



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE INDEX*,  
KEPEMILIKAN KELUARGA, DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL  
TERHADAP BIAYA EKUITAS DAN BIAYA UTANG: STUDI EMPIRIS  
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI**

**SKRIPSI**

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

**YULISA REBECCA**

**0806318593**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI 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 : Yulisa Rebecca**

**NPM : 0806318593**

**Tanda Tangan : **

**Tanggal : 16 Januari 2012**

## HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :

Nama : Yulisa Rebecca

NPM : 0806318593

Program Studi : Akuntansi

Judul Skripsi : Pengaruh *Corporate Governance Index*, Kepemilikan Keluarga, dan Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI

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

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Sylvia Veronica NPS, S.E., Ak.

(  )

Ketua : Dr. Fitriany, S.E., M.Si., Ak.

(  )

Anggota : Yan Rahadian, S.E., M.S.Ak.

(  )

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 16 Januari 2012

## KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat dan kasih karunia-Nya, saya 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. Saya menyadari bahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan skripsi ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan skripsi ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada:

1. Dr. Sylvia Veronica NPS, S.E., Ak., selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan saya dalam