saat melaksanakan proyek investasi dan mampu mencapai level investasi yang optimum. Oleh karena itu, menurut Pindado, kemampuan pemilik keluarga untuk mengurangi *agency problem* baik antara pemegang obligasi dan pemegang saham, serta konflik antara manajer dan investor, telah terbukti.

Fleming *et al* (2004) juga menemukan bahwa *agency cost* perusahaan akan berkurang ketika kepemilikan keluarga meningkat. Penelitian tersebut sejalan dengan penelitian DeAngelo dan DeAngelo (1985) dan Fama dan Jensen (1983a) mengenai dampak dari struktur kepemilikan keluarga. Fama & Jensen (1983) menyatakan bahwa kemampuan kepemilikan keluarga untuk mengurangi *agency problem* dikarenakan adanya kepemilikan keluarga dapat mengurangi biaya pengawasan terhadap agen.

Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan keluarga terhadap *agency cost* bervariasi dan tidak konsisten. Beberapa menyatakan sifatnya positif (semakin meningkatnya kepemilikan keluarga akan membuat *agency cost* juga meningkat), dan terdapat pula yang menyatakan hal yang sebaliknya (peningkatan kepemilikan keluarga menyebabkan penurunan *agency cost*). Oleh karena itu, arah dari hubungan antara kepemilikan keluarga dengan *agency cost* tidak dapat ditentukan. Dengan demikian, hipotesis yang dapat dibuat adalah sebagai berikut:

**H<sub>1a</sub>: Konsentrasi kepemilikan keluarga berpengaruh terhadap Agency Cost**

Inkonsistensi penelitian sebelumnya mengenai dampak antara kepemilikan keluarga dengan *agency cost* mengindikasikan adanya variabel lain yang juga mempengaruhi hubungan antara kepemilikan keluarga dengan *agency cost*. Salah satu langkah yang dapat diambil adalah dengan mengikutsertakan variabel lain sebagai variabel pemoderasi sebagai jembatan antara variabel kepemilikan keluarga dengan *agency cost*. Diharapkan dengan masuknya variabel pemoderasi dalam penelitian ini, hubungan dari *agency cost* dengan kepemilikan keluarga

akan semakin jelas. Dalam penelitian ini, peneliti akan menggunakan aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai variabel pemoderasi.

Dewan komisaris adalah puncak dari sistem kontrol dan pengawasan terhadap manajemen (Fama dan Jensen, 1983). Karena pemegang saham tidak mampu mengawasi tindakan pengelolaan perusahaan yang dilakukan oleh manajer secara langsung, mereka menunjuk dewan komisaris untuk melakukan tindakan pengawasan secara langsung tersebut. Hal tersebut dilakukan untuk memastikan bahwa pengelolaan perusahaan yang dilakukan oleh manajemen sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Brick dan Chidambaran (2010) juga menyatakan bahwa nilai perusahaan akan meningkat ketika pengawasan oleh dewan meningkat. Dengan demikian, keberadaan *board* akan menyediakan pengawasan yang efektif atas kinerja manajemen dan menurunkan *agency cost*.

Terdapat pula pendapat lain yang menyatakan bahwa keberadaan dewan komisaris tidak dapat mempengaruhi tingkat *agency cost*, bahkan meningkatkan *agency cost*. Jensen (1993) menambahkan bahwa *board* dalam perusahaan yang sudah berfungsi dengan baik cenderung kurang aktif dan mengalami lebih sedikit konflik. Peran *board* meningkat ketika terdapat krisis, atau ketika kepentingan pemegang saham berada dalam bahaya. Ketika performa perusahaan menurun, *board* cenderung lebih aktif untuk menyelesaikan masalah ini (Vafeas, 1999). Dengan demikian, aktivitas pengawasan dewan komisaris cenderung tidak efektif dalam melindungi kepentingan pemegang saham.

Komisaris yang tidak efektif menimbulkan peluang terjadinya *bad corporate governance*, karena fungsi *check and balances* tidak berjalan. Akibatnya, pemegang saham minoritas, kreditor, pemasok, dan *stakeholder* lain akan dirugikan dengan tidak adanya jaminan mengenai validitas informasi atau pengungkapan yang diberikan perusahaan, rendahnya transparansi, dan efektivitas prosedur pemeriksaan keuangan (Alijoyo dan Zaini, 2004). Selain itu, keberadaan dewan komisaris menimbulkan biaya yang tidak sedikit bagi perusahaan, misalnya gaji, tunjangan, biaya perjalanan, biaya pertemuan, dan fasilitas lainnya

(Vafeas, 1999). Dengan demikian, aktivitas pengawasan dewan komisaris yang tidak efektif dapat meningkatkan *agency cost*.

Oleh karena itu, hipotesis bagi hubungan antara konsentrasi kepemilikan keluarga dengan *agency cost* dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai pemoderasi adalah sebagai berikut:

**H<sub>1b</sub>: Aktivitas pengawasan dewan komisaris memperkuat hubungan positif atau negatif dari konsentrasi kepemilikan keluarga terhadap *Agency Cost***

Core dan Larcker (2002) menemukan hubungan negatif antara *stock performance* dengan kepemilikan institusional. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi (lebih dari 5%) mengindikasikan kemampuannya untuk mengawasi manajemen. Kepemilikan institusional yang tinggi menyebabkan utilisasi aset perusahaan lebih efisien. Oleh karena itu, proporsi kepemilikan institusional merupakan metode pencegahan terhadap terjadinya inefisiensi dalam perusahaan (Ismiyanti dan Mahadwartha, 2009).

Balsan *et al* (2002) menyimpulkan bahwa karena investor institusional memiliki akses terhadap informasi yang lebih berkala dan akurat, mereka dapat mengidentifikasi *earning management* dengan lebih cepat dan mudah dibandingkan investor non-institusional. Hal ini mengindikasikan kepemilikan institusional memiliki peran penting dalam pengawasan perusahaan, yang pada akhirnya akan membatasi *earning management* yang bersifat oportunistik (Siregar dan Utama, 2008).

Kepemilikan institusi dapat meningkatkan *corporate governance* dan mengurangi *agency conflict* antara pemegang saham dan manajer (Robert dan Yuan, 2010). Crutchley *et al* (1999) menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat menurunkan *agency costs*, karena adanya *monitoring* yang efektif oleh pihak institusional menyebabkan penggunaan utang menurun (Koesnadi, 2010).

Dalam konteks Indonesia sendiri, Mitra (2002), Koh (2003), dan Midiastuty dan Machfoedz (2003) menemukan bukti bahwa tingkat kepemilikan insitusional yang tinggi mampu membatasi tingkat *earning management* yang bersifat oportunistik

dalam perusahaan (Siregar dan Utama, 2008). Hasil penelitian Aryani (2011), dengan menggunakan sampel perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008 sampai 2009 dan perusahaan tersebut termasuk dalam LQ-45, menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempengaruhi besarnya *agency cost*. Larasati (2008), dengan menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2004 – 2007, juga menemukan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh secara signifikan terhadap *agency cost*.

Sebaliknya, Faisal (2005) menemukan hasil yang berbeda. Ia menemukan bahwa kepemilikan institusional belum mampu secara signifikan meningkatkan efisiensi utilisasi aset dan menekan *discretionary expenses*. Indrayani (2006) juga menemukan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara kepemilikan saham institusional terhadap *agency cost*. Indriastuti (2009) menemukan hal yang sama dengan kedua penelitian di atas, yakni kepemilikan institusi tidak secara signifikan dapat menurunkan *agency cost* yang diproksikan dengan *asset utilization ratio*.

Insignifikansi tersebut dikarenakan tidak semua investor institusional sama. Bricklet *et al* (1988) mengklasifikasi investor institusional menjadi dua tipe, yakni *pressure-sensitive* investor dan *pressure-insensitive* investor (Cornett *et al*, 2007). *Pressure-sensitive* investor adalah investor institusional yang telah memiliki hubungan bisnis potensial dengan perusahaan, dan lebih acuh terhadap keputusan manajemen untuk melindungi hubungan tersebut. Sebaliknya, *pressure-insensitive* investor adalah investor institusional yang lebih berkeinginan untuk mengawasi, mendisiplinkan, dan melakukan kontrol terhadap manajer perusahaan karena tidak memiliki tekanan untuk mempertahankan hubungan baik dengan perusahaan tempat mereka melakukan investasi. Oleh karena itu, perusahaan yang dimiliki oleh *pressure-sensitive* investor akan kurang mampu mendisiplinkan atau menentang manajemen.

Di sisi lain, tingkat penggunaan kemampuan investor institusional untuk mempengaruhi keputusan perusahaan bergantung pada besar kepemilikan saham mereka di perusahaan tersebut (Maug, 1998). Dengan demikian, bila kepemilikan

investor institusional dalam perusahaan tersebut rendah, mereka dapat dengan mudah melikuidasi investasinya jika performa perusahaan buruk, dan kurang memiliki insentif untuk melakukan pengawasan.

Penelitian mengenai pengaruh kepemilikan institusi terhadap *agency cost* bervariasi dan tidak konsisten. Beberapa menyatakan kepemilikan institusi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *agency cost*, dan terdapat pula yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap *agency cost*. (peningkatan kepemilikan keluarga menyebabkan penurunan *agency cost*). Dengan demikian, hipotesis yang dapat dibuat adalah sebagai berikut:

**H<sub>2a</sub>: Konsentrasi kepemilikan institusi berpengaruh negatif terhadap Agency Cost**

Inkonsistensi penelitian sebelumnya mengenai dampak antara kepemilikan institusi dengan *agency cost* juga mengindikasikan adanya variabel lain yang juga mempengaruhi hubungan antara kepemilikan institusi dengan *agency cost*. Salah satu langkah yang dapat diambil adalah dengan mengikutsertakan variabel lain sebagai variabel pemoderasi sebagai jembatan antara variabel kepemilikan institusi dengan *agency cost*. Diharapkan dengan masuknya variabel pemoderasi dalam penelitian ini, hubungan dan arah dari *agency cost* dengan kepemilikan institusi akan semakin jelas. Dalam penelitian ini, peneliti akan menggunakan aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai variabel pemoderasi.

Dewan komisaris adalah puncak dari sistem kontrol dan pengawasan terhadap manajemen (Fama dan Jensen, 1983). Karena pemegang saham tidak mampu mengawasi tindakan pengelolaan perusahaan yang dilakukan oleh manajer secara langsung, mereka menunjuk dewan komisaris untuk melakukan tindakan pengawasan secara langsung tersebut. Hal tersebut dilakukan untuk memastikan bahwa pengelolaan perusahaan yang dilakukan oleh manajemen sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Brick dan Chidambaram (2010) juga menyatakan bahwa nilai perusahaan akan meningkat ketika pengawasan oleh dewan

meningkat. Dengan demikian, keberadaan *board* akan menyediakan pengawasan yang efektif atas kinerja manajemen dan menurunkan *agency cost*.

Oleh karena itu, hipotesis bagi hubungan antara konsentrasi kepemilikan institusi dengan *agency cost*, dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai pemoderasi adalah sebagai berikut:

**H<sub>2b</sub>: Aktivitas pengawasan dewan komisaris memperkuat hubungan negatif dari konsentrasi kepemilikan institusi terhadap *Agency Cost***

Zheka (2005) menemukan bahwa kepemilikan asing tidak mampu meningkatkan efisiensi perusahaan, tetapi memiliki dampak positif terhadap kualitas tata kelola perusahaan. Randøy & Goel (2003) menyatakan bahwa tingkat *insider ownership* yang rendah (untuk mengurangi *managerial entrenchment*), *blockholders* besar (untuk menyediakan pengawasan langsung), dan level kepemilikan asing yang tinggi (pengawasan dari luar yang lebih baik) dapat menyediakan tata kelola perusahaan yang lebih baik dan performa jangka panjang yang lebih tinggi. Asiah (2011) menguji pengaruh kepemilikan asing terhadap kinerja perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2006, 2007, dan 2008 menemukan bahwa kepemilikan asing di atas 51% memiliki pengaruh terhadap kinerja pasar dan kinerja operasi.

Bekaert & Harvey (2000) dan Stulz (1999) sama-sama menyatakan bahwa munculnya investor institusi lintas negara dianggap memberikan dampak yang positif dalam mengontrol *managerial entrenchment* dan *agency cost*. Stulz (1999) menyatakan bahwa kepemilikan institusi asing mampu mengurangi *agency cost*. Boardman *et al* (1997) dengan menggunakan data perusahaan Kanada pada tahun 1986 dan 1991 menemukan bahwa *subsidiary* dari Multinational Enterprise (MNE) memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan domestik karena *agency cost* yang rendah. Rendahnya *agency cost* ini dikarenakan adanya kepemilikan yang lebih terkonsentrasi. Penurunan *agency cost* pada perusahaan yang dimiliki oleh asing juga dikarenakan pemodal asing dianggap mampu dan berani menyuarakan kepentingan pemodal secara luas jika terdapat kebijakan manajemen perusahaan yang merugikan atau jika ada benturan kepentingan antara

manajemen dan pemodal (Wang, 2007a, dalam Laporan Studi Identifikasi Pemodal Asing, BAPEPAM, 2008).

Hasil penelitian Aryani (2011) dengan menggunakan sampel perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008 sampai 2009 dan perusahaan tersebut termasuk dalam LQ-45 menunjukkan bahwa kepemilikan asing mempengaruhi besarnya *agency cost*.

Meskipun demikian, Wright dan Madura (1995) menyatakan bahwa *agency cost* perusahaan-perusahaan multinasional justru lebih besar. Hal ini dikarenakan negara lain tempat kantor pusat membuka cabangnya (*subsidiary*) memiliki karakteristik yang berbeda dengan kantor pusat, sehingga menyulitkan pengawasan terhadap *foreign subsidiary manager* tersebut. Karakteristik tersebut antara lain adanya jarak geografis antara kantor pusat dengan *subsidiary*, perbedaan budaya perusahaan, perbedaan budaya dan bahasa nasional, dan perbedaan level ekonomi negara tempat kantor pusat dan *subsidiary* berada. Sehingga *agency problem* akan lebih akut di perusahaan-perusahaan multinasional.

Dengan demikian, terdapat inkonsistensi pendapat mengenai pengaruh kepemilikan asing terhadap *agency cost*. Beberapa menyatakan kepemilikan asing berpengaruh secara positif terhadap *agency cost* (peningkatan kepemilikan asing menyebabkan peningkatan *agency cost*), dan terdapat pula yang menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap *agency cost* (peningkatan kepemilikan keluarga menyebabkan penurunan *agency cost*). Oleh karena itu, arah dari hubungan antara kepemilikan asing dengan *agency cost* tidak dapat ditentukan. Dengan demikian, hipotesis yang dapat dibuat adalah sebagai berikut:

### **H<sub>3a</sub>: Konsentrasi kepemilikan asing berpengaruh terhadap Agency Cost**

Inkonsistensi penelitian sebelumnya mengenai dampak antara kepemilikan asing dengan *agency cost* juga mengindikasikan adanya variabel lain yang juga mempengaruhi hubungan antara kepemilikan asing dengan *agency cost*. Salah

satu langkah yang dapat diambil adalah dengan mengikutsertakan variabel lain sebagai variabel pemoderasi sebagai jembatan antara variabel kepemilikan asing dengan *agency cost*. Diharapkan dengan masuknya variabel pemoderasi dalam penelitian ini, hubungan dari *agency cost* dengan kepemilikan asing akan semakin jelas. Dalam penelitian ini, peneliti akan menggunakan aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai variabel pemoderasi.

Dewan komisaris adalah puncak dari sistem kontrol dan pengawasan terhadap manajemen (Fama dan Jensen, 1983). Karena pemegang saham tidak mampu mengawasi tindakan pengelolaan perusahaan yang dilakukan oleh manajer secara langsung, mereka menunjuk dewan komisaris untuk melakukan tindakan pengawasan secara langsung tersebut. Hal tersebut dilakukan untuk memastikan bahwa pengelolaan perusahaan yang dilakukan oleh manajemen sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Brick dan Chidambaran (2010) juga menyatakan bahwa nilai perusahaan akan meningkat ketika pengawasan oleh dewan meningkat. Dengan demikian, keberadaan *board* akan menyediakan pengawasan yang efektif atas kinerja manajemen dan menurunkan *agency cost*.

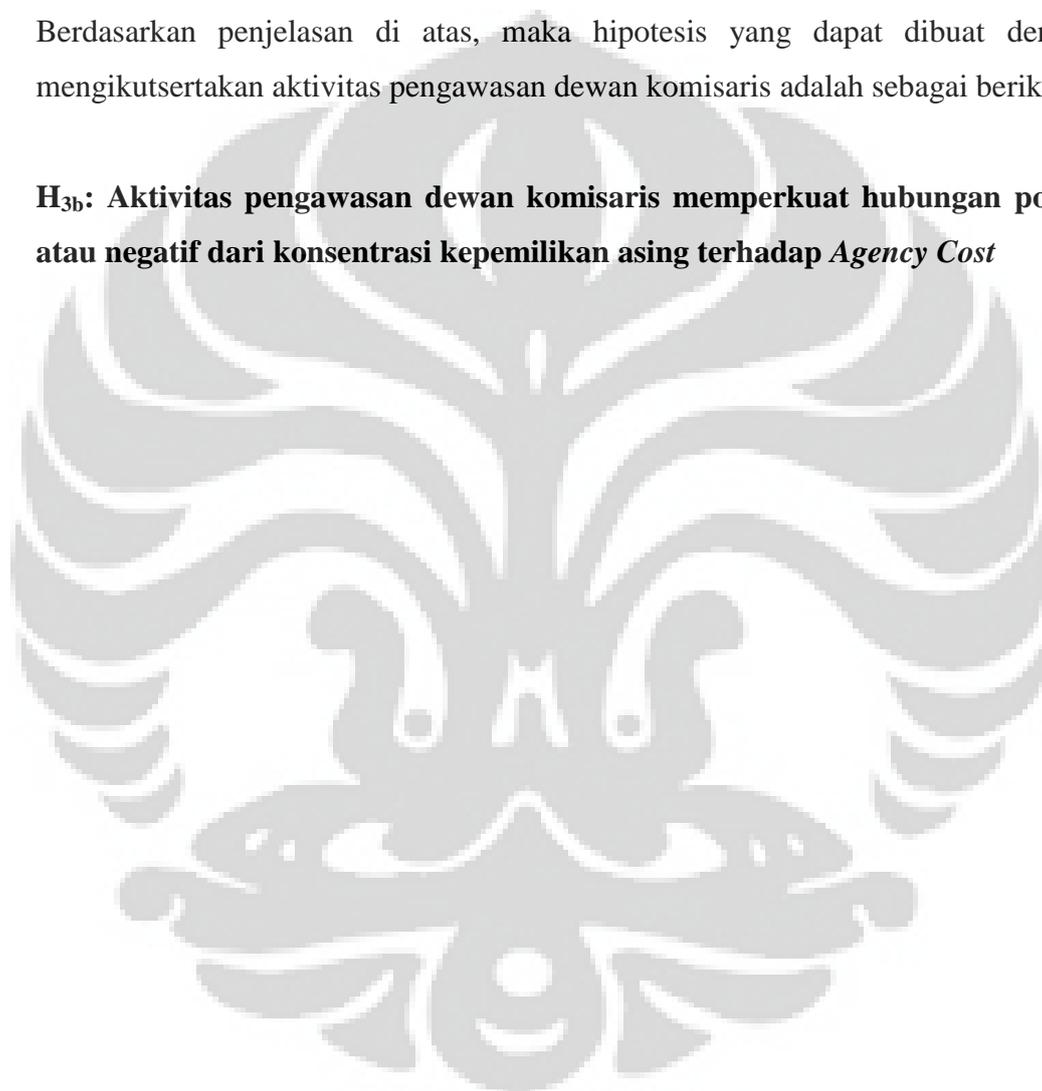
Terdapat pula pendapat lain yang menyatakan bahwa keberadaan dewan komisaris tidak dapat mempengaruhi tingkat *agency cost*, bahkan meningkatkan *agency cost*. Jensen (1993) menambahkan bahwa *board* dalam perusahaan yang sudah berfungsi dengan baik cenderung kurang aktif dan mengalami lebih sedikit konflik. Peran *board* meningkat ketika terdapat krisis, atau ketika kepentingan pemegang saham berada dalam bahaya. Ketika performa perusahaan menurun, *board* cenderung lebih aktif untuk menyelesaikan masalah ini (Vafeas, 1999). Dengan demikian, aktivitas pengawasan dewan komisaris cenderung tidak efektif dalam melindungi kepentingan pemegang saham.

Komisaris yang tidak efektif menimbulkan peluang terjadinya *bad corporate governance*, karena fungsi *check and balances* tidak berjalan. Akibatnya, pemegang saham minoritas, kreditur, pemasok, dan *stakeholder* lain akan dirugikan dengan tidak adanya jaminan mengenai validitas informasi atau pengungkapan yang diberikan perusahaan, rendahnya transparansi, dan efektivitas

prosedur pemeriksaan keuangan (Alijoyo dan Zaini, 2004). Selain itu, keberadaan dewan komisaris menimbulkan biaya yang tidak sedikit bagi perusahaan, misalnya gaji, tunjangan, biaya perjalanan, biaya pertemuan, dan fasilitas lainnya (Vafeas, 1999). Dengan demikian, aktivitas pengawasan dewan komisaris yang tidak efektif dapat meningkatkan *agency cost*.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis yang dapat dibuat dengan mengikutsertakan aktivitas pengawasan dewan komisaris adalah sebagai berikut:

**H<sub>3b</sub>: Aktivitas pengawasan dewan komisaris memperkuat hubungan positif atau negatif dari konsentrasi kepemilikan asing terhadap *Agency Cost***



## BAB 3

### METODOLOGI PENELITIAN

#### 3.1. Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *hypothesis testing*. Menurut Sekaran (2003), *hypothesis testing* digunakan untuk menjelaskan hubungan tertentu antara variabel-variabel, atau varians dalam variabel dependen atau untuk memprediksi hasil organisasional. Jenis penelitian *hypothesis testing* juga berusaha untuk mengidentifikasi fakta atau peristiwa sebagai variabel yang dipengaruhi (variabel dependen) dan melakukan penyelidikan terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi (variabel independen).

#### 3.2. Definisi Operasional

Dalam penelitian ini terdapat 4 variabel yang digunakan, yakni variabel bebas (*independent variable*), variabel terikat (*dependent variable*), variabel pemoderasi (*moderating variable*), dan variabel pengendali (*control variable*). Variabel bebas dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan, karena variabel ini dianggap mampu menjelaskan variabel terikat dan memberi pengaruh terhadap variabel terikat. Struktur kepemilikan ini sendiri terbagi menjadi konsentrasi kepemilikan keluarga, konsentrasi kepemilikan institusi, dan konsentrasi kepemilikan asing.

Variabel terikat (*dependent variable*) adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel independen. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah *agency cost* perusahaan. Sementara variabel pemoderasi (*moderating variable*) adalah variabel yang memiliki dampak kebergantungan terhadap hubungan variabel dependen dan variabel independen. Kehadiran variabel pemoderasi akan mengubah hubungan asli antara variabel independen dan variabel dependen (Sekaran, 2003). Variabel pemoderasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah aktivitas pengawasan dewan komisaris.

Variabel pengendali (*control variable*) adalah variabel lain yang dianggap mampu mempengaruhi variabel terikat sehingga harus dikendalikan pengaruhnya agar dapat benar-benar mengetahui pengaruh dari variabel bebas terhadap variabel terikat. Variabel pengendali dalam penelitian ini adalah jumlah dewan komisaris, ukuran perusahaan (*size*), dan *leverage*.

### 3.2.1. Variabel dan Operasionalisasi Variabel

Variabel bebas (*independent variable*), variabel terikat (*dependent variabel*), dan variabel kontrol serta operasionalisasinya yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

#### 1. Variabel Bebas

Variabel bebas dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan perusahaan. Pemegang saham yang terkonsentrasi dapat mengontrol *equity agency cost* karena mereka memiliki insentif untuk mengawasi perilaku manajemen (Craswell *et al*, 1997 dalam Fleming *et al*, 2005). Semakin besar persentase kepemilikan saham suatu kelompok pemegang saham dalam suatu perusahaan, kesejahteraan dan kekayaan pemegang saham akan sangat tergantung kepada bagaimana performa dan kinerja manajemen perusahaan tersebut. Semakin baik performa dan kinerja manajemen perusahaan, tingkat pengembalian yang mereka dapatkan dari perusahaan akan semakin besar dan kekayaan mereka akan meningkat. Sebaliknya, bila performa perusahaan turun, kekayaan yang mereka miliki juga akan menurun. Oleh karena itu, pengawasan yang mereka lakukan akan lebih ekstensif dibandingkan dengan pemegang saham yang tidak terkonsentrasi atau hanya memiliki sedikit kepemilikan. Pengawasan yang semakin ekstensif akan meminimalisir kesempatan manajemen untuk melakukan tindakan yang oportunistik, seperti memperluas area kantor, atau membeli fasilitas-fasilitas kantor yang mewah. Karena pemilik mampu menselaraskan kepentingan pemilik dengan agen (manajemen), *agency cost* akan berkurang. Dengan demikian, ada hubungan antara konsentrasi kepemilikan tertentu dengan *agency cost*.

Variabel struktur kepemilikan ini juga relevan bila dikaitkan dengan *agency cost* tipe II, yakni *agency cost* yang timbul akibat adanya ekspropriasi dari pemegang saham pengendali terhadap pemegang saham minoritas. Pemegang saham pengendali, misalnya keluarga, dapat mengontrol atau mempengaruhi perusahaan melalui 2 cara: menempati posisi CEO atau menempati posisi dewan direksi yang jumlahnya tidak proporsional dengan jumlah kepemilikan yang mereka miliki (Faccio *et al*, 2002, dalam Anderson dan Reeb, 2003). Tingginya kesempatan direksi atau manajemen yang merupakan bagian dari pemegang saham pengendali untuk mempergunakan modal dari pemegang saham pengendali untuk hal-hal yang sifatnya tidak produktif, misalnya fasilitas mewah, mengindikasikan tingginya *agency cost* dalam perusahaan. Oleh karena itu, ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas telah terjadi. Dengan demikian, terdapat pula kaitan antara struktur kepemilikan dengan *agency cost* tipe II.

Beberapa variasi dari struktur kepemilikan dan manajerial dapat mengurangi *agency cost* (Fleming *et al*, 2005). Adapun variasi dari konsentrasi kepemilikan yang dipergunakan sebagai variabel bebas adalah sebagai berikut:

- *Konsentrasi Kepemilikan Keluarga*

Mayoritas perusahaan publik di Indonesia dikuasai oleh keluarga (Arifin, 2003). Selain itu, banyak literatur yang menyebutkan bahwa kepemilikan keluarga dapat mengurangi *agency cost* karena mengurangi *monitoring cost* terhadap agen, salah satunya ialah Fama dan Jensen (1983a). Meskipun demikian, terdapat pula adanya indikasi ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Oleh karena itu relevan bila konsentrasi kepemilikan keluarga menjadi salah satu variasi konsentrasi yang harus diuji kaitannya dengan *agency cost*.

Penelitian ini menggunakan pengertian perusahaan dengan kepemilikan keluarga dalam Arifin (2003), yakni keseluruhan individu dan perusahaan yang kepemilikannya tercatat (kepemilikan 5% ke atas wajib dicatat), kecuali perusahaan publik, negara, institusi keuangan (lembaga investasi, reksa dana, asuransi, dana pensiun, bank) dan publik (individu yang kepemilikannya tidak wajib tercatat). Pengukuran variabel ini menggunakan persentase kepemilikan keluarga dari seluruh saham beredar perusahaan tersebut.

- *Konsentrasi Kepemilikan Institusional*

Merupakan kepemilikan saham oleh institusi keuangan dalam perusahaan. Adanya kepemilikan institusional merupakan sarana untuk mengawasi manajemen dari tindakan *opportunistic* yang dapat dilakukan manajer (Djakman dan Machmud, 2008). Fleming *et al* (2005) juga menyatakan bahwa kepemilikan terkonsentrasi dari eksternal perusahaan, salah satunya adalah institusi keuangan, dapat meningkatkan pengawasan terhadap perilaku manajemen dalam perusahaan dan mengurangi *agency cost*.

Oleh karena itu, relevan rasanya untuk menguji kaitan antara kepemilikan institusional terhadap *agency cost*. Pengukuran variabel ini menggunakan persentase kepemilikan saham oleh institusi keuangan dari seluruh saham beredar perusahaan tersebut.

- *Konsentrasi Kepemilikan Asing*

Merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh perusahaan multinasional atau perusahaan asing. Era globalisasi telah membuat dana investor asing dapat masuk dengan mudah ke Indonesia. Oleh karena itu, adanya kepemilikan asing pada perusahaan-perusahaan besar di Indonesia saat ini sudah sangat umum terjadi. Selain itu, pemegang saham asing dianggap mampu dan berani menyuarakan

kepentingan pemodal secara luas jika terdapat kebijakan manajemen perusahaan yang merugikan atau jika terdapat benturan kepentingan antara manajemen dan pemilik (Wang, 2007a). Dengan demikian, keberadaan pemilik asing dapat mengurangi *agency cost*.

Oleh karena itu, relevan rasanya untuk menguji kaitan antara kepemilikan asing dengan *agency cost* perusahaan. Pengukuran variabel ini menggunakan persentase kepemilikan saham asing dari total seluruh saham beredar perusahaan.

## 2. Variabel Terikat

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah *agency cost* (biaya keagenan). Variabel ini mengukur besarnya biaya akibat adanya *agency problem* dalam perusahaan. *Agency cost* ini memiliki 2 proksi pengukuran (Singh dan Davidson, 2003):

### 1. Rasio utilisasi aset (*asset utilization ratio* atau *asset turnover ratio*)

Rasio ini mengukur seberapa efektif perusahaan dalam menggunakan asetnya. Adapun *asset turnover ratio* ini dihitung dengan cara:

$$ASSETUTZ_{it} = \frac{\text{Annual Sales}}{\text{Total Assets}} \quad (3.1)$$

Rasio ini mengukur seberapa efektif manajemen perusahaan dalam menggunakan asetnya untuk menghasilkan *sales* bagi perusahaan. Perusahaan dengan *asset turnover ratio* yang lebih rendah mengindikasikan adanya *agency cost* yang lebih besar. Sebaliknya, perusahaan dengan *asset turnover ratio* yang tinggi mengindikasikan rendahnya *agency cost* yang dimiliki oleh perusahaan tersebut.

Biaya ini timbul akibat manajer melakukan tindakan-tindakan seperti membuat keputusan investasi yang buruk atau kurang bersungguh-sungguh dalam menjalankan proyek investasi tersebut, sehingga

menghasilkan *sales* yang rendah bagi perusahaan. Bisa jadi pula manajer memilih untuk membeli aset-aset yang kurang produktif, seperti kantor dan perlengkapan mewah, kendaraan mewah, dan properti mewah lainnya (Ang *et al*, 2000). Oleh karena itu, semakin tinggi nilai rasio ini, semakin produktif penggunaan aset dalam menghasilkan *sales* sehingga akan meningkatkan nilai pemegang saham. Dengan demikian, semakin tinggi *asset turnover ratio* perusahaan, semakin rendah *agency cost* yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Sementara bila rasio ini semakin rendah, maka penggunaan aset tidaklah produktif, tidak menghasilkan *cash-flow* dengan maksimal, dan menurunkan nilai pemegang saham. Oleh karena itu, perusahaan dengan *asset turnover ratio* yang rendah mengindikasikan besarnya *agency cost* perusahaan tersebut.

2. Rasio beban penjualan, umum, dan administrasi terhadap sales (*SGA expense to sales ratio* atau *discretionary expense ratio*)

Rasio ini digunakan untuk mengukur pembayaran gaji yang berlebihan dan konsumsi untuk keuntungan pribadi manajemen. Adapun *SGA expense to sales ratio* ini dihitung dengan cara:

$$SGAEXPSA_{it} = \frac{\text{Selling, General, and Administrative Expense}}{\text{Sales}} \quad (3.2)$$

*SG&A expense* mencakup gaji yang merupakan elemen penting dari total keuntungan bagi manajemen perusahaan. Selain itu, *SG&A expense* menggambarkan kebijakan manajemen dalam membelanjakan sumber daya yang dimiliki perusahaan. *SG&A expense* mencakup gaji manajemen, biaya sewa, biaya utilitas, *lease payments*, persediaan, *advertising*, dan *selling expense*, yang secara langsung menggambarkan beban untuk bangunan kantor, perlengkapan kantor, kendaraan, dan fasilitas serupa lainnya. Seluruh biaya tersebut ditentukan besarnya oleh manajemen, sehingga terdapat kemungkinan pengeluaran tersebut ditetapkan semata-mata untuk

keuntungan pribadi manajemen, bukan untuk peningkatan kinerja perusahaan dan peningkatan nilai perusahaan. Selain itu, manajemen juga dapat menggunakan biaya penjualan dan iklan untuk menutupi pengeluaran untuk keuntungan pribadi. Oleh karena itu, semakin besar *SGA expense to sales ratio*, maka *agency cost* perusahaan akan semakin besar (Singh & Davidson, 2003). Sebaliknya, semakin kecil *SGA expense to sales ratio* mengindikasikan *agency cost* yang juga kecil.

### 3. Variabel Pemoderasi

Variabel pemoderasi dalam penelitian ini adalah aktivitas pengawasan dewan komisaris. Aktivitas pengawasan dewan komisaris ini dilihat melalui laporan dewan komisaris dalam laporan tahunan perusahaan dan kemudian dinilai dengan menggunakan *scorecard*.

Alasan penggunaan aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai variabel pemoderasi ialah karena dewan komisaris adalah wakil dari pemegang saham di perusahaan, dimana dewan komisaris bertugas untuk memastikan bahwa tindakan pengelolaan yang dilakukan oleh manajemen telah sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, dewan komisaris adalah puncak dari sistem kontrol dan pengawasan terhadap manajemen (Fama dan Jensen, 1983). Dengan demikian, peningkatan aktivitas pengawasan dewan komisaris akan menurunkan *agency cost* perusahaan.

Alasan penggunaan laporan dewan komisaris untuk menilai aktivitas pengawasan tersebut ialah karena laporan dewan komisaris merupakan ringkasan dari hal-hal yang sudah dilakukan oleh dewan komisaris serta merupakan ringkasan pencapaian perusahaan dari sudut pandang dewan komisaris. Oleh karena itu, seberapa besar pengetahuan tentang perusahaan serta aktivitas pengawasan yang sudah dilakukan dapat diketahui dari laporan dewan komisaris tersebut.

Adapun masing-masing kriteria penilaian dalam *scorecard* untuk menilai laporan dewan komisaris tersebut diambil dari tugas dewan komisaris yang tercantum dalam Wallace dan Zinkin (2005) dan Alijoyo dan Zaini (2004), yang kemudian dideskripsikan lebih lanjut berdasarkan tugas dan wewenang dewan komisaris yang tercantum di laporan tahunan perusahaan sampel.

Berikut adalah ringkasan tugas dewan komisaris berdasarkan Wallace dan Zinkin (2005) dan Alijoyo dan Zaini (2004) beserta interpretasi lebih lanjut dan jumlah perusahaan sampel yang mencantumkan tugas tersebut dalam laporannya:



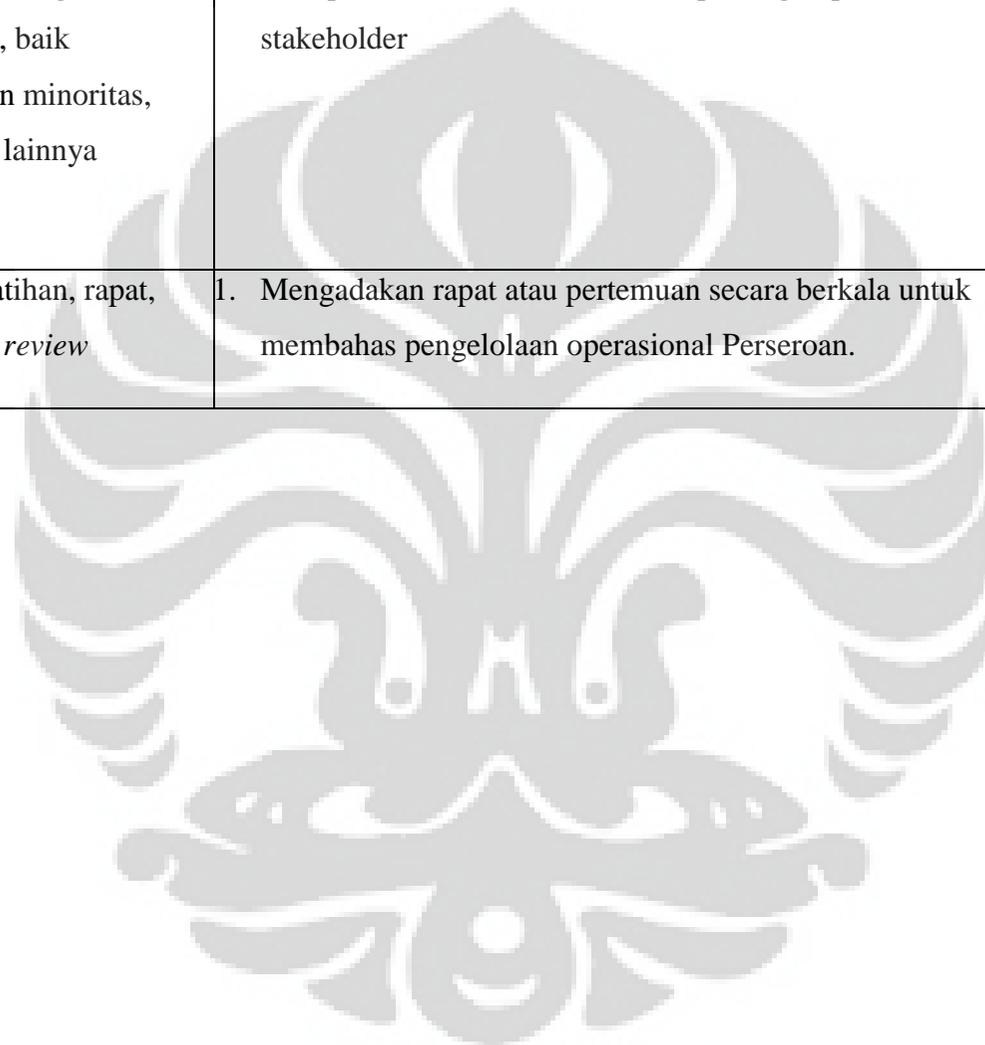
**Tabel 3.1 Ringkasan dan Deskripsi Tugas dan Wewenang Dewan Komisaris**

No	Tanggung Jawab dan Wewenang Dewan Komisaris	Deskripsi Tugas	Perusahaan Sampel
1	Memastikan terdapat kontrol yang efektif dalam perusahaan	1. Melakukan pengawasan terhadap pengurusan Perseroan yang dilakukan Direksi serta memberikan nasihat kepada Direksi terhadap rencana pengembangan Perseroan, rencana kerja dan anggaran tahunan Perseroan pelaksanaan ketentuan-ketentuan Anggaran Dasar dan keputusan RUPS dan peraturan perundang-undangan yang berlaku	1. 96 perusahaan
	Memastikan adanya identifikasi dan pengelolaan resiko yang tepat	1. Melakukan pengawasan atas identifikasi dan pengelolaan resiko perusahaan	1. 6 perusahaan
	Memastikan bahwa perusahaan telah memenuhi kewajibannya kepada pemegang saham dan melindungi hak-hak pemegang saham	1. Mempertanggungjawabkan pelaksanaan tugasnya kepada pemegang saham melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) 2. Mengikuti kemajuan Perseroan dan dalam hal kinerja Perseroan memburuk, Dewan Komisaris melaporkannya pada kesempatan pertama melalui	1. 14 perusahaan 2. 6 perusahaan 3. 3 perusahaan 4. 2 perusahaan

		<p>RUPS dan mengusulkan langkah perbaikan</p> <p>3. Memberikan hasil kajian dan pendapat kepada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) perihal tujuan strategis Perseroan dan rencana usaha, anggaran tahunan, laporan berkala tentang keuangan dan laporan Direksi yang lain</p> <p>4. Meneliti dan menelaah laporan tahunan yang disiapkan Direksi serta menandatangani laporan tersebut sepanjang Dewan Komisaris setuju terhadap isi materi laporan tahunan tersebut</p>	
	Meninjau rencana strategis	1. Menelaah laporan – laporan yang diberikan oleh Direksi maupun komite – komite yang berada dibawahnya	1. 22 perusahaan
	Mengawasi bisnis perusahaan	1. Melakukan pengawasan terhadap pengurusan Perseroan yang dilakukan Direksi serta memberikan nasihat kepada Direksi terhadap rencana pengembangan Perseroan, rencana kerja dan anggaran tahunan Perseroan pelaksanaan ketentuan-ketentuan Anggaran Dasar dan keputusan RUPS dan peraturan perundang-	<p>1. 96 perusahaan</p> <p>2. 22 perusahaan</p> <p>3. 14 perusahaan</p> <p>4. 38 perusahaan</p> <p>5. 2 perusahaan</p>

		<p>undangan yang berlaku</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>2. Menelaah laporan – laporan yang diberikan oleh Direksi maupun komite – komite yang berada dibawahnya</li> <li>3. Menyiapkan dan menyampaikan rekomendasi atas temuan – temuan dari laporan komite – komite kepada Direksi</li> <li>4. Mengadakan rapat atau pertemuan secara berkala untuk membahas pengelolaan operasional Perseroan</li> <li>5. Meneliti dan menelaah laporan tahunan yang disiapkan Direksi serta menandatangani laporan tersebut sepanjang Dewan Komisaris setuju terhadap isi materi laporan tahunan tersebut</li> </ol>	
	Membuat komite-komite untuk membantu menjalankan fungsi pengawasan	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Menunjuk dan menetapkan anggota Komite Audit</li> </ol>	1. 18 perusahaan
	Mengawasi pelaksanaan tata kelola dalam perusahaan	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Memantau dan melakukan evaluasi terhadap penerapan GCG</li> </ol>	1. 24 perusahaan

2	Memastikan kepentingan pemegang saham, baik mayoritas maupun minoritas, serta <i>stakeholder</i> lainnya terpenuhi	1. Memperhatikan dan memenuhi kepentingan para stakeholder	1. 4 perusahaan
	Mengadakan pelatihan, rapat, dan <i>performance review</i>	1. Mengadakan rapat atau pertemuan secara berkala untuk membahas pengelolaan operasional Perseroan.	1. 38 perusahaan



Rincian perusahaan sampel mana saja yang mencantumkan tugas dan wewenang dewan komisaris tersebut dalam bagian tugas dan tanggung jawab dewan komisarisnya di laporan tahunan perusahaan terdapat di lampiran 2.

Tanggung jawab dan wewenang yang paling banyak disebutkan oleh perusahaan sampel dalam laporannya adalah tugas dewan komisaris untuk melakukan pengawasan terhadap pengurusan Perseroan yang dilakukan Direksi serta memberikan nasihat kepada Direksi terhadap rencana pengembangan Perseroan, rencana kerja dan anggaran tahunan Perseroan pelaksanaan ketentuan-ketentuan Anggaran Dasar dan keputusan RUPS dan peraturan perundang-undangan yang berlaku. Hal tersebut sesuai dengan tugas utama dewan komisaris, yakni melakukan pengawasan atas pengelolaan perusahaan. Posisi kedua ditempati oleh tugas dan wewenang dewan komisaris untuk mengadakan rapat dan pertemuan secara berkala, baik dengan sesama dewan komisaris, dengan komite-komite di bawahnya, maupun dengan direksi. Hal ini ditunjukkan dengan sebanyak 38 perusahaan sampel yang mencantumkan wewenang tersebut dalam laporan tahunannya. Posisi ketiga ditempati oleh tugas dan wewenang dewan komisaris untuk melakukan evaluasi terhadap pelaksanaan GCG. Posisi keempat ditempati oleh tugas dan wewenang dewan komisaris untuk meneliti dan menelaah laporan komite-komite yang berada di bawah dewan komisaris, yang ditunjukkan oleh sebanyak 22 perusahaan sampel mencantumkan tugas tersebut dalam laporan tahunannya. Kemudian disusul oleh tugas dan wewenang dewan komisaris untuk menunjuk dan menetapkan komite audit. Adapun posisi terakhir tugas dan wewenang dewan komisaris yang paling sedikit dicantumkan adalah meneliti dan menelaah laporan tahunan yang disiapkan Direksi serta menandatangani laporan tersebut sepanjang Dewan Komisaris setuju terhadap isi materi laporan tahunan tersebut, yang menunjukkan dewan komisaris sering kali mempercayakan tugas tersebut kepada komitenya, sehingga bila komitenya sudah setuju, maka dewan komisaris akan langsung menyetujuinya tanpa menelaah dan meneliti sendiri.

Tanggung jawab dan wewenang dewan komisaris tersebut dapat dituangkan menjadi beberapa kriteria pengungkapan dalam laporan dewan komisaris sebagai berikut

**Tabel 3.2 Kriteria Pengungkapan Laporan Dewan Komisaris Berdasarkan Tugas dan Wewenang Komisaris**

No	Tugas Dewan Komisaris	Kriteria Pengungkapan Laporan Dewan Komisaris
1	Melakukan pengawasan terhadap pengelolaan Perseroan yang dilakukan Direksi serta memberikan nasihat kepada Direksi terhadap rencana pengembangan Perseroan, rencana kerja dan anggaran tahunan Perseroan pelaksanaan ketentuan-ketentuan Anggaran Dasar dan keputusan RUPS dan peraturan perundang-undangan yang berlaku	1. Kondisi Ekonomi dan Industri 2. Kemajuan dan Evaluasi Kinerja Perusahaan 3. Review Pencapaian Perusahaan dalam Hal Keuangan 4. Rencana Pengembangan Perusahaan
2.	Memberikan hasil kajian dan pendapat kepada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) perihal tujuan strategis Perseroan dan rencana usaha, anggaran tahunan, laporan berkala tentang keuangan dan laporan Direksi yang lain.	
3.	Mengikuti kemajuan Perseroan dan dalam hal kinerja Perseroan memburuk, Dewan Komisaris melaporkannya pada kesempatan pertama melalui RUPS dan mengusulkan langkah perbaikan	
4.	Mengadakan rapat atau pertemuan secara berkala untuk membahas pengelolaan operasional Perseroan	
5.	Memantau dan melakukan evaluasi terhadap penerapan GCG	5. Evaluasi Tata Kelola Perusahaan
6.	Menunjuk dan menetapkan anggota Komite Audit	

7.	Meneliti dan menelaah laporan tahunan yang disiapkan Direksi serta menandatangani laporan tersebut sepanjang Dewan Komisaris setuju terhadap isi materi laporan tahunan tersebut	6. Telaah dan Persetujuan atas Laporan Tahunan dan Laporan Keuangan Perusahaan
8.	Mempertanggungjawabkan pelaksanaan tugasnya kepada pemegang saham melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS)	7. Pemenuhan Kepentingan Stakeholder
9.	Memperhatikan dan memenuhi kepentingan para stakeholder	
10.	Melakukan pengawasan atas identifikasi dan pengelolaan resiko yang tepat	8. Isu-Isu Terkini 9. Resiko yang Tengah dan Akan Dihadapi
11.	Menyiapkan dan menyampaikan rekomendasi atas temuan – temuan dari laporan komite – komite kepada Direksi.	10. Saran dan Rekomendasi terhadap Manajemen
12.	Menelaah laporan – laporan yang diberikan oleh Direksi maupun komite – komite yang berada dibawahnya	11. Temuan dari Hasil Pengawasan

Berdasarkan tabel di atas, didapatkan 11 kriteria yang akan menjadi kriteria penilaian bagi pengungkapan dalam laporan dewan komisaris di laporan tahunan sampel. Tiap kriteria memiliki nilai 1, sehingga bila laporan dewan komisaris mencantumkan kriteria tersebut akan mendapat nilai 1, sementara bila tidak mencantumkan akan mendapat nilai 0.

#### 4. Variabel Kontrol

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah jumlah dewan komisaris, ukuran perusahaan, dan *leverage*. Adapun rincian dari variabel kontrol ini adalah sebagai berikut:

- Jumlah dewan komisaris

Semakin banyak jumlah dewan komisaris, pengawasan terhadap kinerja manajemen akan semakin ekstensif, sehingga *agency cost* akan berkurang. Oleh karena itu, jumlah dewan komisaris harus dimasukkan ke dalam model penelitian sebagai variabel kontrol.

Pengukuran variabel ini menggunakan jumlah orang yang termasuk ke dalam dewan komisaris perusahaan.

- Ukuran Perusahaan

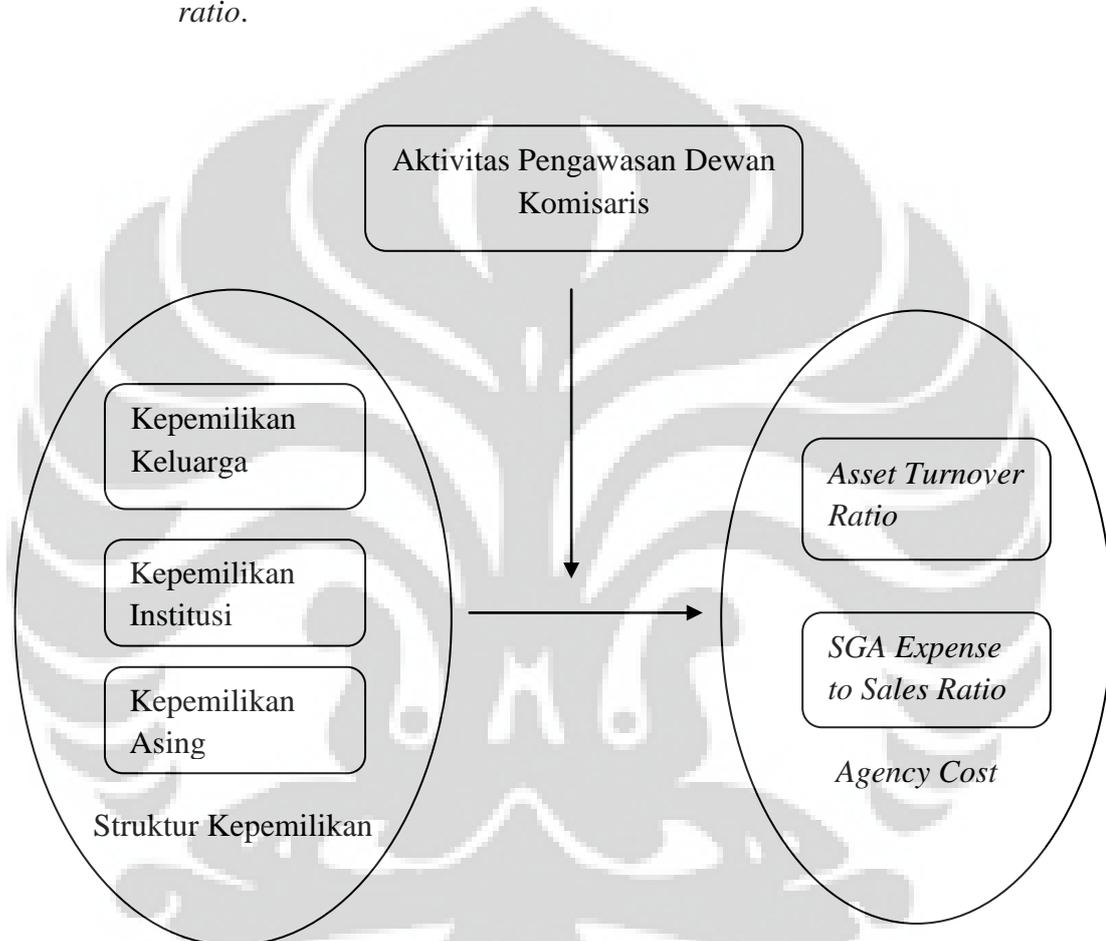
Semakin besar ukuran perusahaan, maka kemungkinan terjadinya *economies of scale* akan semakin besar, sehingga *SG&A expense* semakin kecil. Selain itu, utilisasi aset dapat meningkat bila perusahaan semakin terdiversifikasi. Oleh karena itu, *agency cost* dapat berkurang (Singh dan Davidson, 2003). Dengan demikian, ukuran perusahaan harus dimasukkan ke dalam model penelitian ini sebagai variabel kontrol.

Adapun pengukuran ukuran perusahaan ini dengan menggunakan log dari *annual sales revenue*.

- *Leverage*

*Leverage* yang semakin tinggi akan membatasi akses manajemen terhadap kas, karena kas akan dipergunakan untuk membayar utang, sehingga semakin tinggi *leverage* akan semakin rendah *agency cost*.

Adapun pengukuran leverage yang dipergunakan adalah *debt-to-asset ratio*.



**Gambar 3.1 Variabel Penelitian**

### 3.3 Spesifikasi Model

Penelitian tentang pengaruh variabel struktur kepemilikan perusahaan terhadap *agency cost* ini menggabungkan beberapa penelitian terdahulu. Referensi utama yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian Singh & Davidson (2003). Dalam penelitian tersebut, peneliti berusaha melihat hubungan antara struktur kepemilikan perusahaan terhadap *agency cost* di perusahaan-perusahaan terbuka di Amerika, dengan mengontrol beberapa mekanisme *corporate governance* yang penting. Namun, penelitian ini tidak hanya ingin melihat struktur kepemilikan secara umum saja, tetapi spesifik kepada tipe konsentrasi kepemilikan tertentu, penelitian ini membagi struktur kepemilikan menjadi 3 konsentrasi kepemilikan, yakni konsentrasi kepemilikan keluarga, konsentrasi kepemilikan institusional, dan konsentrasi kepemilikan asing. Selain itu, penelitian ini juga menambahkan variabel aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai variabel pemoderasi. Pengukuran untuk variabel pemoderasi ini menggunakan *scoring* dari laporan dewan komisaris yang ada di laporan tahunan perusahaan sampel. Penelitian ini juga membatasi sampelnya hanya pada industri manufaktur.

Adapun model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$agencycost = \beta_0 + \beta_1famown + \beta_2insown + \beta_3forown + \beta_5famownxcommact + \beta_6insownxcommact + \beta_7forownxcommact + \beta_8commsize + \beta_9size + \beta_{10}levr + e \quad (3.3)$$

Keterangan:

agencycost = *Agency cost* perusahaan, yang diukur dengan 2 proksi, yakni *asset turnover ratio* dan *SGA expense to sales ratio*.

famown = % kepemilikan keluarga

insown = % kepemilikan institusi

forown = % kepemilikan asing

famownxcommact = % kepemilikan keluarga yang diinteraksikan dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris

*insownxcommact* = % kepemilikan institusional yang diinteraksikan dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris

*forownxcommact* = % kepemilikan perusahaan asing yang diinteraksikan dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris

*commsize* = jumlah dewan komisaris perusahaan

*size* = ukuran perusahaan

*levr* = leverage

### 3.4 Data dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan bergerak di industri manufaktur pada tahun 2008 – 2010. Industri manufaktur dipilih karena terkait dengan rekayasa dan teknik sehingga memiliki kemungkinan memiliki *agency cost* yang lebih besar, memiliki kontribusi yang signifikan bagi perekonomian, dan menghilangkan bias karakteristik industri.

Sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yakni menarik sampel berdasarkan pertimbangan atau kriteria, secara tidak acak, yang informasinya diperoleh dengan pertimbangan atau kriteria tertentu. Adapun kriteria pemilihan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan terbuka yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008 - 2010
2. Merupakan perusahaan yang termasuk dalam sektor manufaktur
3. Laporan keuangan yang sudah diaudit dan laporan tahunan untuk tahun 2008, 2009, dan 2010 tersedia
4. Memiliki data kepemilikan saham perusahaan selama periode penelitian
5. Data laporan keuangan tersedia di *Datastream*

### 3.5 Pengumpulan Data

Data dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari kumpulan data yang dimiliki Bursa Efek Indonesia (BEI), *Datastream*, pengumpulan laporan tahunan perusahaan dan laporan keuangan yang dipublikasi, serta sumber-sumber lain yang tersedia bagi publik. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data kuantitatif, yang merupakan data yang dapat diukur dengan skala numerik.

### 3.6 Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi linear berganda. Penelitian ini menggunakan data sekunder sehingga dalam pengolahannya akan menggunakan bantuan program komputer Stata. Penelitian ini menggunakan tingkat keyakinan 95% yang menjelaskan bahwa kemungkinan kesalahan dalam menolak hipotesis sebesar 5%.

### 3.7 Teknik Pengujian

#### 3.7.1 Uji Normalitas

Pengujian normalitas dilakukan untuk menguji apakah *error* terdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas data juga dilakukan untuk mengetahui apakah sampel yang dianalisis mewakili populasi yang ada atau tidak, sehingga dengan diketahui normalitas data dapat dilakukan analisis lebih lanjut. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan pengujian *Kolmogorov-Smirnov test* dengan  $\alpha=5\%$  terhadap masing-masing variabel. Dasar pengambilan keputusan adalah dengan melihat angka probabilitas apabila:

1. Probabilitas (*asymptotic significance*)  $> 0.05$  maka data berdistribusi normal.
2. Probabilitas (*asymptotic significance*)  $< 0.05$  maka data tidak berdistribusi normal.

Dari hasil uji normalitas data, maka tahapan analisis yang diambil adalah sebagai berikut:

1. Jika data berdistribusi normal, maka teknik uji beda dua sampel berpasangan yang digunakan adalah *Paired Sample t-Test* yang merupakan uji statistik parametrik.
2. Jika data tidak berdistribusi normal, maka teknik uji beda dua sampel berpasangan yang digunakan adalah Uji Peringkat Wilcoxon (*Wilcoxon Signed Rank Test*) yang merupakan uji statistik non parametrik

### 3.7.2 Uji Outliers

Pengujian *outliers* dilakukan untuk melihat data-data mana yang memiliki nilai jauh di atas atau di bawah nilai data-data yang lainnya. Hasil pengujian ini dapat menentukan data mana yang memiliki karakteristik tersendiri dibandingkan dengan data yang lainnya.

### 3.7.3 Uji Metode

Pada penelitian ini data yang digunakan adalah data panel. Dalam analisa model data panel dikenal tiga macam pendekatan yaitu pendekatan kuadran terkecil (*pooled least square*), pendekatan efek tetap (*fixed effect*), dan pendekatan efek acak (*random effect*). Sehingga dalam menentukan model apa yang paling baik digunakan harus melewati beberapa tahap pengujian. Tahap pengujian tersebut adalah:

1. Uji Chow (*Chow Test*)

Uji Chow digunakan dalam menentukan apakah suatu model penelitian lebih tepat menggunakan metode *pooled least square* atau metode *fixed effect*. Pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai rho dan uji F test that all  $u_i=0$  yang akan digunakan sebagai indikator apakah ada perbedaan rata-rata tingkat fatalis pada unit *cross section* (dalam hal ini Bank). Semakin tinggi nilai rho (mendekati 1) maka indikasi adanya perbedaan rata-rata nilai fatalis antar unit *cross section* makin kuat, atau uji F test that all  $u_i=0$  bernilai signifikan maka ada perbedaan rata-rata nilai fatalis antar unit *cross section* dan model *fixed effect* lebih tepat dibandingkan dengan metode *pooled least square* (Yulianti, Laboratorium Komputasi Ilmu Ekonomi FEUI).

## 2. Uji LM (*LM Test*)

Uji LM digunakan dalam menentukan apakah suatu model penelitian lebih tepat menggunakan metode *pooled least square* atau metode *random effect*. Pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai rho dan uji F test that all  $u_i=0$  yang akan digunakan sebagai indikator apakah *error* spesifik dari tiap unit *cross section* (dalam hal ini Bank) tidak berkorelasi dengan variabel bebas. Semakin tinggi nilai rho (mendekati 1) maka indikasi *error* spesifik dari tiap unit *cross section* (dalam hal ini Bank) tidak berkorelasi dengan variabel bebas, atau uji F test that all  $u_i=0$  bernilai signifikan maka *error* spesifik dari tiap unit *cross section* (dalam hal ini Bank) tidak berkorelasi dengan variabel bebas dan model *random effect* lebih tepat dibandingkan dengan metode *pooled least square* (Yulianti, Laboratorium Komputasi Ilmu Ekonomi FEUI).

## 3. Uji Hausman (*Hausman Test*)

Uji Hausman digunakan dalam menentukan apakah suatu model penelitian lebih tepat menggunakan metode *fixed effect* atau metode *random effect*. Adapun hipotesis dalam pengujian ini adalah:

$H_0 : \alpha_n = 0$  (model *random effect* yang dihasilkan adalah konsisten)

$H_1 : \alpha_n \neq 0$  (model *random effect* yang dihasilkan tidak konsisten)

Apabila nilai Hausman bernilai signifikan maka tolak  $H_0$  yang berarti bahwa model *random effect* tidak konsisten, sehingga lebih baik menggunakan model *fixed effect* (Yulianti, Laboratorium Komputasi Ilmu Ekonomi FEUI).

### 3.7.4 Uji Ekonometri

#### 1. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan untuk melihat apakah adanya hubungan yang kuat/semipurna antara variabel-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini. Model penelitian yang baik jika memiliki multikolinieritas yang rendah, sebab jika multikolinieritas tinggi maka model tidak bisa memisahkan efek parsial dari satu variabel bebas terhadap variabel bebas

lainnya. Umumnya terdapat beberapa cara cara dalam mendeteksi adanya multikolinearitas

- *VIF dan Tolerance*

Nilai *VIF* dihasilkan dari model regresi. Jika nilai *VIF* lebih dari lima ( $VIF > 5$ ), maka model regresi yang dihasilkan tersebut memiliki gangguan multi kolineraritas (Mulyono, 2008). Nachrowi dan Usman (2006) menyatakan bahwa suatu model tidak akan memiliki kolineritas apabila *VIF* mendekati 1 atau  $r_{ij}^2$  mendekati 0 (tidak ada kolineritas antar variabel bebas). Formula *VIF* adalah sebagai berikut:

$$VIF = \frac{1}{1 - r_{ij}^2}$$

- *Correlation Matrix*

Nilai batas dari matriks korelasi adalah 0,8. Apabila kolineritas antar variabel kuat atau diatas 0,8, maka diindikasikan model mengalami multikolinieritas. Ada beberapa cara mengatasi multikolinieritas (Nachrowi dan Usman, 2006):

1. Mengeluarkan variabel bebas yang koliner dari model,
2. Transformasi variabel dengan pembedaan dan pembuatan rasio,
3. Menambah jumlah data,
4. Melihat informasi sejenis yang ada.

## 2. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah ada gejala heteroskedastisitas di dalam model penelitian ini. Jika terdapat gejala heteroskedastisitas maka hal tersebut menunjukkan bahwa adanya ketidakseragaman di dalam variasi model dan menyebabkan *error*-nya mejadi tidak konsisten. Model penelitian yang baik adalah model peneilitian yang variasinya seragam sehingga *error*-nya konsisten. Gejala heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan berbagai macam cara yaitu metode grafik, uji *Breusch-Pagan-Godfrey*, *White Heteroskedasticity Test* (Nachrowi dan Usman, 2006), dan *Bickel-Test* (Adrianto, 2003). Metode

yang paling umum digunakan adalah *White Heteroskedasticity Test*. Yang harus diperhatikan dalam *White Test* ini adalah nilai *Obs\*R-square* dan probabilitas (Mulyono, 2008). Hipotesa dari *White-Test* adalah (Modul Analisa Software Ekonometrika LAB IE-FEUI dalam Mulyono (2008)):

$H_0$  : Tidak terdapat heteroskedastisitas

$H_1$  : Terdapat heteroskedastisitas

$H_0$  ditolak apabila *Probability (P-value)*  $< \alpha$  atau *Obs\*R-square*  $> X^2_{df=2}$ .

Heteroskedastisitas dapat diatasi dengan beberapa cara (Nachrowi dan Usman, 2006):

1. Penggunaan *Generalized Least Square (GLS)*
2. Transformasi model dengan  $1 / X_j$ ,  $1 / \sqrt{X_j}$ , atau  $E(Y_i)$
3. Transformasi dengan logaritma.

Gejala heteroskedastisitas juga dapat dihilangkan dengan *treatment White-Heteroskedasticiy Consistent Variance and Standard Error* (Gujarati (2003) dalam Mulyono (2008)).

### 3. Uji Autokorelasi

Masalah autokorelasi sering dijumpai pada data *time series*. Autokorelasi adalah korelasi yang terjadi antara observasi dalam satu variabel. Hal ini terjadi karena objek yang diuji pada data *time series* adalah satu individu yang sama dalam rentang waktu tertentu. Hal ini terkadang menyebabkan adanya hubungan atau korelasi dari satu waktu ke waktu lainnya. Sedangkan agar suatu model bersifat BLUE, diasumsikan bahwa *error* bersifat independen dan tidak berkorelasi. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa autokorelasi terjadi jika observasi yang berturut-turut sepanjang waktu mempunyai korelasi antara satu dengan yang lainnya.

Metode yang dilakukan untuk menguji adanya autokolinieritas pada penelitian ini adalah dengan menggunakan Uji Durbin-Watson (DW). Uji ini merupakan uji yang paling sering digunakan dan dapat dilakukan dengan menggunakan program

seperti EViews maupun SPSS. Apabila statistik DW mendekati 2 maka diduga tidak terdapat otokorelasi.

### 3.7.5 Uji Statistik

Uji statistik dapat dilakukan melalui tiga tahap:

#### 1. Uji Signifikansi Serentak (Uji F)

Uji ini untuk melihat apakah variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen. Hipotesis untuk *F-test* ini adalah :

$H_0: \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \dots, \alpha_n = 0$  (Variabel independen secara bersama-sama tidak mempengaruhi variabel dependen)

$H_1: \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \dots, \alpha_n \neq 0$  (Variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen)

Pengujian hipotesis dilakukan dengan membandingkan probabilitas dengan  $\alpha$ . Jika probabilitas lebih kecil daripada  $\alpha$  maka tolak  $H_0$  yang berarti variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen. Hal sebaliknya terjadi jika probabilitas yang lebih besar dibandingkan  $\alpha$  (Laboratorium Komputasi Departemen Ilmu Ekonomi FEUI).

#### 2. Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Uji koefisien determinasi dilakukan untuk mengetahui seberapa besar variasi dari nilai variabel terikatnya, yang dapat dijelaskan oleh variasi nilai dari variabel-variabel independennya. Nilai  $R^2$  akan menunjukkan seberapa besar X akan mempengaruhi pergerakan Y. Semakin besar hasil  $R^2$  akan semakin baik karena hal ini mengindikasikan semakin baik variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen (Laboratorium Komputasi Departemen Ilmu Ekonomi FEUI).

#### 3. Uji Signifikansi Parsial (Uji p-value)

Berbeda dengan uji F yang ingin melihat secara keseluruhan apakah variabel independen akan mempengaruhi variabel dependen, uji p value dilakukan untuk melihat pengaruh secara parsial masing-masing

variabel independen terhadap variabel dependen. Berikut adalah hipotesis yang digunakan dalam melakukan uji p value ini:

$H_0 : \alpha_n = 0$  (secara parsial variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen)

$H_1 : \alpha_n \neq 0$  (secara parsial variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen)

Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan membandingkan p-value dengan  $\alpha$ .  $H_0$  ditolak atau secara parsial variabel independen akan berpengaruh terhadap variabel dependen jika p-value lebih kecil dari  $\alpha$  (Laboratorium Komputasi Departemen Ilmu Ekonomi FEUI).

Uji hipotesis digunakan untuk memeriksa atau menguji apakah koefisien regresi yang didapat signifikan (berbeda nyata). Signifikan yang dimaksud adalah suatu nilai koefisien regresi secara statistik tidak sama dengan nol. Sehingga dapat dibuktikan secara empirik bahwa variabel independen mempunyai pengaruh terhadap variabel dependennya.

Uji t diperlukan untuk mengetahui apakah variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Pengaruh yang terjadi dapat berlaku untuk populasi (dapat digeneralisasikan).

Untuk melakukan pengujian ini, terdapat beberapa langkah yaitu :

- 1) Perumusan Hipotesis
- 2) Menentukan tingkat signifikansi, yaitu sebesar 5%
- 3) Menentukan t hitung
- 4) Menentukan t tabel
- 5) Menentukan kriteria pengujian, yaitu :

$H_0$  ditolak jika  $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$

Analisis regresi linear berganda merupakan pengujian hubungan linear antara dua atau lebih variabel independen dengan variabel dependen. Analisis ini dilakukan untuk mengetahui arah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen, apakah masing-masing

variabel independen berhubungan positif atau negatif. Dengan semakin banyaknya variabel bebas berarti semakin tinggi pula “kemampuan” regresi yang dibuat untuk menerangkan variabel terikat, atau “peran” faktor-faktor lain di luar variabel bebas yang digunakan, yang dicerminkan oleh residual atau *error* yang semakin kecil. (Nachrowi,2006).

Analisis regresi linear berganda diawali dengan analisis korelasi ganda dan analisis determinasi. Analisis korelasi ganda ( $R^2$ ) digunakan untuk mengetahui hubungan antara dua variabel independen ( $X_1, X_2, \dots$ ) terhadap variabel dependen ( $Y$ ) secara serentak. Koefisien ini menunjukkan seberapa besar hubungan yang terjadi antara variabel independen terhadap variabel dependennya. Nilai  $R$  berkisar antara 0 sampai 1. Semakin mendekati 1 maka hubungan akan semakin kuat, semakin mendekati 0 maka hubungan akan semakin lemah.

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk memperoleh suatu persamaan dan garis yang menunjukkan persamaan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

## BAB 4

### ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini, data-data yang telah diperoleh dianalisis berdasarkan model dan metode yang telah dirumuskan pada bab 3. Pada bab ini juga dilakukan interpretasi atas hasil pengolahan data, yang akan membuktikan atau menolak hipotesis mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap *agency cost* yang sebelumnya telah ditentukan.

#### 4.1 Hasil Pemilihan Sampel

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2008 - 2010. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk melihat pengaruh struktur kepemilikan terhadap tingkat *agency cost* pada perusahaan dalam industri manufaktur tahun 2008 – 2010, dimana *agency cost* ini diukur melalui rasio utilisasi aset dan efisiensi biaya yang berasal dari laporan keuangan perusahaan tersebut. Selain itu, penelitian ini juga bertujuan untuk melihat pengaruh dari aktivitas pengawasan dewan komisaris terhadap hubungan antara struktur kepemilikan dengan *agency cost*, dimana *scoring* untuk aktivitas tersebut diperoleh dari laporan dewan komisaris yang terdapat di laporan tahunan perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan dengan data laporan keuangan dan laporan tahunan yang tidak tersedia akan dikeluarkan dari sampel. Pada akhirnya diperoleh jumlah sampel penelitian sebanyak 206 observasi, dengan total 99 perusahaan.

**Tabel 4.1 Ikhtisar Pemilihan Sampel**

Deskripsi Sampel	2008	2009	2010
Perusahaan yang terdaftar di BEI	399	413	428
Perusahaan yang terdaftar di BEI dan tidak termasuk ke dalam industri manufaktur	(260)	(247)	(295)
Perusahaan yang terdaftar di BEI dalam industri manufaktur	139	166	133
Perusahaan dalam industri manufaktur dengan data tidak lengkap	(86)	(103)	(37)
Perusahaan dalam industri manufaktur yang tidak terdaftar di BEI	(0)	(5)	(1)
Jumlah observasi	53	58	95

Sumber: data diolah

## 4.2 Statistik Deskriptif

### 4.2.1 Statistik Deskriptif per Variabel Penelitian

Hasil statistik deskriptif pada tabel di bawah ini merupakan hasil statistik deskriptif variabel-variabel setelah dilakukan *winsorize* pada variabel *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio*, *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio*, kepemilikan keluarga, kepemilikan institusi, jumlah dewan komisaris, *size* dan *leverage*. Pada keenam variabel tersebut, ditetapkan bahwa data yang menjadi *outlier* adalah data yang bernilai lebih besar dari  $\text{mean} + (3 \times \text{standar deviasi})$ , dan data yang bernilai lebih kecil dari:  $\text{mean} - (3 \times \text{standar deviasi})$ . Setelah dilakukan *winsorize*, statistik deskriptif untuk variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.2 di bawah ini:

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Std Dev	Min	Max
assetutz	206	1.233299	.6874468	.0888475	3.58
sgaexpsa	206	.1263838	.1104075	.0056408	.6239324
famown	206	.3081241	.3094167	0	.9818
insown	206	.009299	.0299602	0	.2027
forown	206	.3680246	.3302132	0	.9974
famownxcommact	206	-.0389771	.5857256	-1.908	1.808
insownxcommact	206	-.0059001	.0306572	-.1629612	.12
forownxcommact	206	.0148709	.6532629	-2.08	2.580798
commsize	206	4.370364	1.805748	2	9.765
size	206	4.60e+09	7.81e+09	8845775	4.24e+10
levr	206	.3192775	.3060046	.0005778	2.070445

**Keterangan Tabel:** *assetutz* = *asset turnover ratio* atau *agency cost* perusahaan yang diproksi dengan rasio sales dengan assets; *sgaexpsa* = SG&A expense ratio to sales atau *agency cost* perusahaan yang diproksi dengan rasio *sales, general, and administrative expense* dengan sales; *famown* = persentase kepemilikan keluarga; *insown* = persentase kepemilikan institusi keuangan; *forown* = persentase kepemilikan asing; *commact* = skor aktivitas pengawasan dewan komisaris; *famownxcommact* = persentase kepemilikan keluarga yang dimoderasi dengan skor aktivitas pengawasan dewan komisaris; *insownxcommact* = persentase kepemilikan institusi keuangan yang dimoderasi dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris; *forownxcommact* = persentase kepemilikan asing yang dimoderasi dengan skor aktivitas pengawasan dewan komisaris; *commsize* = jumlah dewan komisaris; *size* = ukuran perusahaan yang diproksi dengan logaritma natural dari sales; *levr* = leverage, yang diproksikan dengan rasio debt dengan asset perusahaan

Sumber: data diolah

Berdasarkan Tabel 4.2 terlihat bahwa *agency cost* perusahaan dalam industri manufaktur yang diproksikan dengan *asset turnover ratio* (sales per asset) memiliki rentang yang cukup jauh, yaitu antara nilai minimumnya sebesar 8.88% sampai nilai maksimumnya sebesar 358%. Dalam jangka waktu penelitian yaitu tahun 2008 hingga 2010, rata-rata *asset turnover ratio* dalam perusahaan yang dijadikan sampel adalah sebesar 123.33%. Besarnya *asset turnover ratio* mengindikasikan bahwa rata-rata perusahaan yang dijadikan sampel memiliki *agency cost* yang relatif rendah. Standar deviasi variabel ini adalah sebesar

68.74%. Besarnya nilai standar deviasi mengindikasikan rentang nilai *asset turnover ratio* perusahaan-perusahaan yang diteliti besar. Nilai minimum untuk variabel ini bernilai 8.88%, dimana nilai ini dimiliki oleh PT Kertas Basuki Rachmat Industri Tbk secara berturut-turut mulai tahun 2008 hingga 2010. Sementara nilai terbesar dimiliki oleh 3 perusahaan sekaligus, yakni PT Yanaprima Hastapersada Tbk, PT Primarindo Asia Infrastructur Tbk, dan PT Alakasa Industrindo Tbk, dengan nilai sebesar 358%. PT Alakasa Industrindo Tbk secara konsisten memiliki nilai *asset turnover ratio* terbesar pada tahun 2008 hingga tahun 2010, yakni 358%. Hal ini menunjukkan PT Alakasa Industrindo Tbk secara konsisten telah secara efisien memanfaatkan aset yang dimilikinya untuk menghasilkan penjualan. PT Primarindo Asia Infrastructur Tbk telah berhasil meningkatkan *asset turnover ratio*-nya yang bernilai 308.75% pada tahun 2008, menjadi 358% pada tahun 2010, sehingga menempatkan PT Primarindo Asia Infrastructur Tbk sebagai salah satu perusahaan dengan *asset turnover ratio* terbesar pada tahun 2010. Sementara PT Yanaprima Hastapersada Tbk memiliki nilai *asset turnover ratio* yang konsisten sebesar 358% pada tahun 2008 dan 2010, yang juga menempatkannya sebagai salah satu perusahaan dengan *asset turnover ratio* terbesar.

*SGA expense to sales ratio* yang semakin kecil mengindikasikan rendahnya *agency cost* yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Oleh karena itu, *SGA expense to sales ratio* menjadi proksi *agency cost* kedua dalam penelitian ini. Perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini memiliki rata-rata *SGA expense to sales ratio* sebesar 12.64%. Rendahnya rata-rata rasio ini dalam perusahaan sampel mengindikasikan perusahaan sampel memiliki rata-rata *agency cost* yang rendah. Standar deviasi dari variabel ini adalah 11.04%, sehingga rentang nilai *SGA expense to sales ratio* pada perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini relatif rendah. Nilai minimum untuk *SGA expense to sales ratio* ialah sebesar 0.56%, sementara nilai maksimumnya sebesar 62.4%. Semakin kecil *SGA expense to sales ratio* mengindikasikan bahwa perusahaan semakin efisien dalam penggunaan biaya, atau biaya-biaya yang dipergunakan demi peningkatan kinerja perusahaan, bukan semata-mata demi keuntungan pribadi manajemen.

Nilai terendah untuk variabel *SGA expense to sales ratio* ini dimiliki oleh PT Alakasa Industrindo Tbk, dengan rasio sebesar 0.56%. Adapun PT Alakasa Industrindo Tbk secara konsisten menjadi perusahaan dengan *SGA expense to sales ratio* terendah pada tahun 2008 – 2010. Meskipun demikian, rasionya mengalami tren peningkatan, yakni 0.56% pada tahun 2008, 0.77% pada tahun 2009, dan 0.98% pada tahun 2010. Sementara nilai terbesar untuk variabel ini dimiliki oleh PT Pyridam Farma Tbk, dengan rasio sebesar 62.39% pada tahun 2010. Disusul oleh PT Indocement Tunggal Prakarsa dan PT Darya-Varia Laboratoria Tbk, dengan rasio sebesar 50.3%. PT Indocement Tunggal Prakarsa secara konsisten memiliki nilai *SGA expense to sales ratio* sebesar 50.3% pada tahun 2008 – 2010. Sedangkan PT Darya-Varia Laboratoria mengalami penurunan rasio, dari 50.3% pada tahun 2009, menjadi 48.3% di tahun 2010.

Variabel selanjutnya adalah variabel independen yang berdiri sendiri, atau yang tidak diinteraksikan dengan variabel pemoderasi. Variabel independen tersebut adalah kepemilikan keluarga, kepemilikan institusi, dan kepemilikan asing. Adapun informasi variabel kepemilikan ini diperoleh melalui laporan keuangan perusahaan sampel, sesuai dengan definisi yang sudah dijelaskan di Bab 3.

Variabel independen pertama adalah variabel kepemilikan keluarga. Rata-rata persentase kepemilikan keluarga pada perusahaan sampel adalah sebesar 30.81%, dengan standar deviasi sebesar 30.94%. Nilai standar deviasi tersebut menggambarkan rentang nilai kepemilikan antara perusahaan sampel tergolong sedang. Nilai maksimum persentase kepemilikan keluarga pada perusahaan sampel adalah 98.18%, sementara nilai minimumnya 0%. Nilai minimum 0% ini menggambarkan bahwa terdapat beberapa perusahaan sampel yang tidak memiliki kepemilikan keluarga yang signifikan dalam struktur kepemilikannya. Terdapat total 73 perusahaan dari 206 perusahaan sampel yang tidak memiliki persentase kepemilikan keluarga yang signifikan, di antaranya adalah PT Semen Gresik (Persero) Tbk, PT Holcim Indonesia Tbk, dan PT Sierad Produce Tbk. Sementara persentase kepemilikan keluarga terbesar, yakni 98.18%, dimiliki oleh PT HM Sampoerna Tbk. PT HM Sampoerna Tbk secara konsisten memiliki nilai persentase kepemilikan keluarga terbesar sejak tahun 2008 – 2010. Persentase

kepemilikan keluarga pada PT HM Sampoerna mengalami peningkatan pada tahun 2009, dari sebesar 98.04% di tahun 2008, menjadi 98.18% di tahun 2009. Nilai persentase tersebut tetap bertahan hingga 2010.

Variabel independen kedua adalah kepemilikan institusi. Variabel kepemilikan institusi menunjukkan persentase kepemilikan dalam struktur kepemilikan perusahaan sampel yang merupakan institusi keuangan, seperti bank, asuransi, dan sekuritas. Rata-rata persentase kepemilikan institusi pada perusahaan sampel adalah sebesar 0.93%. Rendahnya persentase ini menunjukkan rata-rata perusahaan sampel memiliki kepemilikan institusi yang sangat rendah dalam struktur kepemilikannya. Hal tersebut didukung pula dengan rendahnya standar deviasi variabel ini pada perusahaan sampel, yakni hanya sebesar 3%, yang menunjukkan hampir sebagian besar perusahaan sampel tidak memiliki kepemilikan institusi yang signifikan dalam struktur kepemilikannya. Sama halnya dengan kepemilikan keluarga, nilai minimum untuk kepemilikan institusi adalah 0%. Hal ini berarti terdapat perusahaan sampel yang tidak memiliki persentase kepemilikan institusi dalam struktur kepemilikannya. Terdapat total 186 perusahaan yang tidak memiliki persentase kepemilikan institusi dalam struktur kepemilikan perusahaannya, di antaranya adalah PT Citra Tubindo Tbk, PT Titan Kimia Nusantara Tbk, dan PT Malindo Feedmill Tbk. Nilai maksimum variabel kepemilikan institusi ini adalah sebesar 20.27%, yang berarti terdapat perusahaan sampel yang memiliki persentase kepemilikan institusi sebesar 20.27% pada struktur kepemilikan sahamnya. Nilai maksimum ini dimiliki oleh PT Davomas Abadi Tbk pada tahun 2010. Disusul oleh PT Kertas Basuki Rachmat Ind Tbk sebesar 11% pada tahun 2008. Persentase kepemilikan institusi yang dimiliki PT Kertas Basuki Rachmat Ind ini kemudian menurun secara drastis pada tahun 2009 dan 2010, menjadi 0%.

Variabel independen ketiga adalah kepemilikan asing. Variabel ini menunjukkan persentase kepemilikan pada perusahaan sampel yang dimiliki oleh perusahaan multinasional. Rata-rata kepemilikan asing pada perusahaan sampel adalah sebesar 36.8%. Persentase tersebut menunjukkan rata-rata perusahaan sampel memiliki persentase kepemilikan asing yang cukup signifikan pada struktur

kepemilikannya. Standar deviasi variabel ini adalah sebesar 33.02%. Nilai standar deviasi ini menunjukkan bahwa rentang nilai persentase kepemilikan asing pada perusahaan sampel tergolong sedang. Nilai minimum variabel kepemilikan asing adalah 0%, sementara nilai maksimumnya sebesar 99.74%. Terdapat 69 perusahaan dari total 206 perusahaan sampel yang tidak memiliki persentase kepemilikan asing yang signifikan dalam struktur kepemilikannya. Perusahaan tersebut di antaranya adalah PT Astra Autoparts Tbk, PT Kimia Farma (Persero) Tbk, dan PT Intanwijaya International Tbk. Perusahaan yang memiliki nilai persentase kepemilikan asing terbesar adalah PT Bentoel International Investama Tbk, yakni sebesar 99.74% pada tahun 2009. Nilai persentase ini merupakan peningkatan yang signifikan dibanding tahun 2008, dimana pada tahun tersebut PT Bentoel International Investama Tbk hanya memiliki 65.87% kepemilikan asing dalam struktur kepemilikannya. Pada tahun 2010, nilai persentase kepemilikan asing ini mengalami penurunan dibandingkan tahun 2009, menjadi sebesar 99.14%. Persentase kepemilikan asing terbesar ke-3 dimiliki oleh PT Titan Kimia Nusantara Tbk pada tahun 2010, yakni sebesar 95.31%. PT Titan Kimia Nusantara Tbk mengalami peningkatan persentase kepemilikan asing di tahun 2010, dimana pada tahun 2009 persentase kepemilikan asing perusahaan ini adalah sebesar 90.4%.

Variabel independen selanjutnya adalah variabel independen yang diinteraksikan dengan variabel pemoderasi. Variabel independen tersebut adalah kepemilikan keluarga, kepemilikan institusi, dan kepemilikan asing. Sementara variabel pemoderasi yang diinteraksikan adalah aktivitas pengawasan dewan komisaris yang diukur melalui pengungkapan dalam laporan dewan komisaris di laporan tahunan perusahaan sampel.

Variabel interaksi pertama adalah kepemilikan keluarga yang sudah diinteraksikan dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris. Variabel ini memiliki rata-rata sebesar -0.0389771, dengan standar deviasi sebesar 58.57%. Nilai standar deviasi tersebut menunjukkan bahwa rentang nilai untuk variabel hasil interaksi ini di antara perusahaan sampel termasuk besar. Nilai terendah untuk variabel ini adalah -1.908, sementara nilai tertinggi adalah 1.808, yang dimiliki oleh PT Yanaprima

Persada Tbk, PT Surya Toto Tbk, dan PT Indospring Tbk. Sementara nilai minimum, yakni -1.908, dimiliki oleh PT Kertas Basuki Rachmat Ind Tbk dan PT Alumindo Light Metal Industry Tbk.

Variabel hasil interaksi kedua adalah antara kepemilikan institusi dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris. Variabel ini memiliki rata-rata -0.0059001, dan standar deviasi sebesar 3.07%. Nilai standar deviasi ini menunjukkan rentang nilai untuk variabel hasil interaksi ini pada perusahaan sampel rendah. Nilai tertinggi variabel ini adalah sebesar 0.12, sementara nilai terendahnya adalah -0.1629612. Nilai terendah variabel ini dimiliki oleh PT Primarindo Asia Infrastructur pada tahun 2008 dan 2010. Sementara nilai tertinggi variabel hasil interaksi ini dimiliki oleh PT Eterindo Wahanatama Tbk pada tahun 2008.

Variabel hasil interaksi terakhir adalah variabel yang menginteraksikan antara kepemilikan asing dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris. Rata-rata nilai variabel ini adalah 0.0148709, dengan standar deviasi 65.33%. Besarnya standar deviasi ini mengindikasikan rentang nilai variabel pada perusahaan sampel relatif besar. Nilai terendah variabel ini adalah -2.08, dan nilai tertinggi adalah 2.580798. Nilai terendah ini dimiliki oleh PT Sepatu Bata Tbk dan PT Bentoel International Investama Tbk pada tahun 2009. Adapun nilai tertinggi, yakni 8.065, dimiliki oleh PT Citra Tubindo pada tahun 2010.

Terdapat 3 variabel kontrol yang dipergunakan dalam penelitian ini, yakni jumlah dewan komisaris, ukuran perusahaan, dan *leverage*. Rata-rata jumlah dewan komisaris pada perusahaan sampel adalah 4.37, dengan standar deviasi sebesar 180.6%. Besarnya nilai standar deviasi menunjukkan bahwa rentang jumlah dewan komisaris pada perusahaan sampel tergolong besar. Jumlah dewan komisaris terbesar dimiliki oleh PT Astra International Tbk dan PT Astra Otoparts Tbk, yakni sebesar 9.765. Jumlah dewan komisaris di PT Astra Otoparts sendiri mengalami peningkatan dibandingkan tahun 2008 dan 2009 yang sebanyak 9 orang. Sementara nilai terendah, yakni 2 orang komisaris, dimiliki oleh sejumlah perusahaan, di antaranya PT Betonjaya Manunggal Tbk, PT Arwana Citramulia Tbk, dan PT Kertas Basuki Rachmat Ind Tbk.

Variabel kontrol selanjutnya adalah ukuran perusahaan, yang diproksikan dengan logaritma natural dari *sales revenue*. Khusus untuk keperluan statistik deskriptif ini, *size* merupakan *sales revenue* perusahaan sampel yang belum di-logaritma natural. Rata-rata *sales revenue* perusahaan sampel adalah  $4.6 \times 10^9$  rupiah, atau 4.6 miliar rupiah. Nilai terendah *sales revenue* perusahaan sampel adalah Rp 8,845,775.00, yang dimiliki oleh PT Itamaraya Gold Industri Tbk pada tahun 2009. Sementara nilai terbesar, yakni  $4.24 \times 10^{10}$  rupiah atau 42.4 miliar rupiah, dimiliki oleh PT Astra International Tbk pada tahun 2008 dan 2010.

Variabel kontrol terakhir dalam penelitian ini adalah *leverage*, yang diukur dari rasio *total debt* terhadap *total asset*. *Debt to asset ratio* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya. Semakin rendah rasio tersebut, *debt* perusahaan semakin kecil dan *asset* yang dimiliki perusahaan semakin besar, sehingga kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya tinggi. Sebaliknya, bila *debt to asset ratio* tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk melunasi hutangnya rendah, karena *asset* yang dimiliki tidak sepadan dengan jumlah *debt* atau hutang yang dimilikinya. Rata-rata *debt to asset ratio* perusahaan sampel adalah sebesar 27.92% dengan standar deviasi sebesar 31.93%. Nilai rata-rata yang relatif rendah tersebut menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan sampel untuk melunasi hutangnya termasuk tinggi. Nilai terendah adalah 0.06%, yang dimiliki oleh PT Intanwijaya Internasional Tbk pada tahun 2008. Meskipun demikian, PT Intanwijaya Internasional Tbk mengalami peningkatan rasio pada tahun 2009 menjadi 0.5%. Nilai tertinggi, yakni senilai 207%, dimiliki oleh PT Eratex Djaja Tbk pada tahun 2010.

#### 4.2.2 Statistik Deskriptif Kriteria Penilaian Aktivitas Pengawasan Dewan Komisaris

Proksi yang digunakan untuk mengukur aktivitas pengawasan dewan komisaris ialah menggunakan *scoring* dari pengungkapan laporan dewan komisaris yang ada di laporan tahunan perusahaan sampel. Adapun kriteria penilaian untuk *scoring* tersebut adalah:

**Tabel 4.3 Kriteria Penilaian Isi Laporan Dewan Komisaris**

NO	KRITERIA PENILAIAN ISI LAPORAN
1	kondisi ekonomi dan industri
2	kemajuan dan evaluasi kinerja perusahaan
3	evaluasi tata kelola perusahaan
4	isu-isu terkini
5	telaah dan persetujuan atas laporan tahunan dan keuangan
6	saran dan rekomendasi terhadap manajemen
7	temuan dari hasil pengawasan
8	resiko yang tengah dan akan dihadapi
9	pemenuhan kepentingan stakeholder
10	review pencapaian perusahaan dalam hal keuangan
11	rencana pengembangan perusahaan

Statistik deskriptif tentang komposisi kriteria yang ada dalam laporan dewan komisaris pada perusahaan sampel dapat dirangkum dalam tabel berikut:

**Tabel 4.4 Komposisi Kriteria Penilaian dalam Laporan Dewan Komisaris tahun 2008 – 2010**

No	Kriteria Penilaian Isi Laporan	Persentase
1	Kondisi Ekonomi dan Industri	14.52%
2	Kemajuan dan Evaluasi Kinerja Perusahaan	16.97%
3	Evaluasi Tata Kelola Perusahaan	9.38%
4	Isu-Isu Terkini	2.61%
5	Telaah dan Persetujuan atas Laporan Tahunan dan Laporan Keuangan	5.06%
6	Saran dan Rekomendasi terhadap Manajemen	10.44%
7	Temuan dan Hasil Pengawasan	11.50%
8	Resiko yang Tengah dan Akan Dihadapi	7.83%
9	Pemenuhan Kepentingan Stakeholder	4.57%
10	Review Pencapaian Perusahaan dalam Hal Keuangan	10.77%
11	Rencana Pengembangan Perusahaan	6.36%
	Total	100%

Sumber: data diolah

Persentase di atas menunjukkan persentase dari jumlah observasi yang mengungkapkan masing-masing kriteria. Semakin tinggi persentase, semakin tinggi pula jumlah observasi yang mengungkapkan kriteria tersebut dalam laporan dewan komisaris mereka.

Kriteria yang paling banyak diungkap dalam laporan dewan komisaris adalah kemajuan dan evaluasi kinerja perusahaan, dimana sebanyak 16.97% dari jumlah observasi mengungkapkan kriteria ini dalam laporan dewan komisarisnya. Kriteria ini merupakan penilaian kualitatif dari dewan komisaris mengenai kinerja direksi dan manajemen selama 1 tahun ke belakang. Hal ini menunjukkan dewan komisaris perusahaan telah melakukan evaluasi atas kinerja direksi dan manajemen dan bersedia mengungkapkan hasil evaluasi tersebut secara terbuka kepada pemegang saham.

Posisi kedua kriteria yang paling banyak diungkap adalah kondisi ekonomi dan industri. Hal ini ditunjukkan dengan sebanyak 14.52% dari jumlah observasi mengungkapkan kondisi ekonomi dan industri dalam laporan dewan komisarisnya. Kondisi ekonomi dan industri turut mempengaruhi performa perusahaan secara langsung pada tahun tersebut, sehingga pengungkapan ini menunjukkan bahwa dewan komisaris memahami lingkungan ekonomi dan industri tempat perusahaan tersebut berada, dan dapat melakukan pengawasan dengan lebih baik. Tingginya tingkat pengungkapan kondisi ekonomi ini juga didukung oleh fakta bahwa kondisi ekonomi global tengah tidak menentu pada tahun 2008 hingga tahun 2010.

Tahun 2008 dan 2009 merupakan tahun-tahun yang penuh tantangan bagi ekonomi dunia. Pada kedua tahun tersebut pertumbuhan ekonomi dunia menurun pada tahun 2008 menjadi 3.7% dan pada tahun 2009 menjadi 3.8% (Bapenas, 2008). Kondisi tersebut tentunya berimbas kepada perekonomian Indonesia, terutama pada tahun 2008. Meskipun secara keseluruhan Indonesia mampu tumbuh menyamai tahun sebelumnya, pertumbuhan ekonomi pada tahun 2008 cenderung melambat. Hal ini tercermin pada nilai tukar yang cenderung melemah dan inflasi yang tinggi (Bank Indonesia, 2008).

Nilai tukar yang melemah membuat harga-harga barang impor meningkat, dan sangat mempengaruhi industri manufaktur yang masih banyak melakukan impor. Sementara itu, melonjaknya harga minyak dan komoditas pangan dunia yang berimbas pada tingginya inflasi juga meningkatkan harga komoditas barang-barang hasil industri manufaktur dan menekan tingkat profitabilitas yang dapat diperoleh oleh perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur. Kondisi ekonomi tersebut juga membuat permintaan menurun, sehingga membuat perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur berusaha meningkatkan efisiensi dengan menekan jumlah persediaan dan mengurangi biaya operasi. Meskipun demikian, fleksibilitas ini masih rendah di industri manufaktur, yang tercermin dari masih tingginya biaya dan inventori meskipun tingkat penjualannya telah mengalami penurunan (Bank Indonesia, 2008).

Kondisi tersebut masih berlanjut pada awal tahun 2009. Meskipun demikian, secara keseluruhan perekonomian Indonesia telah melewati tahun 2009 dengan capaian yang cukup baik. Pertumbuhan ekonomi dapat mencapai 4.5%, tertinggi ketiga setelah China dan India. Inflasi juga tercatat rendah 2.78%, yang merupakan tingkat inflasi terendah dalam satu dekade terakhir (Bank Indonesia, 2009).

Tahun 2010 merupakan tahun dimana perekonomian global menunjukkan tanda-tanda yang cenderung positif, terutama perekonomian dalam negeri. Perekonomian Indonesia tumbuh mencapai 6.1%, nilai tukar juga mengalami penguatan sebesar 3.8% dibanding dengan akhir tahun 2009 menjadi Rp 9.081,00. Industri manufaktur merupakan industri yang paling tinggi tingkat perbaikan kinerja ekspornya. Meskipun demikian, tingkat inflasi masih tinggi, yakni mencapai 6.96% yang disebabkan oleh anomali cuaca baik di tingkat global maupun domestik. Kondisi tersebut memicu lonjakan harga komoditas pangan di pasar global dan pasar domestik (Bank Indonesia, 2010). Akan tetapi, peningkatan harga komoditas pangan tersebut tidak terlalu berpengaruh bagi industri manufaktur, terutama bagi perusahaan yang tidak bergerak di pengolahan makanan, sehingga kinerja perusahaan sampel tetap mengalami peningkatan.

Kondisi ekonomi yang kurang kondusif di atas tentunya sangat mempengaruhi performa perusahaan dalam industri manufaktur. Laju pertumbuhan industri manufaktur memang mengalami peningkatan, yakni tumbuh 1.8% dibandingkan triwulan 4 tahun 2007, tetapi tingkat pertumbuhan ini lebih kecil bila dibandingkan sektor pengangkutan dan komunikasi; sektor listrik, gas, dan air bersih; sektor keuangan; sektor jasa, sektor konstruksi; dan sektor perdagangan (BPS, 2009). Oleh karena itu, tingkat signifikansi pengungkapan kondisi ekonomi dalam laporan dewan komisaris semakin tinggi. Selain itu, kondisi ekonomi ini penting diungkapkan untuk meningkatkan tingkat kepercayaan investor terhadap kondisi industri manufaktur pada umumnya dan kinerja perusahaan pada khususnya.

Rata-rata perusahaan sampel mengungkapkan kondisi ekonomi yang kurang kondusif tersebut pada laporan dewan komisarisnya, terutama pada tahun 2008. Rata-rata komponen yang diungkapkan adalah penyebab terjadinya krisis global, tingkat inflasi, tingkat suku bunga, pertumbuhan ekonomi yang diukur melalui PDB, dan nilai tukar. Selain itu, pengungkapan ini juga diimbangi dengan pengungkapan kondisi ekonomi Indonesia yang tidak terlalu buruk bila dibandingkan negara-negara lain dan kondisi ekonomi Indonesia pada awal tahun 2009 yang sudah cenderung membaik. Rata-rata perusahaan sampel juga mengungkapkan hal-hal yang telah dilakukan oleh perusahaan untuk menghadapi krisis ekonomi tersebut, di antaranya adalah dengan meningkatkan frekuensi pertemuan antara dewan komisaris dan direksi, melakukan efisiensi di berbagai divisi perusahaan, dan memasuki pasar baru di luar pasar ekspor. Kebanyakan perusahaan sampel juga mengungkapkan bahwa kekebalan ini terutama dipengaruhi oleh masih tingginya daya beli dalam negeri dan terbatasnya kegiatan pasar ekspor semenjak akhir tahun 2008. Meskipun demikian, indikasi adanya krisis global baru yang dipicu oleh krisis utang Eropa mulai muncul pada tahun 2009, sehingga kondisi ekonomi di negara-negara Eropa cenderung melemah. Rata-rata perusahaan sampel juga mengungkapkan kondisi tersebut dalam laporan dewan komisarisnya.

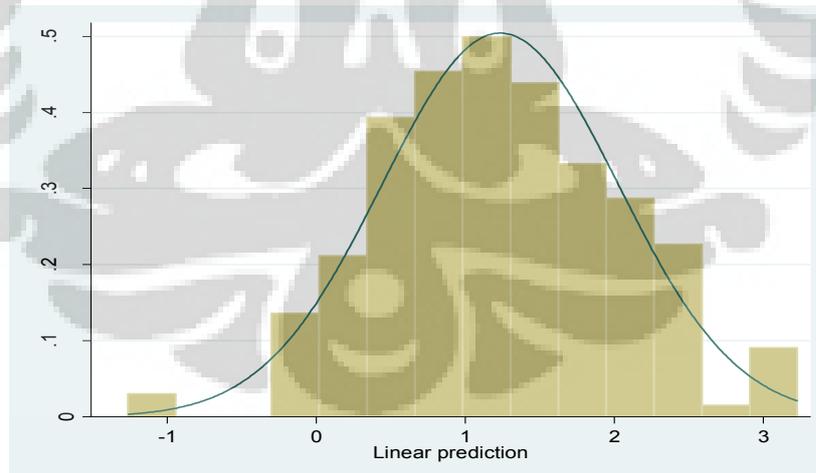
Posisi ketiga ialah kriteria temuan dari hasil pengawasan. Kriteria ini merupakan hal-hal bersifat internal perusahaan yang ditemukan oleh dewan komisaris yang mempengaruhi pencapaian perusahaan selama 1 tahun ke belakang, misalnya kebijakan yang diterapkan perusahaan, pemenuhan terhadap strategi yang sudah disepakati, dan sebagainya. Hal ini ditunjukkan dengan sebanyak 11.50% dari jumlah observasi mengungkapkan temuan-temuan dari hasil pengawasan dewan komisaris selama 1 tahun ke belakang. Pengungkapan temuan ini juga merupakan bukti bahwa dewan komisaris telah melakukan fungsi pengawasan dengan cukup baik atas kinerja manajemen dan bersedia mengungkapkannya kepada pemegang saham. Dengan demikian dapat diketahui apakah tindakan pengelolaan dari direksi dan manajemen selama 1 tahun ke belakang telah sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Tingginya kriteria ini didukung oleh keadaan ekonomi yang sedang tidak menentu, sehingga membuat dewan komisaris

meningkatkan aktivitas pengawasannya, untuk memastikan bahwa perusahaan telah melakukan tindakan-tindakan antisipatif yang tepat untuk menghadapi krisis ekonomi.

Kriteria penilaian yang paling sedikit diungkap adalah isu-isu terkini, dimana hanya sebesar 2.61% dari jumlah observasi yang mengungkapkan isu-isu tersebut. Hal ini mungkin disebabkan tidak adanya faktor eksternal yang secara tidak langsung dapat mempengaruhi kinerja perusahaan secara signifikan di mata dewan komisaris. Isu-isu terkini yang kebanyakan diungkap oleh perusahaan sampel adalah adanya anomali cuaca yang berlangsung pada akhir tahun 2010 yang turut mempengaruhi harga komoditas pangan dan gejolak politik di benua Afrika dan Timur Tengah di awal tahun 2011 yang dapat mempengaruhi harga minyak dunia.

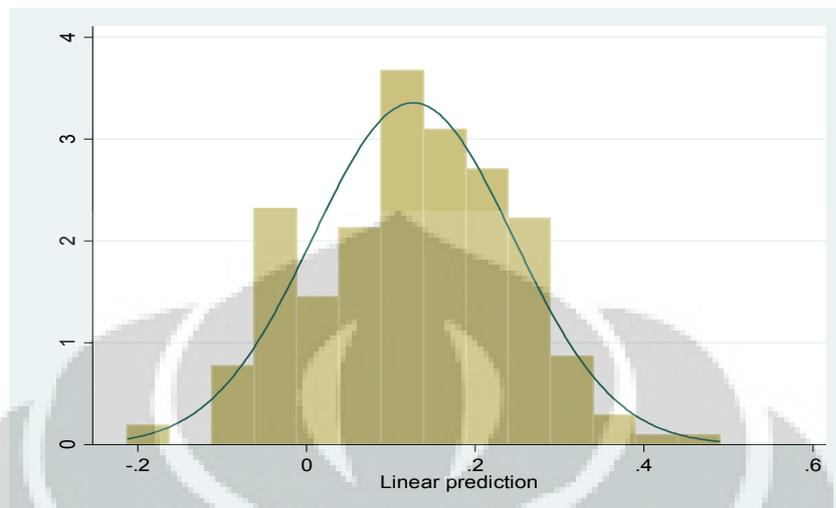
#### 4.3 Uji Normalitas

Untuk menguji normalitas model pertama, yakni *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio*, dapat dilihat melalui gambar berikut:



**Gambar 4.1 Hasil Uji Normalitas Model *Agency Cost* Proksi Pertama**

Sementara untuk model dengan *Agency Cost* yang diproksikan oleh *SGA Expense to Sales Ratio* adalah sebagai berikut:



**Gambar 4.2 Hasil Uji Normalitas Model *Agency Cost* Proksi Kedua**

Dari grafik di atas terlihat bahwa data terdistribusi secara normal di kedua model. Untuk lebih meyakinkan hasilnya normalitas dari residual, dapat dilakukan uji Shapiro Wilk untuk model dengan kedua proksi, berikut hasilnya:

**Tabel 4.5 Hasil Uji Shapiro Wilk Model *Agency Cost* Proksi Pertama**

Variable	W	V	Z	Prob > z
E	0.98936	1.628	1.124	0.13060

Sumber: data diolah

**Tabel 4.6 Hasil Uji Shapiro Wilk Model *Agency Cost* Proksi Kedua**

Variable	W	V	Z	Prob > z
E	0.99289	1.088	0.194	0.42326

Sumber: data diolah

Apabila nilai  $Prob > z$  lebih kecil dari alfa, maka variabel tidak terdistribusi secara normal. Dari tabel 4.5 dan 4.6 di atas bahwa nilai  $Prob > z$  lebih besar dari alpha 0.05, sehingga residual terdistribusi secara normal.

#### 4.4 Uji *Outlier*

Hasil uji *outlier* yang dilakukan penulis adalah hasil uji setelah mendapatkan perlakuan *winsorize* untuk variabel *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio*, variabel *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio*, variabel kepemilikan institusi, variabel jumlah dewan komisaris, variabel ukuran perusahaan, variabel *size*, dan variabel *leverage*. Observasi akan mendapatkan perlakuan *winsorize* bila bernilai lebih besar dari  $mean + (3 \times \text{standar deviasi})$ , atau bernilai lebih kecil dari  $mean - (3 \times \text{standar deviasi})$ . Meskipun demikian, gambar hasil uji *outlier* (Lampiran 3) menunjukkan masih terdapat *outlier* untuk ke-7 variabel tersebut.

Gujarati dan Porter (2009) dalam Manurung (2010) menyatakan bahwa *outlier* merupakan data observasi yang memiliki perbedaan yang sangat besar dengan data sampel yang berasal dari populasi yang berbeda. Hal tersebut juga diperkuat oleh pernyataan Draper dan Smith (1998) dalam Gujarati dan Porter (2009) yang menyatakan bahwa penghapusan langsung terhadap data *outlier* bukan merupakan langkah yang bijak, sebab data *outlier* dapat memberi suatu informasi yang tidak dapat disediakan oleh data-data lainnya. Selain itu, *outliers* yang masih muncul di dalam penelitian ini telah melalui perlakuan *winsorize*, dimana diharapkan setelah melakukan *winsorize* data-data *outlier* tidak akan mengganggu model penelitian. Dengan demikian, penulis tidak membuang *outlier* tersebut.

#### 4.5 Uji Metode

##### 4.5.1 Uji Chow

Berdasarkan hasil uji Chow (Lampiran 4), untuk model *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio*, diperoleh nilai rho sebesar 0.9796, yang artinya 97.96% perbedaan tingkat fatalitas disebabkan perbedaan rata-rata (beda intersep) antar perusahaan. Hal ini juga ditunjang dengan p-value dari F statistic

yang bernilai 0.0000 ( $0.0000 < 0.05$ ) atau signifikan, yang berarti dengan tingkat keyakinan 95% terdapat perbedaan rata-rata (beda intersep) tingkat fatalitas antar perusahaan. Sehingga bila berdasarkan uji Chow, penelitian untuk model pertama ini lebih baik menggunakan metode *fixed effect*.

Untuk model dengan *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio*, hasil uji Chow menunjukkan nilai rho sebesar 0.9644, yang artinya 96.44% perbedaan tingkat fatalitas disebabkan perbedaan rata-rata (beda intersep) antar perusahaan (Lampiran 5). Hal ini juga ditunjukkan dengan p-value dari F statistic yang bernilai 0.0014 ( $0.0014 < 0.05$ ) atau signifikan, yang berarti dengan tingkat keyakinan 95% terdapat perbedaan rata-rata (beda intersep) tingkat fatalitas antar perusahaan. Sehingga bila berdasarkan uji Chow, penelitian untuk model dengan proksi kedua ini lebih baik menggunakan metode *fixed effect*.

#### 4.5.2 Uji LM

Pengujian berikutnya adalah uji LM untuk menentukan apakah penelitian ini lebih baik menggunakan metode *pooled least square* atau *random effect*. Berdasarkan hasil uji LM (Lampiran 6), untuk model dengan *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio*, diperoleh nilai rho sebesar 0.9588, yang artinya 95.88% error spesifik dari tiap perusahaan tidak berkorelasi dengan variabel bebas. Hal ini juga ditunjang dengan nilai p-value dari F statistic yang bernilai 0.0000 ( $0.0000 < 0.05$ ) atau signifikan, yang berarti dengan tingkat keyakinan 95% error spesifik dari tiap perusahaan tidak berkorelasi dengan variabel bebas. Sehingga bila berdasarkan uji LM, penelitian untuk model dengan proksi ini lebih baik menggunakan metode *random effect*.

Pada model kedua, yakni model dengan *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio*, diperoleh nilai rho sebesar 0.9296, yang artinya 92.96% error spesifik dari tiap perusahaan tidak berkorelasi dengan variabel bebas (Lampiran 7). Nilai p-value dari F statistic bernilai 0.0162, yang berarti signifikan ( $0.0162 < 0.05$ ), sehingga dengan tingkat keyakinan 95% error spesifik dari tiap perusahaan tidak berkorelasi dengan variabel bebas. Dengan demikian,

berdasarkan uji LM, penelitian untuk model dengan proksi kedua lebih baik menggunakan metode *random effect*.

#### 4.5.3 Uji Hausman

Hasil uji Chow menunjukkan bahwa model dengan proksi pertama dan kedua lebih tepat menggunakan metode *fixed effect*, sedangkan berdasarkan hasil uji LM menunjukkan bahwa model dengan kedua proksi tersebut lebih tepat menggunakan metode *random effect*. Oleh karena itu perlu dilakukan pengujian Hausman untuk memilih metode *fixed effect* atau metode *random effect* yang paling tepat digunakan dalam penelitian ini.

Dari hasil pengujian Hausman (Lampiran 8) menunjukkan nilai probabilitas 0.0000 ( $0.0000 < 0.05$ ), yang berarti signifikan dan tolak  $H_0$ . Oleh karena itu, berdasarkan pengujian Hausman, model dengan *Agency Cost* yang diprosikan oleh *Asset Turnover Ratio* dalam penelitian ini lebih tepat menggunakan metode *fixed effect*. Pada hasil pengujian Hausman model kedua (Lampiran 9), dihasilkan nilai probabilitas 0.0000 ( $0.000 < 0.05$ ), yang berarti signifikan dan tolak  $H_0$ . Dengan demikian, proksi *Agency Cost* kedua ini juga lebih tepat menggunakan *fixed effect*.

#### 4.6 Uji Asumsi Klasik

##### 4.6.1 Uji Multikolinearitas

Tahap selanjutnya adalah melakukan uji Pairwise Pearson Correlation Matrix untuk melihat apakah antara variabel independen mengandung multikolinearitas. Hasil uji Pairwise Pearson Correlation Matrix untuk kedua model dapat dilihat pada tabel 4.7 dan 4.8. Berdasarkan hasil matriks yang diperoleh, tidak ditemukan adanya korelasi antar variabel independen yang lebih besar dari 0.8 pada kedua model. Hal ini mengindikasikan tidak adanya multikolinearitas.

**Tabel 4.7 Hasil Uji Pairwise Pearson Correlation Matrix Model Agency Cost dengan Proksi Pertama**

	<b>assetutz</b>	<b>famown</b>	<b>forown</b>	<b>insown</b>	<b>comm size</b>	<b>size</b>	<b>levr</b>
<b>assetutz</b>	1						
<b>famown</b>	0.0111	1					
<b>forown</b>	0.0083	-0.7403	1				
<b>insown</b>	-0.0482	0.1001	-0.1162	1			
<b>commsize</b>	-0.0564	-0.0477	-0.1311	-0.1441	1		
<b>size</b>	0.1644	-0.0802	-0.0772	-0.2187	0.5920	1	
<b>levr</b>	-0.1292	0.0633	0.0106	0.2006	0.0002	-0.1010	1

Sumber: data diolah

**Tabel 4.8 Hasil Uji Pairwise Pearson Correlation Matrix Model Agency Cost dengan Proksi Kedua**

	<b>sgaexpa</b>	<b>famown</b>	<b>forown</b>	<b>insown</b>	<b>comm size</b>	<b>size</b>	<b>levr</b>
<b>sgaexpa</b>	1						
<b>famown</b>	-0.1778	1					
<b>forown</b>	0.1491	-0.7403	1				
<b>insown</b>	-0.0573	0.1001	-0.1162	1			
<b>commsize</b>	0.0606	-0.0477	-0.1311	-0.1441	1		
<b>size</b>	-0.0746	-0.0802	-0.0772	-0.2187	0.5920	1	
<b>levr</b>	-0.2429	0.0633	0.0106	0.2006	0.0002	-0.1010	1

Sumber: data diolah

#### 4.6.2 Uji Heteroskedastisitas

Berikut adalah hasil uji heteroskedastisitas pada program STATA:

**Tabel 4.9 Pengujian Heteroskedastisitas Model *Agency Cost* dengan Proksi Pertama**

Modified wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model	
chi2 (99)	60106.77
Prob > chi2	0.0000

Sumber: data diolah

**Tabel 4.10 Pengujian Heteroskedastisitas Model *Agency Cost* dengan Proksi Pertama**

Modified wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model	
chi2 (99)	10301.53
Prob > chi2	0.0000

Sumber: Data diolah

Dari kedua tabel pengujian heteroskedastisitas diketahui bahwa probabilitas bernilai 0.0000, atau lebih kecil dari 0.05, sehingga  $H_0$  ditolak. Hal ini menunjukkan model dengan kedua proksi memiliki heteroskedastisitas. Heteroskedastisitas dapat diatasi dengan menggunakan metode *weighted*. Caranya adalah dengan menspesifikasikan model dengan menggunakan Generalized Least Square atau di-*Robust* untuk perintah STATA (Laboratorium Komputasi Departemen Ilmu Ekonomi FEUI).

### 4.6.3 Uji Autokorelasi

Berikut adalah hasil uji autokorelasi pada program STATA:

**Tabel 4.11 Pengujian Autokorelasi Model *Agency Cost* dengan Proksi Pertama**

Wooldridge test for autocorrelation in panel data	
F (1, 43)	5.010
Prob > F	0.0304

Sumber: Sumber: data diolah

Tabel di atas menunjukkan bahwa probabilitas bernilai 0.0304, atau lebih kecil dari 0.05 sehingga  $H_0$  ditolak. Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat autokorelasi dalam model dengan *agency cost* yang diproksikan oleh *asset turnover ratio*. Autokorelasi dapat diatasi dengan menggunakan metode *weighted*. Caranya adalah dengan menspesifikasikan model dengan menggunakan Generalized Least Square atau di-*Robust* untuk perintah STATA (Laboratorium Komputasi Departemen Ilmu Ekonomi FEUI).

**Tabel 4.12 Pengujian Autokorelasi Model *Agency Cost* dengan Proksi Pertama**

Wooldridge test for autocorrelation in panel data	
F (1, 43)	0.488
Prob > F	0.4884

Sumber: data diolah

Pada model penelitian kedua, probabilitas bernilai 0.4884, atau bernilai lebih besar dari 0.05 sehingga  $H_0$  diterima. Hal ini berarti tidak terdapat autokorelasi dalam model penelitian dengan menggunakan *agency cost* yang diproksikan oleh *SGA expense to sales ratio*.

#### 4.7 Uji Statistik

Hasil proses regresi yang dilakukan atas model penelitian melalui STATA dengan metode *fixed effect* dan *di-robust* dapat dirangkum melalui 2 tabel berikut:

**Tabel 4.13 Ikhtisar Hasil Pengujian Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap *Agency Cost* dengan Aktivitas Pengawasan Dewan Komisaris sebagai Pemoderasi**

Variabel	agencycost							
	Asset Turnover Ratio				SGA Expense to Sales Ratio			
		Koef	t-Stat	Prob		Koef	t-Stat	Prob
famown	(+/-)	0.1698	0.51	0.615	(+/-)	-0.002	-0.05	0.963
insown	(+)	-2.7284	-3.02	*0.003	(-)	-0.441	-3.39	*0.001
forown	(+/-)	-0.2266	-0.84	0.405	(+/-)	-0.002	-0.04	0.967
famownxcommact	(+/-)	-0.0273	-0.65	0.515	(+/-)	-0.006	-0.95	0.344
insownxcommact	(+)	0.3063	0.65	0.52	(-)	-0.016	-0.11	0.914
forownxcommact	(+/-)	-0.0181	-0.42	0.673	(+/-)	0.0017	0.34	0.737
commsize	(+)	-0.0016	-0.07	0.945	(-)	-0.005	-1.13	0.26
size	(+)	0.4691	5.81	*0.000	(-)	-0.072	-1.63	0.106
levr	(+)	-0.2504	-1.28	0.205	(-)	0.0089	0.32	0.749
	R-sq: within = 0.3992 between = 0.0215 overall = 0.0297 Prob > F = 0.0000 F(9,98) = 6.89				R-sq: within = 0.2334 between = 0.0184 overall = 0.0041 Prob > F = 0.0000 F(9,98) = 5.49			

**Keterangan Tabel:** *agencycost* = *agency cost* perusahaan yang diproksi dengan rasio *sales* dengan *asset (asset turnover ratio)* dan rasio *sales, general, and administrative expense* dengan *sales (SGA expense to sales ratio)*; **famown** = persentase kepemilikan keluarga; **insown** = persentase kepemilikan institusi keuangan; **forown** = persentase kepemilikan asing; **commact** = skor aktivitas pengawasan dewan komisaris; **famownxcommact** = persentase kepemilikan keluarga yang dimoderasi dengan skor aktivitas pengawasan dewan komisaris; **insownxcommact** = persentase kepemilikan institusi keuangan yang dimoderasi dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris; **forownxcommact** = persentase kepemilikan asing yang dimoderasi dengan skor aktivitas pengawasan dewan komisaris; **commsize** = jumlah dewan komisaris; **size** = ukuran perusahaan yang diproksi dengan logaritma natural dari *sales*; **levr** = *leverage*, yang diproksikan dengan rasio debt dengan *asset* perusahaan

\* menotasikan tingkat signifikansi pada alpha 1%  
 \*\* menotasikan tingkat signifikansi pada alpha 5%  
 \*\*\* menotasikan tingkat signifikansi pada alpha 10%

Sumber: data diolah

Hasil statistik di atas menunjukkan hasil pengujian pada model *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio* dan model *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio*. Proksi pertama adalah *asset turnover ratio*. Proksi ini merupakan rasio *sales* terhadap *asset*. *Asset turnover ratio* bertujuan untuk mengukur *loss* yang diakibatkan utilisasi aset yang tidak efisien, yang mungkin dikarenakan keputusan investasi yang buruk atau manajemen yang lalai. Rasio ini mengukur kemampuan manajemen untuk mempergunakan aset dengan efisien. *Asset turnover ratio* yang tinggi menunjukkan bahwa manajemen telah melakukan pengelolaan aset yang efisien, sehingga meningkatkan nilai pemegang saham. Sementara *asset turnover ratio* yang rendah menunjukkan bahwa manajemen menggunakan aset untuk hal-hal yang tidak produktif. Oleh karena itu, perusahaan dengan *agency conflict* yang tinggi akan memiliki *asset turnover ratio* yang rendah, dan sebaliknya, perusahaan dengan *agency conflict* yang rendah akan memiliki *asset turnover ratio* yang tinggi.

Hasil statistik di atas menunjukkan bahwa dari 5 variabel independen yang ditentukan arah dampaknya terhadap variabel dependen, terdapat 3 variabel independen yang arah dampaknya terhadap *agency cost* tidak sesuai ekspektasi, yakni kepemilikan institusi, jumlah dewan komisaris, dan *leverage*. Keberadaan variabel-variabel tersebut justru menurunkan *asset turnover ratio*, yang mengindikasikan peningkatan *agency cost*.

Ketidaksesuaian ini mungkin dikarenakan variabel independen dan variabel dependen diukur dalam satu periode yang sama, yakni tahun 2008 – 2010. Karena diukur dalam satu periode yang sama, terdapat kemungkinan bahwa pengaruh faktor yang sifatnya *firm-specific*, seperti kondisi ekonomi dan industri, lebih besar terhadap *agency cost* (Florackis, 2008). Penelitian terbaru dari Florackis (2008), menggunakan *gap* waktu antara variabel independen, yakni struktur kepemilikan, struktur modal, dan mekanisme *corporate governance*, dengan

variabel dependen, yakni *agency cost*. Hal ini dilakukan untuk mengurangi potensi masalah akibat fluktuasi jangka pendek dan data yang ekstrim. Selain itu, menggunakan data lama mengurangi kemungkinan hubungan yang diobservasi merefleksikan dampak faktor-faktor yang sifatnya *firm-specific* terhadap *agency cost*.

Tahun 2008 – 2010 adalah tahun dimana kondisi perekonomian, baik Indonesia maupun dunia, sedang tidak menentu. Oleh karena itu, permintaan konsumen menurun, yang berakibat pada menurunnya penjualan perusahaan, sehingga *asset turnover ratio* perusahaan pun juga menurun. Dengan demikian, hasil penelitian di atas menunjukkan bahwa model dengan *agency cost* yang diproksikan oleh *asset turnover ratio* tidak sesuai dengan *agency theory* pada kondisi dimana faktor-faktor yang sifatnya *firm-specific* seperti kondisi ekonomi diperkirakan akan membawa pengaruh yang sangat besar dan ekstrim terhadap *agency cost*.

*Asset turnover* sebenarnya merupakan salah satu *tools* yang dapat digunakan investor untuk memprediksi tingkat profitabilitas dan *growth* dari perusahaan. Banyak literatur menunjukkan bahwa menghitung kontribusi relatif dari *asset turnover* dan *profit margin* terhadap tingkat profitabilitas saat ini berguna bagi investor untuk mengetahui strategi perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Fairfield dan Yohn (2001) menemukan bahwa pemisahan level *return on asset* menjadi level *asset turnover* dan level *profit margin* tidak memberikan informasi mengenai perubahan tingkat profitabilitas perusahaan satu tahun yang akan datang. Kedua komponen tersebut hanya mampu memberikan informasi mengenai strategi perusahaan. Oleh karena itu, tingkat *asset turnover* yang rendah tidak berarti profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang juga akan menurun.

Karena tingkat profitabilitas berkaitan erat dengan nilai perusahaan, yang secara otomatis juga berkaitan dengan kesejahteraan pemegang saham, *asset turnover ratio* belum mampu untuk menjelaskan tingkat kesesuaian kepentingan pemegang saham dengan manajer, atau belum mampu untuk mengindikasikan tingkat *agency cost* dalam perusahaan. Teori di atas juga mendukung pernyataan model *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio* belum sesuai dengan *agency theory*.

Proksi *agency cost* kedua yang digunakan dalam penelitian ini adalah *SGA expense to sales ratio*. Proksi ini merupakan rasio antara *selling, general, and administrative (SGA) expense* dengan *sales*. *SGA expense* menggambarkan biaya terkait dengan fungsi manajemen dan penjualan produk, seperti gaji manajemen, biaya sewa, biaya asuransi, biaya utilitas, biaya *supplies*, dan biaya *advertising*, yang secara langsung merefleksikan beban atas bangunan kantor, *furniture*, kendaraan, dan fasilitas serupa lainnya. Oleh karena itu, rasio ini merefleksikan kebijakan manajer dalam menggunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki *agency conflict* yang tinggi akan memiliki *SGA expense to sales ratio* yang lebih besar, dan sebaliknya perusahaan dengan *agency conflict* yang rendah akan memiliki *SGA expense to sales ratio* yang rendah pula.

Hasil pengujian pada tabel 4.13 di atas menunjukkan bahwa sebagian besar variabel memiliki arah dampak yang sesuai dengan ekspektasi. Hanya variabel *leverage* saja yang arah dampaknya tidak sesuai dengan ekspektasi. Variabel tersebut memiliki arah positif, yang menunjukkan bahwa peningkatan *leverage* akan meningkatkan *SGA expense to sales ratio* perusahaan, yang mengindikasikan peningkatan *agency cost*. Dengan demikian, model *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio* sesuai dengan *agency theory*.

Kesesuaian *SGA expense to sales ratio* sebagai proksi *agency cost* ini dikarenakan dua hal: (1) karakteristik *SGA expense* yang bersifat *sticky*, yakni cepat mengalami peningkatan, tetapi sulit mengalami penurunan (Subramaniam dan Weidenmier, 2003), sehingga faktor yang sifatnya *firm-specific* kurang terlalu berpengaruh bagi *SGA expense to sales ratio*; dan (2) *SGA expense* adalah beban yang sepenuhnya ditentukan oleh manajemen, sehingga besarnya perilaku oportunistik dari manajemen dapat lebih terlihat melalui efisiensi penggunaan biaya *SGA expense* dibandingkan pengelolaan aset.

#### 4.7.1. Uji Signifikansi Serentak (Uji F)

Berdasarkan tabel 4.13 dapat dilihat bahwa model *agency cost* dengan proksi pertama, yakni *asset turnover ratio*, yang digunakan memiliki nilai probabilitas F statistik 0.0000. Nilai tersebut di bawah 5% sehingga model yang digunakan signifikan pada tingkat keyakinan 95%. Hal ini mengindikasikan bahwa variabel-variabel independen yang digunakan dalam model pertama secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen, yakni *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio*.

Sedangkan tingkat signifikansi model *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA Expense to Sales Ratio* dapat dilihat dari tabel 4.13, dimana probabilitas F statistiknya bernilai 0.0000, yang bernilai lebih kecil dari 0.05. Oleh karena itu dapat dinyatakan bahwa dengan tingkat keyakinan sebesar 95%, model penelitian 2 signifikan dalam menjelaskan *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio* (dengan tingkat keyakinan 95% maka seluruh variabel independen secara bersama-sama signifikan mempengaruhi *agency cost*).

#### 4.7.2. Uji Koefisien Determinasi

Pada tabel 4.13 tersebut juga dapat dilihat bahwa model penelitian pertama yang digunakan, yakni yang menggunakan *agency cost* dengan proksi *asset turnover ratio* memiliki nilai  $R^2$  sebesar 0.3992. Hasil ini menunjukkan bahwa 39.92% variasi dalam *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio* dapat dijelaskan oleh variabel independen kepemilikan keluarga; kepemilikan asing; kepemilikan institusi; kepemilikan keluarga, kepemilikan asing, dan kepemilikan institusi yang sudah dimoderasi dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris; jumlah dewan komisaris; ukuran perusahaan; dan *leverage*. Sedangkan 60.08% sisanya ditentukan oleh variabel bebas lain di luar model.

Sementara pada model penelitian kedua, yakni yang menggunakan *agency cost* dengan proksi *SGA expense to sales ratio*, nilai  $R^2$  ialah 0.2334. Hasil ini

menunjukkan bahwa 23.34% variasi dalam *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio* dapat dijelaskan oleh variabel independen kepemilikan keluarga; kepemilikan asing; kepemilikan institusi; kepemilikan keluarga, kepemilikan asing, dan kepemilikan institusi yang sudah dimoderasi dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris; jumlah dewan komisaris; ukuran perusahaan; dan *leverage*. Sedangkan 76.66% sisanya ditentukan oleh variabel bebas lain di luar model.

#### 4.8 Pengujian Hipotesis

##### 4.8.1 Pengujian Pengaruh Struktur Kepemilikan yang Dimoderasi oleh Aktivitas Pengawasan Dewan Komisaris terhadap *Agency cost*

###### a. Kepemilikan Keluarga

Pada tabel 4.13 dapat dilihat bahwa dengan tingkat keyakinan 95%, kepemilikan keluarga tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio* ( $H_{1a}$  ditolak). Nilai probabilitas kepemilikan keluarga ialah sebesar 0.615, dimana nilai tersebut lebih besar dari alpha 0.05, sehingga  $H_0$  diterima. Sementara  $H_{1b}$  juga ditolak karena bernilai 0.515, yang menunjukkan bahwa aktivitas pengawasan dewan komisaris belum mampu memperkuat hubungan positif ataupun negatif antara kepemilikan keluarga dengan *agency cost*.

Hal yang sama terjadi pada model dengan proksi kedua, dimana kepemilikan keluarga tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio*. Nilai probabilitas variabel kepemilikan keluarga adalah sebesar 0.963, sementara nilai probabilitas variabel kepemilikan keluarga yang sudah dimoderasi adalah sebesar 0.344. Kedua nilai tersebut lebih besar dari alpha 0.05, sehingga  $H_0$  diterima dan  $H_{1a}$  dan  $H_{1b}$  ditolak. Dengan demikian, aktivitas pengawasan dewan komisaris juga belum mampu memperkuat hubungan positif ataupun negatif antara kepemilikan keluarga dengan *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio*.

Insignifikansi pengaruh kepemilikan keluarga terhadap *agency cost* baik yang diproksikan dengan *asset turnover ratio* maupun dengan *SGA expense to sales ratio* dikarenakan masih adanya dampak ekspropriasi dari pemegang saham pengendali, yakni keluarga, terhadap pemegang saham minoritas. Dampak ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas (*agency cost* tipe II) lebih besar dibandingkan dampak pengawasan pemilik keluarga terhadap manajemen (*agency cost* tipe I), sehingga adanya kepemilikan tidak signifikan dalam mengurangi *agency cost*.

Pada struktur kepemilikan yang terkonsentrasi dengan keluarga sebagai pemegang saham utama, permasalahan tidak lagi antara manajer dan pemilik, karena pemegang saham mayoritas (keluarga) dapat sepenuhnya mengontrol manajemen. Permasalahan agensi yang muncul adalah antara manajer/pemilik mayoritas (keluarga) dengan pemegang saham non-mayoritas (Arifin, 2003). Arifin dan Rachmawati (2006) menyatakan teori yang mendukung insignifikansi peran kepemilikan keluarga ini, yakni karena permasalahan agensi di Indonesia lebih terlihat merupakan konflik antara pemegang saham mayoritas/manajer dan pemegang saham minoritas. Oleh karena itu mekanisme seperti meningkatkan kepemilikan pemegang saham besar dan kepemilikan yang terkonsentrasi tidak cocok sebagai mekanisme pengurang masalah agensi dalam konteks perusahaan publik di Indonesia.

Hasil penelitian yang menunjukkan variabel keluarga yang sudah dimoderasi dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris tetap tidak signifikan menunjukkan bahwa peran dewan komisaris belum signifikan dalam melindungi kepentingan pemegang saham. Dewan komisaris juga terbukti belum efektif dalam mengawasi manajemen. Selain itu, komisaris independen juga terbukti belum mampu mewakili kepentingan pemegang saham minoritas. Kurniawan dan Indriantoro (2000) dalam Arifin dan Rachmawati (2006) menyatakan bahwa salah satu indikasi praktek *corporate governance* di Indonesia masih kurang baik ialah masih lemahnya fungsi dewan komisaris dalam membawa aspirasi atau kepentingan pemegang saham non-mayoritas. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan temuan Jensen (1993), dimana hasil penelitiannya menemukan bahwa aktivitas pengawasan dewan komisaris meningkat ketika perusahaan sedang

berada dalam kondisi krisis, dan cenderung pasif ketika performa perusahaan dianggap masih baik. Dengan demikian, peran dewan komisaris, baik komisaris independen maupun non-independen masih belum signifikan dalam melindungi kepentingan pemegang saham.

Hasil penelitian di atas sesuai dengan yang ditemukan oleh Singh dan Davidson (2003), dimana mereka menemukan bahwa *outside block ownership* tidak berdampak signifikan terhadap *agency cost*, baik yang diproksikan dengan *asset turnover ratio* maupun dengan *SGA expense to sales ratio*. Kepemilikan keluarga adalah salah satu tipe dari *outside block ownership*, karena *outside block ownership* adalah kepemilikan non-manajerial yang jumlahnya signifikan dalam struktur kepemilikan perusahaan. Singh dan Davidson (2003) menyatakan bahwa insignifikansi ini terjadi mungkin dikarenakan variabel *agency* yang digunakan tidak mampu menangkap secara utuh ukuran performa yang dievaluasi oleh *outside blockholders* saat mengevaluasi performa perusahaan.

#### **b. Kepemilikan Institusi**

Pada model dengan *agency cost* yang diproksikan oleh *asset turnover ratio*, variabel kepemilikan institusi memiliki koefisien sebesar -2.72844 dengan probabilitas sebesar 0.003. Nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari alpha 0.01, sehingga  $H_{2a}$  diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat korelasi negatif signifikan antara kepemilikan institusi dengan *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio*, dimana setiap peningkatan kepemilikan institusi sebesar 1 satuan akan menyebabkan penurunan *asset turnover ratio* sebesar 2.72844, yang mengindikasikan adanya peningkatan *agency cost*, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Meskipun demikian, hasil yang berbeda muncul ketika variabel kepemilikan institusi dimoderasi dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris. Variabel kepemilikan institusi yang dimoderasi ini memiliki probabilitas sebesar 0.520. Nilai tersebut lebih besar dari alpha 0.05, sehingga  $H_{2b}$  ditolak. Dengan demikian, menginteraksikan kepemilikan institusi dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris justru membuat pengaruh dari kepemilikan institusi terhadap *agency cost* menjadi tidak signifikan.

Pada model kedua terlihat bahwa variabel kepemilikan institusi kembali memiliki dampak yang signifikan terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio*. Hal ini ditunjukkan dengan probabilita dari variabel ini sebesar 0.001, yang berarti signifikan pada level alpha 0.01. Adapun koefisien variabel kepemilikan institusi ini adalah sebesar -0.4409883, yang berarti setiap peningkatan kepemilikan institusi sebesar 1 satuan akan menurunkan *SGA expense to sales ratio* sebesar 0.4409883, yang mengindikasikan penurunan *agency cost*. Sama halnya dengan model pertama, pada model *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio*, variabel kepemilikan institusi yang dimoderasi dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris tidak berdampak signifikan terhadap *agency cost*. Hal ini ditunjukkan dengan probabilita variabel ini sebesar 0.914, dimana nilai tersebut lebih besar dari alpha 0.05 sehingga  $H_{2b}$  ditolak. Dengan demikian, aktivitas pengawasan dewan komisaris justru memperlemah hubungan kepemilikan institusi dengan *agency cost*.

Signifikansi pengaruh kepemilikan institusi pada kedua proksi *agency cost* dikarenakan investor institusional besar memiliki peluang, sumber daya, dan kemampuan untuk mengawasi, mendisiplinkan, dan mempengaruhi manajer (Cornett *et al*, 2007). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Aryani (2011), yang menemukan bahwa kepemilikan institusional di perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI pada tahun 2008 dan 2009 dan juga termasuk ke dalam LQ-45 berpengaruh terhadap *agency cost*. Hasil penelitian Bathala *et al* (1994) dan Chaganti dan Damanpour (1991) menemukan bahwa kepemilikan institusi dapat mengurangi *agency cost*, karena kepemilikan institusi yang tinggi membatasi kepemilikan manajerial dan sebagai substitusi dari pengawasan dari *lender*.

Variabel kepemilikan institusi pada kedua model menunjukkan hasil yang signifikan tetapi memberikan dampak yang berlawanan terhadap *agency cost*. Pada model dengan proksi *agency cost* yang pertama, yakni *asset turnover ratio*, kepemilikan institusi berpengaruh secara positif terhadap *agency cost*, yang berarti peningkatan kepemilikan institusi akan meningkatkan *agency cost*. Sementara pada model dengan proksi *agency cost* yang kedua, kepemilikan

institusi berpengaruh negatif terhadap *agency cost*, yang berarti peningkatan kepemilikan institusi akan menurunkan *agency cost*. Perbedaan arah dampak pada kedua model ini disebabkan oleh perbedaan karakteristik dari kedua proksi *agency cost*, yakni *asset turnover ratio* dan *SGA expense to sales ratio*.

Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya, model *asset turnover ratio* yang dipergunakan dalam penelitian ini memiliki kelemahan karena tidak menggunakan *gap* waktu antara variabel independen dan variabel dependen, sehingga memungkinkan faktor-faktor yang sifatnya *firm-specific* seperti kondisi ekonomi dan industri lebih berpengaruh terhadap variabel dependen dibandingkan dengan variabel independen (Florackis, 2008). Selain itu, *asset turnover ratio* belum mampu menjelaskan secara utuh tingkat *agency cost* perusahaan, karena *asset turnover* belum mampu memprediksi tingkat profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang, sementara profitabilitas perusahaan sangat berkaitan erat dengan kesejahteraan pemegang saham (Fairfield dan Yohn, 2001). Alasan selanjutnya ialah karena *SGA expense* memiliki karakteristik yang *sticky*, yakni memiliki kecenderungan lebih cepat mengalami peningkatan dibandingkan mengalami penurunan (Subramaniam dan Weidenmier, 2003). Hal ini berarti *SGA expense* tidak berubah secara proporsional sesuai dengan tingkat aktivitas perusahaan. *SGA expense* lebih mengalami peningkatan saat aktivitas perusahaan meningkat dibandingkan mengalami penurunan dengan level penurunan aktivitas yang sama. Oleh karena itu, faktor *firm specific* seperti kondisi ekonomi yang tidak menentu pada tahun 2008 – 2010 tidak terlalu berpengaruh terhadap level *SGA expense*. Level *SGA expense* mungkin mengalami penurunan, tetapi level penurunannya tidak signifikan, sehingga pengaruh dari variabel independen masih lebih besar dibandingkan faktor yang sifatnya *firm-specific*. Oleh karena itu, model *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio* lebih sesuai dengan *agency theory*.

Adapun insignifikansi pengaruh variabel kepemilikan institusi akibat hasil interaksi dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris menunjukkan bahwa dewan komisaris belum mampu secara signifikan melindungi kepentingan pemegang saham. Dewan komisaris juga terbukti belum efektif dalam mengawasi

manajemen. Selain itu, komisaris independen juga terbukti belum mampu mewakili kepentingan pemegang saham minoritas. Kurniawan dan Indriantoro (2000) dalam Arifin dan Rachmawati (2006) menyatakan bahwa salah satu indikasi praktek *corporate governance* di Indonesia masih kurang baik ialah masih lemahnya fungsi dewan komisaris dalam membawa aspirasi atau kepentingan pemegang saham non-mayoritas. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan temuan Jensen (1993), dimana hasil penelitiannya menemukan bahwa aktivitas pengawasan dewan komisaris meningkat ketika perusahaan sedang berada dalam kondisi krisis, dan cenderung pasif ketika performa perusahaan dianggap masih baik. Dengan demikian, peran dewan komisaris, baik komisaris independen maupun non-independen masih belum signifikan dalam melindungi kepentingan pemegang saham.

### **c. Kepemilikan Asing**

Pada tabel 4.13, terlihat bahwa variabel kepemilikan asing tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *agency cost*, baik yang diprosikan dengan *asset turnover ratio* maupun dengan *SGA expense to sales ratio*. Hasil yang sama juga tampak pada variabel kepemilikan asing yang sudah dimoderasi dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris.

Pada model dengan proksi pertama, probabilita variabel kepemilikan asing adalah 0.405, dimana nilai tersebut lebih besar dari alfa 0.05, sehingga  $H_{3a}$  ditolak. Sementara pada proksi kedua, nilai probabilita kepemilikan asing adalah 0.967, dimana nilai tersebut lebih besar dari alfa 0.05, sehingga  $H_{3a}$  juga ditolak. Sementara variabel kepemilikan asing yang sudah dimoderasi dengan aktivitas pengawasan dewan komisaris pada model dengan proksi pertama memiliki probabilita sebesar 0.673, dan pada model dengan proksi kedua memiliki probabilita sebesar 0.737. Kedua nilai tersebut lebih besar dari alpha 0.05, sehingga  $H_{3b}$  ditolak. Dengan demikian, aktivitas pengawasan dewan komisaris belum mampu memperkuat hubungan positif ataupun negatif antara kepemilikan asing dengan *agency cost*.

Insignifikansi kepemilikan asing terhadap *agency cost* ini kemungkinan dikarenakan perbedaan karakteristik antara pemilik dengan perusahaan. Karakteristik tersebut antara lain adanya jarak geografis antara kantor pusat dengan *subsidiary*, perbedaan budaya perusahaan, perbedaan budaya dan bahasa nasional, dan perbedaan level ekonomi negara tempat kantor pusat dan *subsidiary* berada (Wright et al, 2002). Oleh karena itu, pengawasan terhadap manajemen akan lebih sulit dilakukan oleh pemilik asing dibandingkan pemilik dalam negeri. Selain itu, insignifikansi pengaruh ini juga disebabkan karena perusahaan dengan kepemilikan institusi asing yang tinggi cenderung menggunakan kompensasi berbasis performa bagi *top management* ("The Substitutes"). Kompensasi ini akan meningkatkan *SGA expense*. Hal ini didukung pula dengan fakta empiris yang menemukan bahwa *SGA expense* bersifat *sticky*, cepat mengalami peningkatan namun lambat dalam mengalami penurunan. Dengan demikian, pengaruh kepemilikan institusi asing terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio* menjadi tidak signifikan. Ketidamampuan aktivitas pengawasan dewan komisaris untuk memperkuat hubungan kepemilikan asing dengan *agency cost* di atas juga menunjukkan bahwa dewan komisaris yang mewakili kepentingan pemegang saham asing belum mampu mengawasi manajemen secara efektif.

#### **4.8.2. Variabel Kontrol**

Terdapat 3 variabel kontrol yang dipergunakan dalam penelitian ini. Variabel pertama adalah jumlah dewan komisaris. Pada tabel 4.13 terlihat bahwa variabel jumlah dewan komisaris tidak berpengaruh secara signifikan untuk kedua proksi model, yakni baik terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio* maupun yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio*. Pada model dengan proksi pertama, variabel jumlah dewan komisaris memiliki probabilitas sebesar 0.945, dimana nilai tersebut lebih besar dari nilai alpha 0.05. Sementara pada model kedua, variabel jumlah dewan komisaris memiliki probabilitas sebesar 0.260. Oleh karena itu jumlah dewan komisaris tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio* pada tingkat signifikansi sebesar 95%.

Hasil pengujian dari dua model tersebut menunjukkan bahwa keberadaan dewan komisaris belum dapat secara signifikan menurunkan *agency cost* perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Mace (1986), yang menemukan bahwa adanya dewan komisaris tidak berpengaruh apa-apa terhadap *agency cost*. Hal ini dikarenakan dewan komisaris tidak melakukan pengawasan sebagaimana mestinya. Dewan komisaris juga kebanyakan hanya melakukan tindakan pengawasan yang ekstensif dalam situasi krisis, sehingga bersifat reaktif, bukan proaktif (Mace, 1986). Hasil penelitian Larasati (2008), dengan menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2004-2007 juga menemukan bahwa jumlah dewan komisaris tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap *agency cost*.

Variabel kontrol kedua adalah ukuran perusahaan, yang diproksikan dengan logaritma natural dari *sales revenue*. Variabel ini hanya bernilai signifikan pada model dengan proksi pertama, yakni model dengan *agency cost* yang diproksikan oleh *asset turnover ratio*. Pada model pertama, probabilitas variabel ukuran perusahaan bernilai 0.000, sehingga variabel ini signifikan di tingkat keyakinan 99%. Adapun koefisien dari variabel ukuran perusahaan ini bernilai 0.4690701, sehingga terdapat korelasi positif dan signifikan antara variabel ukuran perusahaan dengan *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio*. Peningkatan ukuran perusahaan sebesar 1 satuan akan meningkatkan *asset turnover ratio* sebesar 0.4690701, yang mengindikasikan penurunan *agency cost*. Pada model kedua, variabel ukuran perusahaan memiliki probabilitas sebesar 0.106, dimana nilai tersebut lebih besar dari alfa 0.05, sehingga ukuran perusahaan tidak berdampak signifikan terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio*.

Hasil pengujian di atas menunjukkan hasil yang berbeda, dimana ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio*, tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio*. Signifikansi pengaruh ukuran perusahaan terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio* dikarenakan utilisasi aset dapat meningkat seiring dengan semakin besarnya

ukuran perusahaan. Peningkatan utilisasi aset seiring dengan semakin besarnya ukuran perusahaan dikarenakan ruang lingkup ekonomi dan adanya sinergisasi di antara lini bisnis yang berbeda-beda. Selain itu, perusahaan dengan ukuran yang besar mampu menghasilkan *sales* yang lebih tinggi tanpa perlu menduplikasi aset tersebut untuk tiap segmen bisnis (Singh dan Davidson, 2003).

Insignifikansi ukuran perusahaan terhadap *agency cost* yang diproksikan dengan *SGA expense to sales ratio* dikarenakan karakteristik dari *SGA expense* yang bersifat *sticky*, dimana *SGA expense* lebih cepat mengalami peningkatan dibandingkan mengalami penurunan (Subramaniam dan Weidenmier, 2003). Oleh karena itu, peningkatan ukuran perusahaan juga akan meningkatkan *SGA expense* perusahaan, yang membuat ia tidak signifikan dalam menjelaskan penurunan terhadap *agency cost*.

Hasil penelitian di atas sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Larasati (2008). Dengan menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2004-2007, ia menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki dampak yang signifikan dan negatif terhadap *agency cost*.

Variabel kontrol terakhir dalam penelitian ini adalah *leverage*, yang diproksikan dengan *debt to asset ratio*. Pada kedua proksi pada model penelitian, variabel *leverage* ini tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *agency cost*, baik yang diproksikan dengan *asset turnover ratio*, maupun dengan *SGA expense to sales ratio*. Pada model dengan proksi pertama, variabel *leverage* memiliki probabilitas sebesar 0.205, yang menunjukkan bahwa variabel ini tidak berpengaruh secara signifikan pada tingkat keyakinan 95%. Sementara pada model dengan proksi kedua, variabel *leverage* memiliki probabilitas sebesar 0.749, yang menunjukkan bahwa variabel ini tidak berpengaruh secara signifikan pada tingkat keyakinan sebesar 95%.

*Leverage* dianggap mampu mengurangi *agency cost* karena mengurangi kas yang dapat dikuasai oleh manajer (Jensen, 1986). Meskipun demikian, hal ini tidak berlaku di Indonesia, terbukti dengan tidak signifikannya pengaruh *leverage* terhadap *agency cost* perusahaan. Insignifikansi ini mungkin dikarenakan *leverage*

bukanlah mekanisme *corporate governance* yang baik untuk mengurangi *agency cost* perusahaan. Mekanisme *corporate governance* yang sesuai untuk mengurangi *agency cost* tergantung pada level pertumbuhan perusahaan tersebut (Florackis, 2008). Dalam penelitiannya, Florackis (2008) menemukan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi lebih cenderung menggunakan konsentrasi kepemilikan seperti kepemilikan manajerial untuk mengurangi *agency cost*. Sementara perusahaan dengan pertumbuhan yang rendah lebih cenderung menggunakan mekanisme pengawasan seperti *leverage* untuk mengurangi *agency cost*. Perusahaan di Indonesia adalah perusahaan dengan pertumbuhan yang relatif tinggi, terlebih dengan situasi ekonomi Indonesia yang lebih kondusif dibandingkan dengan negara-negara maju. Dengan demikian, *leverage* memang kurang dapat diandalkan untuk menjadi mekanisme *corporate governance* yang dapat mengurangi *agency cost*.

Hasil penelitian di atas sama dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Kusumawati (2008). Dengan menggunakan sampel penelitian 31 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, Kusumawati (2008) menemukan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap *agency cost* yang diukur dengan *asset turnover ratio*.

## BAB 5

### KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh struktur kepemilikan terhadap *agency cost* dengan menggunakan aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai variabel pemoderasi. Adapun struktur kepemilikan ini terbagi menjadi beberapa konsentrasi kepemilikan, yakni kepemilikan keluarga, kepemilikan institusi, dan kepemilikan asing. Sampel penelitian ini adalah 99 perusahaan dalam industri manufaktur yang *listed* di BEI tahun 2008-2010, dengan total 206 jumlah observasi. Model penelitian yang digunakan dalam penelitian ini mengacu pada model penelitian Singh dan Davidson (2003) dengan modifikasi beberapa variabel, yaitu membagi struktur kepemilikan menjadi 3 konsentrasi: konsentrasi kepemilikan keluarga, kepemilikan institusi, dan kepemilikan asing sebagai variabel independen, serta menambahkan aktivitas pengawasan dewan komisaris sebagai variabel pemoderasi. *Agency cost* dalam penelitian ini diproksikan dengan 2 pengukuran, yakni *asset turnover ratio* dan *SGA expense to sales ratio*. Kepemilikan dinilai berdasarkan persentase kepemilikan masing-masing konsentrasi, sementara aktivitas pengawasan dewan komisaris dinilai melalui *scoring* pada laporan dewan komisaris di laporan tahunan perusahaan sampel. Variabel kontrol penelitian ini yakni (1) jumlah dewan komisaris, (2) ukuran perusahaan, yang diproksikan dengan logaritma natural dari *sales revenue*, dan (3) *leverage*, yang diproksikan dengan *debt to asset ratio*.

Secara rata-rata, *asset turnover ratio* perusahaan sampel sangat tinggi, yakni 123.32%, yang menunjukkan bahwa *asset* bersifat produktif yang dapat digunakan untuk menghasilkan penjualan, bukan yang bersifat tidak produktif seperti fasilitas mewah bagi manajer. Adapun nilai rata-rata *SGA expense to sales ratio* pada perusahaan juga rendah, yakni 12.64%. Kedua hasil rata-rata tersebut menunjukkan bahwa tingkat *agency cost* pada perusahaan sampel tergolong rendah.

Adapun penelitian ini juga membahas statistik deskriptif untuk komposisi kriteria penilaian aktivitas pengawasan dewan komisaris dalam laporan dewan komisaris. Kriteria yang paling banyak diungkapkan dalam laporan dewan komisaris adalah evaluasi dan kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan dewan komisaris telah melakukan evaluasi atas kinerja direksi dan manajemen perusahaan serta bersedia mengungkapkannya kepada publik. Sedangkan kriteria yang paling sedikit diungkap adalah isu-isu terkini. Hal ini mungkin dikarenakan tidak adanya faktor eksternal yang secara tidak langsung dapat mempengaruhi kinerja perusahaan secara signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian, di antara 3 konsentrasi kepemilikan hanya kepemilikan institusi yang memberikan pengaruh signifikan terhadap tingkat *agency cost* perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi memiliki pengaruh yang signifikan dalam mengawasi, mempengaruhi, dan mendisiplinkan manajer. Sementara insignifikansi hasil untuk 2 konsentrasi lainnya, yakni kepemilikan asing dan kepemilikan keluarga, menunjukkan bahwa masih adanya ekspropriasi dari pemegang saham asing dan pemegang saham keluarga, serta menunjukkan bahwa pemegang saham asing kurang memberikan perhatian terhadap tindakan manajer. Kurangnya perhatian ini disebabkan oleh beberapa faktor, seperti faktor geografis, kendala bahasa, budaya, dan lain-lain. Adapun aktivitas pengawasan dewan komisaris belum terbukti mampu untuk memperkuat hubungan positif ataupun negatif antara ketiga konsentrasi kepemilikan dengan *agency cost*. Variabel kontrol yang memberikan pengaruh signifikan terhadap *agency cost* adalah ukuran perusahaan.

## 5.2 Keterbatasan dan Saran

Adapun beberapa keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Sampel penelitian ini dibatasi pada perusahaan dalam industri manufaktur serta rentang waktu 3 tahun, yakni 2008 – 2010. Hal ini dikarenakan keterbatasan waktu penelitian untuk mendapatkan seluruh data yang diperlukan. Oleh karena itu, diharapkan penelitian selanjutnya mampu

mengambil sampel untuk seluruh perusahaan yang *listed* di BEI. Dengan menggunakan seluruh perusahaan yang *listed*, data akan lebih bervariasi dan menunjukkan hasil yang lebih representatif.

2. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *unbalanced panel data*. Hal ini dikarenakan penulis tidak mendapatkan seluruh laporan tahunan dari ke-99 perusahaan tersebut, sehingga terdapat tahun-tahun dimana data perusahaan tidak tersedia (*ada gap*). Diharapkan ke depannya dapat dilakukan penelitian dengan *balanced panel data*, dengan mengumpulkan seluruh laporan tahunan untuk perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel.
3. Definisi kepemilikan keluarga dalam penelitian ini menggunakan definisi dari Arifin (2003), yakni keseluruhan individu dan perusahaan yang kepemilikannya tercatat (kepemilikan 5% ke atas wajib dicatat), kecuali perusahaan publik, negara, institusi keuangan (lembaga investasi, reksa dana, asuransi, dana pensiun, bank) dan publik (individu yang kepemilikannya tidak wajib tercatat). Oleh karena itu, penulis tidak berusaha untuk mengetahui siapa sesungguhnya pemilik absolut perusahaan tersebut. Sehingga tidak dapat diketahui secara pasti apakah perusahaan yang dikelompokkan ke dalam perusahaan keluarga tersebut benar-benar dimiliki oleh keluarga tertentu. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan definisi kepemilikan yang lebih khusus sehingga dapat diketahui pemilik absolut dari perusahaan tersebut.
4. *Scoring* untuk kriteria penilaian aktivitas dewan komisaris dalam laporan dewan komisaris dibuat sendiri oleh penulis, yakni dengan merujuk kepada tugas dan wewenang dewan komisaris yang tercantum dalam laporan tahunan perusahaan sampel. Selain itu, penulis tidak memberi nilai yang lebih bervariasi untuk masing-masing kriteria, tetapi hanya bernilai 1 bagi yang mencantumkan kriteria tersebut dalam laporan dewan komisarisnya dan bernilai 0 bagi yang tidak mencantumkan. Oleh karena itu hasilnya kurang bervariasi. Diharapkan penelitian selanjutnya bisa

menggunakan skala yang lebih luas untuk tiap kriteria, misalnya 0 – 3, sehingga bisa diperoleh hasil yang lebih bervariasi

5. Model yang digunakan oleh penulis tidak memberikan *gap* waktu antara variabel independen, yakni struktur kepemilikan, baik yang dimoderasi maupun yang tidak dimoderasi, dengan variabel dependen, yakni *agency cost*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa model *agency cost* yang diproksikan dengan *asset turnover ratio* tersebut belum sesuai dengan *agency theory*. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya diharapkan memberikan *gap* waktu antara variabel dependen dan variabel independen yang diujikan. Misalnya struktur kepemilikan sebagai variabel independen diambil untuk periode tahun 2009 – 2010, sementara *agency cost* sebagai variabel dependen diambil untuk periode 2011. Selain itu, diharapkan penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi *agency cost* lain selain *asset turnover ratio* atau *SGA expense to sales ratio*, terutama untuk mengukur *agency cost* yang sifatnya tidak langsung seperti dalam Ross (2010).

Dari hasil penelitian ini, saran yang dapat diberikan penulis adalah sebagai berikut:

1. Hasil pengujian yang menunjukkan bahwa aktivitas pengawasan dewan komisaris belum mampu memperkuat hubungan ketiga konsentrasi kepemilikan dengan *agency cost* mengindikasikan bahwa peran dewan komisaris belum signifikan dalam menyelaraskan kepentingan antara pemegang saham dengan direksi dan manajemen. Oleh karena itu, ke depannya perlu ditinjau kembali jumlah serta komposisi dewan komisaris yang sesuai agar dapat melakukan pengawasan dengan efektif. Selain itu perlu juga dilakukan pengawasan terhadap aktivitas pengawasan dewan komisaris dari otoritas berwenang, seperti Bapepam-LK. Misalnya dengan melakukan inspeksi mendadak, atau melakukan wawancara dan observasi langsung ke perusahaan. Selain itu, Bapepam-LK dapat menggunakan

mekanisme tata kelola lain untuk memastikan bahwa pengawasan telah berjalan dengan baik serta kepentingan pemegang saham, terutama pemegang saham minoritas, telah terlindungi. Misalnya dengan menambah jumlah komisaris independen, atau melakukan pengawasan secara ketat mulai dari penunjukkan sampai dengan saat komisaris independen tersebut menjalankan tugasnya. Hal tersebut penting dilakukan untuk memastikan bahwa dewan komisaris, terutama komisaris independen tidak hanya sekedar *rubber-stamp*.

2. Dari hasil analisa deskriptif atas komposisi kriteria penilaian ditemukan bahwa kriteria pemenuhan kepentingan *stakeholder*, rencana pengembangan perusahaan, dan telaah dan persetujuan atas laporan tahunan atau laporan keuangan perusahaan menjadi 3 kriteria yang paling sedikit diungkap setelah kriteria isu-isu terkini. Hal ini menunjukkan masih minimnya perhatian atas kepentingan *stakeholder* lain di luar pemegang saham, serta perhatian dewan komisaris atas laporan keuangan yang dibuat oleh manajemen sebagai pertanggungjawaban kinerja kepada pemegang saham. Ketiga kriteria tersebut bisa jadi merupakan alasan mengapa peran dewan komisaris kurang signifikan untuk mengurangi *agency cost*. Oleh karena itu ke depannya diharapkan pemegang saham dapat lebih berhati-hati dalam menunjuk wakil mereka dalam dewan komisaris, serta lebih cermat dengan menambahkan faktor pengawasan ini sebagai kriteria untuk berinvestasi.

## DAFTAR REFERENSI

- Ahmed, and Scott D. "Accounting Conservatism and Board of Director Characteristics: An Empirical Analysis." *Journal of Accounting and Economics* 43 (2007): 411-437.
- Ali, Ashiq. Tai-Yuan Chen. And Suresh Radhakrishnan. "Corporate Disclosure by Family Firm." *Journal of Accounting and Economics* 44 (2007): 238-286
- Alijoyo, A. and S. Zaini. *Komisaris Independen: Penggerak Praktik GCG di Perusahaan*. Jakarta: Indeks (AZ), 2004.
- Amarani, Ratridewi. *Analisis Pengaruh Kepemilikan Keluarga, Kepemilikan Institusional, serta Ukuran dan Komposisi Dewan Komisaris terhadap Agency Cost*. Skripsi. Universitas Indonesia. Depok. 2009.
- Anderson, and David M. "Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from S&P 500." *The Journal of Finance* 58 (2003): 1301-1328.
- Anderson, Sattar A. and David M. "Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt." *Journal of Financial Economics* 68 (2003): 263-285.
- Ang, Rebel A. and James W. "Agency Cost and Ownership Structure." *The Journal of Finance* 55 (2000): 81-106.
- Anggraini, Ririn Dwi. *Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Asing terhadap Pengungkapan Pertanggungjawaban Sosial Perusahaan dalam Annual Report*, Skripsi, Universitas Diponegoro, Semarang, 2011.
- Arifin, Zaenal. *Masalah Agensi dan Mekanisme Kontrol pada Perusahaan dengan Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi yang Dikontrol Keluarga*, Disertasi, Universitas Indonesia, Jakarta, 2003.
- Arifin, Zaenal dan Nina Rachmawati. "Pengaruh Corporate Governance terhadap Efektivitas Mekanisme Pengurang Masalah Agensi." *Jurnal Siasat Bisnis* 11 (2006): 237-247

- Arosa, Txomin I. and Amaia M. "Ownership Structure and Firm Performance in Non-Listed Firms: Evidence from Spain." *Journal of Family Business Strategy* 1 (2010): 88-96.
- Aryani, Etha Rizki. *Pengaruh Good Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan terhadap Agency Cost*, Skripsi, Universitas Diponegoro, Semarang, 2011.
- Aryanto, Narotama. *Analisa Dampak Reformasi Perpajakan terkait Pelaksanaan Good Corporate Governance terhadap Kepatuhan Wajib Pajak (Studi Kasus pada Kantor Pelayanan Pajak Badan dan Orang Asing Satu)*. Tesis. Universitas Indonesia. Depok. 2010.
- BAPEPAM DEPKEU RI. *Laporan Studi Identifikasi Pemodal Asing di Pasar Modal Indonesia*. November, 2008.
- Bank Indonesia. 2008. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2008*
- Bank Indonesia. 2009. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2009*.
- Bank Indonesia. 2010. *Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2010*
- Brick, Ivan E. and N.K. Chidambaran. "Board Meetings, Committee Structure, and Firm Value." *Journal of Corporate Finance* 16 (2010): 533-553
- Claessens, Simeon D. Joseph P. and Larry H. "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings." *The Journal of Finance* 57 (2002): 2741-2771.
- Claessens, Simeon D. and Larry H. "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations." *Journal of Financial Economics* 58 (2000): 81-112.
- Claessens, Stijn. Simeon D. Joseph F. and Larry L. "Expropriation of Minority Shareholders in East Asia." (1999).

- Cornett, Alan J. Anthony S. and Hassan T. "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance." *Journal of Banking and Finance* (2007): 1771-1794.
- Demsetz, and Kenneth L. "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences." *Journal of Political Economy* 93 (1985): 1155-1177.
- Djalil, Sofyan A. "Good Corporate Governance." *Seminar Corporate Governance Universitas Sumatera Utara* (2000).
- Dwinanto, Ferdinand. *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Umur Perusahaan, Leverage, dan Struktur Kepemilikan terhadap CSR Disclosure pada Laporan Tahunan Perusahaan*. Skripsi. STEKPI. Jakarta. 2010.
- Fahmi, Yulfian. *Pengaruh Mekanisme Corporate Governance terhadap Agency Cost pada Perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia*. Skripsi. Universitas Sebelas Maret. Solo. 2008.
- Faisal. "Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan, dan Mekanisme Corporate Governance." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 8 (2005).
- Fama, and Michael C. Jensen. "Agency Problems and Residual Claims." *Journal of Law and Economics* 26 (1983): 327-349
- Fama, and Michael C. Jensen. "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics* 26 (1983): 301-325.
- Fairfield, Patricia M and Teri Lombardi Yohn. "Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability." *Review of Accounting Studies* 6 (2001): 371-385
- Fleming, Richard H. and Rochelle M. "Agency Cost and Ownership Structure in Australia." *Pasific-Basin Science Journal* 13 (2005): 29-52.
- Florackis, Chrisostomos. "Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms." *International Journal of Managerial Finance* 4 (2008): 37-59.

- Godfrey, Jayne, et al. *Accounting Theory 7th Edition*. Milton: John Wiley & Sons Australia, 2010
- Guedhami, Omrane. and Jeffrey A. Pittman. "The Choice Between Private and Public Capital Markets: The Importance of Disclosure Standards and Auditor Discipline to Countries Divesting State-Owned Entreprises." *Journal Account Public Policy* 30 (2011): 395-430
- Hidayati, Nur. *Analisis Kemampuan Laba*, Skripsi, Universitas Indonesia, 2009.
- Indrayani, Norma. *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Agency Cost Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*. Skripsi. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta, 2006.
- Indriastuti, Septi. *Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan terhadap Agency Cost pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*, Skripsi, Universitas Airlangga. Surabaya. 2008.
- Ismiyanti, Fitri. dan Putu A. Mahadwartha. "Corporate Governance and the Effect of Openness in Ownership Structure." *14<sup>th</sup> Asia Pacific Management Conference* (2009).
- Jensen, and William H. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3 (1976): 305-360.
- Koesnadi, Ruddy. *Pengaruh Tingkat Pengungkapan dan Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Utang*. Disertasi. Universitas Indonesia. Depok. 2010
- Kuan, Tsung-Han. Chu-Shiu Li. and Shing-Herng Chu. "Cash Holdings and Corporate Governance in Family Controlled Firms." *Journal of Business Research* 64 (2011): 757-764.
- Kusumawati, Eva. *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, Leverage, dan Dividen terhadap Agency Cost*. Skripsi. Universitas Muhammadiyah Surakarta. Surakarta. 2008.

- La Porta, Florencio L. Andrei S. and Robert W. "Investor Protection and Corporate Governance." *Journal of Financial Economics* 58 (2000): 3-27.
- Larasati, Woro Gito. *Analisis Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan terhadap Agency Cost (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2004-2007)*, Skripsi, 2008.
- Machmud, Novita. dan Chaerul D. Djakman. "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Luas Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial (CSR Disclosure) pada Laporan Tahunan Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Publik yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia." *Simposium Nasional Akuntansi XI* (2008).
- Manurung, Berkah. *Pengaruh Diversifikasi Perusahaan dan Spesialisasi Industri Auditor terhadap Manajemen Laba pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di BEI Tahun 2007*. Skripsi. Universitas Indonesia. Depok. 2010
- Morck, Andrei S. and Robert W. "Alternative Mechanism for Corporate Control." *The American Economic Review* 79 (1989): 842-852.
- OECD. *OECD Principles of Corporate Governance*. 2004.
- Pindado, Ignacio R. and Chabela D. "Family Control and Investment-Cash Flow Sensitivity: Empirical Evidence from the Euro Zone." *Journal of Corporate Finance* 17 (2011): 1389-1409.
- Randøy, and Sanjay G. "Ownership Structure, Founder Leadership, and Performance in Norwegian SMEs: Implications for Financing Entrepreneurial Opportunities." *Journal of Business Venturing* 18 (2003): 619-637.
- Roberts, and Lianzeng Yuan. "Does Institutional Ownership Affect the Cost of Bank Borrowing?" *Journal of Economics and Business* 62 (2010): 604-626.

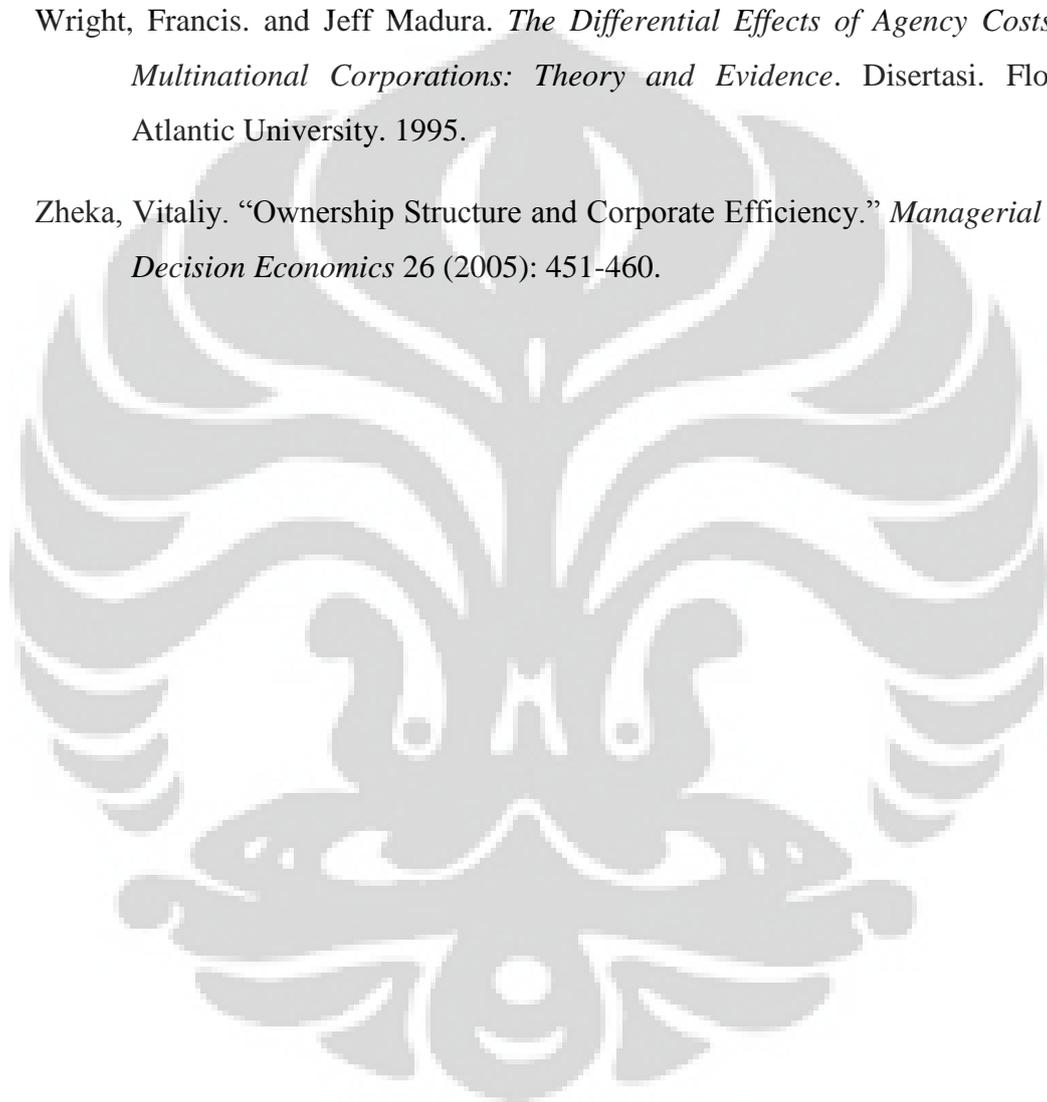
- Ross, Stephen A. Randolph W. Westerfield and Bradford D. Jordan. *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Irwin, 2010.
- Santiago-Castro, and Cynthia J. "Ownership Structure and Minority Rights: A Latin American View." *Journal of Economics and Business* 59 (2007): 430-442.
- Sekaran, Uma and Roger Bougie. *Research Methods for Business*. West Sussex: John Wiley & Sons, 2010.
- Silva, and Nicolas M. "Does Family Ownership Shape Performance Outcomes?" *Journal of Business Research* 61 (2008): 609-614
- Singh, and Wallace N. Davidson. "Agency Cost, Ownership Structure, and Corporate Governance Mechanism." *Journal of Banking and Finance* 27 (2003): 793-816.
- Siregar, Sylvia V. and Sidharta Utama. "Type of Earnings Management and The Effect of Ownership Structure, Firm Size, and Corporate Governance Practices: Evidence from Indonesia." *The International Journal of Accounting* 43 (2008): 1-27.
- Subramaniam, Chandra and Marcia L. Weidenmier. "Additional Evidence on the Sticky Behavior of Costs." (2003)
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.
- . "The Substitute Effect of Monitoring Mechanisms and Performance-Based Executive Compensation in Family Firms: Evidence from an Emerging Market." <<http://ssrn.com/abstract=1909592>>
- Vafeas, Nikos. "Board Meeting Frequency and Firm Performance." *Journal of Financial Economics* 53 (1999): 113-142.

Wallace, P. and J. Zinkin. *Mastering Business in Asia Corporate Governance*, John Wiley & Sons (WZ), 2005.

Warther, Vincent A. "Board Effectiveness and Board Dissent: A Model of The Board's Relationship to Management and Shareholders." *Journal of Corporate Finance* 4 (1998): 53-70.

Wright, Francis. and Jeff Madura. *The Differential Effects of Agency Costs on Multinational Corporations: Theory and Evidence*. Disertasi. Florida Atlantic University. 1995.

Zheka, Vitaliy. "Ownership Structure and Corporate Efficiency." *Managerial and Decision Economics* 26 (2005): 451-460.



### Lampiran 1 Daftar Perusahaan yang Dijadikan Sampel

Nomor	Kode	Nama Perusahaan
1	ADES	Akasha Wira International Tbk
2	ADMG	Polychem Indonesia Tbk
3	AISA	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk
4	ALKA	Alakasa Industrindo Tbk
5	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk
6	AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk
7	APLI	Asiaplast Industries Tbk
8	ARNA	Arwana Citramulia Tbk
9	ASII	Astra International Tbk
10	AUTO	Astra Otoparts Tbk
11	BATA	Sepatu Bata Tbk
12	BIMA	Primarindo Asia Infrastructur Tbk
13	BRAM	Indo Kordsa Tbk
14	BRNA	Berlina Tbk
15	BRPT	Barito Pacific Tbk
16	BTON	Betonjaya Manunggal Tbk
17	BUDI	Budi Acid Jaya Tbk
18	CEKA	Cahaya Kalbar Tbk
19	CNTX	Centex Tbk
20	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
21	CTBN	Citra Tubindo Tbk
22	DAVO	Davomas Abadi Tbk
23	DLTA	Delta Jakarta Tbk
24	DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk
25	EKAD	Ekadharma International Tbk
26	ERTX	Eratex Djaja Tbk
27	ESTI	Ever Shine Textile Industry Tbk
28	ETWA	Eterindo Wahanatama Tbk
29	FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk
30	FPNI	Titan Kimia Nusantara Tbk
31	GDYR	Goodyear Indonesia Tbk
32	GGRM	Gudang Garam Tbk
33	GJTL	Gajah Tunggal Tbk
34	HMSP	HM Sampoerna Tbk
35	IGAR	Champion Pasific Indonesia Tbk
36	IKAI	Intikeramik Alamasri Industri Tbk
37	IKBI	Sumi Indo Kabel Tbk
38	IMAS	Indomobil Sukses Internasional Tbk

39	INAF	Indofarma Tbk
40	INAI	Indal Alumunium Industry Tbk
41	INCI	Intanwijaya Internasional Tbk
42	INDR	Indorama Synthetics Tbk
43	INDS	Indospring Tbk
44	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk
45	INTP	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk
46	ITMA	Itamaraya Gold Industri Tbk
47	JECC	Jembo Cable Company Tbk
48	JPFA	Japfa Comfeed Indonesia Tbk
49	JPRS	Jaya Pari Steel Tbk
50	KAEF	Kimia Farma Tbk
51	KBLI	KMI Wire and Cable Tbk
52	KBLM	Kabelindo Murni Tbk
53	KBRI	Kertas Basuki Rachmat Ind Tbk
54	KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk
55	KIAS	Keramika Indonesia Asosiasi Tbk
56	KICI	Kedaung Indah Can Tbk
57	KLBF	Kalbe Farma Tbk
58	LAPD	Leyand International
59	LION	Lion Metal Works Tbk
60	LMPI	Langgeng Makmur Industri Tbk
61	MAIN	Malindo Feedmill Tbk
62	MASA	Multistrada Arah Sarana Tbk
63	MERK	Merck Tbk
64	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk
65	MLIA	Mulia Industrindo Tbk
66	MYOR	Mayora Indah Tbk
67	MYTX	Apac Citra Centertex Tbk
68	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk
69	POLY	Asia Pacific Fibers Tbk
70	PRAS	Prima Alloy Steel Universal Tbk
71	PSDN	Prasidha Aneka Niaga Tbk
72	PTSN	Sat Nusapersada Tbk
73	PYFA	Pyridam Farma Tbk
74	RICY	Ricky Putra Globalindo
75	RMBA	Bentoel International Investama Tbk
76	SAIP	Surabaya Agung Industry Pulp Tbk
77	SCPI	Schering Plough Indonesia Tbk
78	SIAP	Sekawan Intipratama Tbk
79	SIPD	Sierad Produce Tbk
80	SKLT	Sekar Laut Tbk
81	SMCB	Holcim Indonesia Tbk

82	SMGR	Semen Gresik (Persero) Tbk
83	SMSM	Selamat Sempurna Tbk
84	SOBI	Sorini Agro Asia Corporindo Tbk
85	SPMA	Suparma Tbk
86	SRSN	Indo Acidatama Tbk
87	SSTM	Sunson Textile Manufacture Tbk
88	SULI	Sumalindo Lestari Jaya Tbk
89	TCID	Mandom Indonesia Tbk
90	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk
91	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk
92	TPIA	Chandra Asri Petrochemical Tbk
93	TRST	Trias Sentosa Tbk
94	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk
95	ULTJ	Ultra Jaya Milk Tbk
96	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk
97	UNVR	Unilever Indonesia Tbk
98	VOKS	Voksel Electric Tbk
99	YPAS	Yanaprima Hastapersada Tbk

**Lampiran 2 Perusahaan Sampel yang Mencantumkan Deskripsi Tugas  
Dewan Komisaris**

No	Deskripsi Tugas Dewan Komisaris	Perusahaan Sampel
1	Melakukan pengawasan terhadap pengurusan Perseroan yang dilakukan Direksi serta memberikan nasihat kepada Direksi terhadap rencana pengembangan Perseroan, rencana kerja dan anggaran tahunan Perseroan pelaksanaan ketentuan-ketentuan Anggaran Dasar dan keputusan RUPS dan peraturan perundang-undangan yang berlaku	1. PT Akasha Wira International Tbk 2. PT Alakasa Industrindo Tbk 3. PT Alumindo Light Metal Industry Tbk 4. PT Apac Citra Centertex Tbk 5. PT Arwana Citramulia Tbk 6. PT Asahimas Flat Glass Tbk 7. PT Asioplast Industries Tbk 8. PT Astra International Tbk 9. PT Astra Otoparts Tbk 10. PT Barito Pacific Tbk 11. PT Bentoel International Investama Tbk 12. PT Berlina Tbk 13. PT Betonjaya Manunggal Tbk 14. PT Budi Acid Jaya Tbk 15. PT Cahaya Kalbar Tbk

		16. PT Centex Tbk
		17. PT Champion Pacific Indonesia Tbk
		18. PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk
		19. PT Citra Tubindo Tbk
		20. PT Darya-Varia Laboratoria Tbk
		21. PT Davomas Abadi Tbk
		22. PT Delta Djakarta Tbk
		23. PT Ekadharma International Tbk
		24. PT Eratex Djaja Tbk
		25. PT Eterindo Wahanatama Tbk
		26. PT Ever Shine Tex Tbk
		27. PT Fajar Surya Wisesa Tbk
		28. PT Gajah Tunggal Tbk
		29. PT Goodyear Indonesia Tbk
		30. PT Gudang Garam Tbk
		31. PT Holcim Indonesia Tbk
		32. PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk

		33. PT Intanwijaya International Tbk
		34. PT Indal Alumunium Industry Tbk
		35. PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk
		36. PT Indofarma (Persero) Tbk
		37. PT Indo Kordsa Tbk
		38. PT Indomobil Sukses Internasional Tbk
		39. PT Indorama Synthetics Tbk
		40. PT Indospring Tbk
		41. PT Intikeramik Alamasri Industri Tbk
		42. PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk
		43. PT Jaya Pari Steel Tbk
		44. PT Jembo Cable Company Tbk
		45. PT Kabelindo Murni Tbk
		46. PT Kalbe Farma Tbk
		47. PT Kedaung Indah Can Tbk
		48. PT Kedawung Setia Industrial Tbk

		49. PT Keramika Indonesia Assosiasi Tbk
		50. PT Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk
		51. PT Kimia Farma (Persero) Tbk
		52. PT Langgeng Makmur Industri Tbk
		53. PT Leyand International Tbk
		54. PT Lion Metal Works Tbk
		55. PT Mandom Indonesia Tbk
		56. PT Mayora Indah Tbk
		57. PT Multi Bintang Indonesia Tbk
		58. PT Merck Tbk
		59. PT Mulia Industrindo Tbk
		60. PT Multistrada Arah Sarana Tbk
		61. PT Pelangi Indah Canindo Tbk
		62. PT Polychem Indonesia Tbk
		63. PT Prasadha Aneka Niaga Tbk

		64. PT Prima Alloy Steel Universal Tbk
		65. PT Pyridam Farma Tbk
		66. PT Ricky Putra Globalindo Tbk
		67. PT Surabaya Agung Industry Pulp & Kertas Tbk
		68. PT HM Sampoerna Tbk
		69. PT Sat Nusapersada Tbk
		70. PT Schering-Plough Indonesia Tbk
		71. PT Sekar Laut Tbk
		72. PT Sekawan Intipratama Tbk
		73. PT Selamat Sempurna Tbk
		74. PT Semen Gresik (Persero) Tbk
		75. PT Sierad Produce Tbk
		76. PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk
		77. PT Sumi Indo Kabel Tbk
		78. PT Sunson Textile Manufacturer Tbk
		79. PT Suparma Tbk

		80. PT Tempo Scan Pacific Tbk
		81. PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk
		82. PT Titan Kimia Nusantara Tbk
		83. PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk
		84. PT Surya Toto Indonesia Tbk
		85. PT Chandra Asri Petrochemical Tbk
		86. PT Trias Sentosa Tbk
		87. PT Ultra Jaya Milk Tbk
		88. PT Unggul Indah Cahaya Tbk
		89. PT Unilever Indonesia Tbk
		90. PT Voksel Electric Tbk
		91. PT Yanaprima Hastapersada Tbk
		92. PT Sepatu Bata Tbk
		93. PT Asia Pacific Fibers Tbk
		94. PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk
		95. PT Indo Acidatama Tbk

		96. PT KMI Wire & Cable Tbk
2.	Memantau dan melakukan evaluasi terhadap penerapan GCG	1. PT Arwana Citramulia Tbk 2. PT Astra International Tbk 3. PT Astra Otoparts Tbk 4. PT Bentoel International Investama Tbk 5. PT Betonjaya Manunggal Tbk 6. PT Ekadharna International Tbk 7. PT Eratex Djaja Tbk 8. PT Eterindo Wahanatama Tbk 9. PT Fajar Surya Wisesa Tbk 10. PT Indofarma (Persero) Tbk 11. PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk 12. PT Jaya Pari Steel Tbk 13. PT Jembo Cable Company Tbk 14. PT Kalbe Farma Tbk 15. PT Kedaung Indah Can Tbk 16. PT Langgeng Makmur

		<p>Industri Tbk</p> <p>17. PT Leyand International Tbk</p> <p>18. PT Multistrada Arah Sarana Tbk</p> <p>19. PT Selamat Sempurna Tbk</p> <p>20. PT Suparma Tbk</p> <p>21. PT Surya Toto Indonesia Tbk</p> <p>22. PT Unggul Indah Cahaya Tbk</p> <p>23. PT Yanaprima Hastapersada Tbk</p> <p>24. PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk</p>
3.	Meneliti dan menelaah laporan tahunan yang disiapkan Direksi serta menandatangani laporan tersebut sepanjang Dewan Komisaris setuju terhadap isi materi laporan tahunan tersebut	<p>1. PT Astra Otoparts Tbk</p> <p>2. PT Intikeramik Alamasri Industri Tbk</p>
5	Memberikan hasil kajian dan pendapat kepada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) perihal tujuan strategis Perseroan dan rencana usaha, anggaran tahunan, laporan berkala tentang keuangan dan	<p>1. PT Budi Acid Jaya Tbk</p> <p>2. PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk</p> <p>3. PT Sat Nusapersada Tbk</p>

	laporan Direksi yang lain.	
6.	Mengikuti kemajuan Perseroan dan dalam hal kinerja Perseroan memburuk, Dewan Komisaris melaporkannya pada kesempatan pertama melalui RUPS dan mengusulkan langkah perbaikan.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. PT Barito Pacific Tbk</li> <li>2. PT Indocement Tungal Prakarsa Tbk</li> <li>3. PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk</li> <li>4. PT Merck Tbk</li> <li>5. PT Ricky Putra Globalindo Tbk</li> <li>6. PT Sat Nusapersada Tbk</li> </ol>
7.	Mengadakan rapat atau pertemuan secara berkala untuk membahas pengelolaan operasional Perseroan.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. PT Berlina Tbk</li> <li>2. PT Betonjaya Manunggal Tbk</li> <li>3. PT Champion Pacific Indonesia Tbk</li> <li>4. PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk</li> <li>5. PT Davomas Abadi Tbk</li> <li>6. PT Eratex Djaja Tbk</li> <li>7. PT Ever Shine Tex Tbk</li> <li>8. PT Gajah Tungal Tbk</li> <li>9. PT Goodyear Indonesia Tbk</li> <li>10. PT Holcim Indonesia Tbk</li> </ol>

		11. PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk
		12. PT Intanwijaya International Tbk
		13. PT Indal Alumunium Industry Tbk
		14. PT Indofarma (Persero) Tbk
		15. PT Indo Kordsa Tbk
		16. PT Indomobil Sukses Internasional Tbk
		17. PT Indorama Synthetics Tbk
		18. PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk
		19. PT Jaya Pari Steel Tbk
		20. PT Kabelindo Murni Tbk
		21. PT Kalbe Farma Tbk
		22. PT Kedaung Indah Can Tbk
		23. PT Keramika Indonesia Assosiasi Tbk
		24. PT Mayora Indah Tbk
		25. PT Merck Tbk
		26. PT Multistrada Arah Sarana Tbk

		<p>27. PT Polychem Indonesia Tbk</p> <p>28. PT HM Sampoerna Tbk</p> <p>29. PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk</p> <p>30. PT Suparma Tbk</p> <p>31. PT Tempo Scan Pacific Tbk</p> <p>32. PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk</p> <p>33. PT Chandra Asri Petrochemical Tbk</p> <p>34. PT Ultra Jaya Milk Tbk</p> <p>35. PT Unilever Indonesia Tbk</p> <p>36. PT Sepatu Bata Tbk</p> <p>37. PT Asia Pacific Fibers Tbk</p> <p>38. PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk</p>
8.	Menunjuk dan menetapkan anggota Komite Audit	<p>1. PT Asahimas Flat Glass Tbk</p> <p>2. PT Betonjaya Manunggal Tbk</p> <p>3. PT Champion Pacific Indonesia Tbk</p> <p>4. PT Eterindo Wahanatama Tbk</p>

		<p>5. PT Gajah Tunggal Tbk</p> <p>6. PT Goodyear Indonesia Tbk</p> <p>7. PT Holcim Indonesia Tbk</p> <p>8. PT Indorama Synthetics Tbk</p> <p>9. PT Jaya Pari Steel Tbk</p> <p>10. PT Kalbe Farma Tbk</p> <p>11. PT Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk</p> <p>12. PT Pyridam Farma Tbk</p> <p>13. PT Semen Gresik (Persero) Tbk</p> <p>14. PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk</p> <p>15. PT Sunson Textile Manufacturer Tbk</p> <p>16. PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk</p> <p>17. PT Surya Toto Indonesia Tbk</p> <p>18. PT Indo Acidatama Tbk</p>
9.	Melakukan pengawasan atas identifikasi dan pengelolaan resiko perusahaan	<p>1. PT Budi Acid Jaya Tbk</p> <p>2. PT Fajar Surya Wisesa Tbk</p> <p>3. PT Kedaung Indah Can Tbk</p>

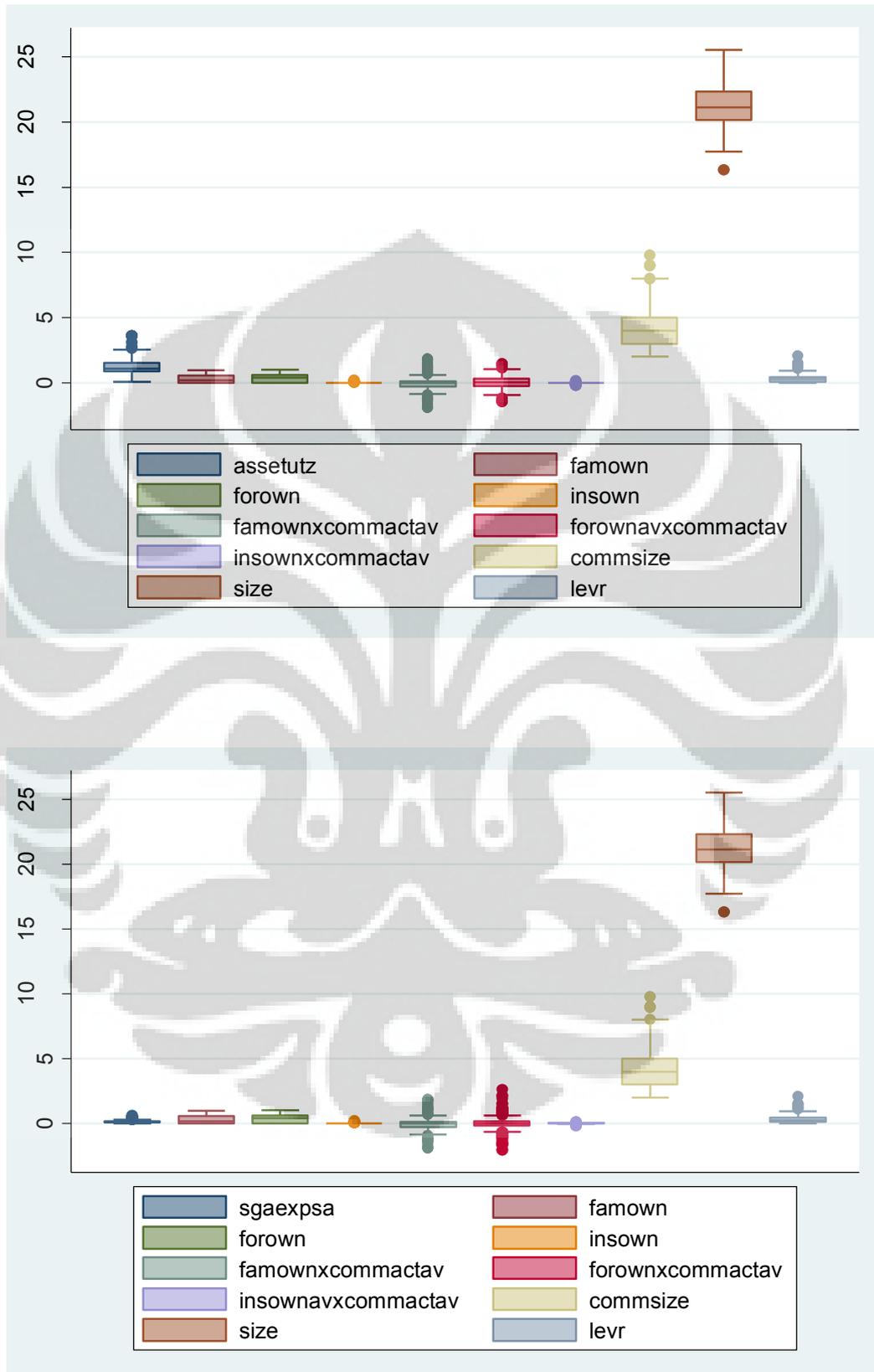
		<p>4. PT Langgeng Makmur Industri Tbk</p> <p>5. PT Semen Gresik (Persero) Tbk</p> <p>6. PT Suparma Tbk</p>
10.	Mempertanggungjawabkan pelaksanaan tugasnya kepada pemegang saham melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).	<p>1. PT Bentoel International Investama Tbk</p> <p>2. PT Indah Kiat Pulp &amp; Paper Tbk</p> <p>3. PT Indocement Tungal Prakarsa Tbk</p> <p>4. PT Intikeramik Alamasri Industri Tbk</p> <p>5. PT Kabelindo Murni Tbk</p> <p>6. PT Kimia Farma (Persero) Tbk</p> <p>7. PT Pelangi Indah Canindo Tbk</p> <p>8. PT Semen Gresik (Persero) Tbk</p> <p>9. PT Titan Kimia Nusantara Tbk</p> <p>10. PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk</p> <p>11. PT Surya Toto Indonesia</p>

		<p>Tbk</p> <p>12. PT Unilever Indonesia Tbk</p> <p>13. PT Voksel Electric Tbk</p> <p>14. PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk</p>
11.	Menyiapkan dan menyampaikan rekomendasi atas temuan – temuan dari laporan komite – komite kepada Direksi.	<p>1. PT Barito Pacific Tbk</p> <p>2. PT Budi Acid Jaya Tbk</p> <p>3. PT Champion Pacific Indonesia Tbk</p> <p>4. PT Delta Djakarta Tbk</p> <p>5. PT Eratex Djaja Tbk</p> <p>6. PT Indah Kiat Pulp &amp; Paper Tbk</p> <p>7. PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk</p> <p>8. PT Jaya Pari Steel Tbk</p> <p>9. PT Sat Nusapersada Tbk</p> <p>10. PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk</p> <p>11. PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk</p> <p>12. PT Surya Toto Indonesia Tbk</p> <p>13. PT Yanaprima Hastapersada</p>

		Tbk 14. PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk
12.	Memperhatikan dan memenuhi kepentingan para stakeholder	1. PT Barito Pacific Tbk 2. PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk 3. PT Multi Bintang Indonesia Tbk 4. PT Surya Toto Indonesia Tbk
13.	Menelaah laporan – laporan yang diberikan oleh Direksi maupun komite – komite yang berada dibawahnya	1. PT Arwana Citramulia Tbk 2. PT Astra Otoparts Tbk 3. PT Eratex Djaja Tbk 4. PT Ever Shine Tex Tbk 5. PT Gajah Tunggul Tbk 6. PT Goodyear Indonesia Tbk 7. PT Indofarma (Persero) Tbk 8. PT Indorama Synthetics Tbk 9. PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk 10. PT Kalbe Farma Tbk 11. PT Kedaung Indah Can Tbk 12. PT Keramika Indonesia

	Assosiasi Tbk
	13. PT Merck Tbk
	14. PT Polychem Indonesia Tbk
	15. PT Sat Nusapersada Tbk
	16. PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk
	17. PT Suparma Tbk
	18. PT Surya Toto Indonesia Tbk
	19. PT Chandra Asri Petrochemical Tbk
	20. PT Unilever Indonesia Tbk
	21. PT Yanaprima Hastapersada Tbk
	22. PT KMI Wire & Cable Tbk

Lampiran 3 Hasil Uji Outliers



### Lampiran 4 Hasil Uji Chow Model *Agency Cost* dengan Proksi Pertama

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: firm

Number of obs = 206  
 Number of groups = 99

R-sq: within = 0.3992  
 between = 0.0215  
 overall = 0.0297

obs per group: min = 1  
 avg = 2.1  
 max = 3

corr(u\_i, Xb) = -0.7081

F(9,98) = 7.24  
 Prob > F = 0.0000

assetutz	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
famown	.1697697	.2832093	0.60	0.550	-.3922499	.7317893
forown	-.2266174	.2675447	-0.85	0.399	-.7575513	.3043164
insown	-2.72844	1.008608	-2.71	0.008	-4.729989	-.7268899
famownxcom~v	-.0273433	.0401708	-0.68	0.498	-.1070611	.0523744
forownavxc~v	-.0180682	.042613	-0.42	0.672	-.1026323	.0664958
insownxcom~v	.3062505	.7405916	0.41	0.680	-1.163429	1.77593
commsize	-.0015857	.0261086	-0.06	0.952	-.0533974	.050226
size	.4690701	.0779883	6.01	0.000	.3143048	.6238354
levr	-.2503649	.1857351	-1.35	0.181	-.6189501	.1182203
_cons	-8.546348	1.682345	-5.08	0.000	-11.88491	-5.20779
sigma_u	.93764035					
sigma_e	.13527782					
rho	.97960924	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(98, 98) = 47.99 Prob > F = 0.0000

### Lampiran 5 Hasil Uji Chow Model *Agency Cost* dengan Proksi Kedua

Fixed-effects (within) regression  
 Group variable: firm

Number of obs = 206  
 Number of groups = 99

R-sq: within = 0.2334  
 between = 0.0184  
 overall = 0.0041

obs per group: min = 1  
 avg = 2.1  
 max = 3

corr(u\_i, Xb) = -0.7177

F(9,98) = 3.31  
 Prob > F = 0.0014

sgaexpsa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
famown	-.0017605	.0591164	-0.03	0.976	-.1190751	.1155542
forown	-.0015792	.0556435	-0.03	0.977	-.1120018	.1088435
insown	-.4409883	.2086666	-2.11	0.037	-.8550803	-.0268963
famownxcom~v	-.0060127	.0073972	-0.81	0.418	-.0206921	.0086668
forownxcom~v	.0017393	.0060613	0.29	0.775	-.0102892	.0137678
insownxcom~v	-.0156646	.1494123	-0.10	0.917	-.3121684	.2808393
comsize	-.005442	.0054612	-1.00	0.321	-.0162794	.0053955
size	-.0718429	.0163207	-4.40	0.000	-.1042307	-.0394551
levr	.0088665	.0388646	0.23	0.820	-.0682591	.0859921
_cons	1.672142	.3514013	4.76	0.000	.9747971	2.369486
sigma_u	.1475753					
sigma_e	.02832972					
rho	.9644581	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(98, 98) = 25.98 Prob > F = 0.0000

### Lampiran 6 Hasil Uji LM Model *Agency Cost* dengan Proksi Pertama

Random-effects GLS regression  
 Group variable: firm  
 R-sq: within = 0.3081  
       between = 0.0315  
       overall = 0.0445  
 Random effects u\_i ~ Gaussian  
 corr(u\_i, X) = 0 (assumed)

Number of obs = 206  
 Number of groups = 99  
 obs per group: min = 1  
                   avg = 2.1  
                   max = 3  
 Wald chi2(9) = 39.19  
 Prob > chi2 = 0.0000

assetutz	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
famown	.2925272	.2283933	1.28	0.200	-.1551155	.7401698
forown	-.065692	.2137983	-0.31	0.759	-.484729	.3533451
insown	-2.420853	.931608	-2.60	0.009	-4.246771	-.5949348
famownxcom~v	-.0110398	.0400466	-0.28	0.783	-.0895296	.06745
forownavxc~v	-.0328866	.0427836	-0.77	0.442	-.1167408	.0509676
insownxcom~v	-.8876253	.7164207	-1.24	0.215	-2.291784	.5165335
commsize	-.0324845	.0234935	-1.38	0.167	-.078531	.013562
size	.1677371	.0417861	4.01	0.000	.085838	.2496363
levr	-.142832	.147081	-0.97	0.331	-.4311054	.1454414
_cons	-2.147949	.9021276	-2.38	0.017	-3.916087	-.3798118
sigma_u	.6529303					
sigma_e	.13527782					
rho	.95884088	(fraction of variance due to u_i)				

### Lampiran 7 Hasil Uji LM Model Agency Cost dengan Proksi Kedua

Random-effects GLS regression  
 Group variable: firm  
 R-sq: within = 0.1378  
       between = 0.0548  
       overall = 0.0375  
 Random effects u\_i ~ Gaussian  
 corr(u\_i, X) = 0 (assumed)

Number of obs = 206  
 Number of groups = 99  
 Obs per group: min = 1  
                   avg = 2.1  
                   max = 3  
 Wald chi2(9) = 20.29  
 Prob > chi2 = 0.0162

sgaexpsa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
famown	-.0306403	.0416232	-0.74	0.462	-.1122202 .0509396
forown	-.006506	.0387902	-0.17	0.867	-.0825333 .0695213
insown	-.3148805	.180395	-1.75	0.081	-.6684482 .0386871
famownxcom~v	-.0041525	.0070379	-0.59	0.555	-.0179466 .0096416
forownxcom~v	.0026012	.0057794	0.45	0.653	-.0087261 .0139285
insownavxc~v	.0847153	.1395756	0.61	0.544	-.1888478 .3582784
commsize	.0017106	.004493	0.38	0.703	-.0070955 .0105167
size	-.0227413	.0071184	-3.19	0.001	-.0366931 -.0087894
levr	-.033518	.0266579	-1.26	0.209	-.0857664 .0187305
_cons	.6223362	.1531882	4.06	0.000	.3220929 .9225795
sigma_u	.10291213				
sigma_e	.02832972				
rho	.92955856	(fraction of variance due to u_i)			

### Lampiran 8 Hasil Uji Hausman Model *Agency Cost* dengan Proksi Pertama

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-v_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
famown	.1697697	-.0306403	.20041	.2801339
forown	-.2266174	-.006506	-.2201114	.2647178
insown	-2.72844	-.3148805	-2.413559	.9923445
famownxcom~v	-.0273433	-.0041525	-.0231908	.0395495
comsize	-.0015857	.0017106	-.0032963	.0257191
size	.4690701	-.0227413	.4918114	.0776628
levr	-.2503649	-.033518	-.2168469	.1838121

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(v\_b-v\_B)^(-1)](b-B)  
 = 65.76  
 Prob>chi2 = 0.0000



### Lampiran 9 Uji Hausman Model *Agency Cost* dengan Proksi Kedua

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-v_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
famown	-.0017605	-.0306403	.0288799	.0419793
forown	-.0015792	-.006506	.0049268	.0398938
insown	-.4409883	-.3148805	-.1261077	.1048779
famownxcom~v	-.0060127	-.0041525	-.0018601	.0022772
forownxcom~v	.0017393	.0026012	-.0008619	.0018272
insownavxc~v	-.0156646	.0847153	-.1003799	.0533169
commsize	-.005442	.0017106	-.0071525	.0031044
size	-.0718429	-.0227413	-.0491016	.0146865
levr	.0088665	-.033518	.0423845	.028281

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(9) = (b-B)'[(V\_b-v\_B)^(-1)](b-B)  
 = 73.38  
 Prob>chi2 = 0.0000  
 (V\_b-v\_B is not positive definite)

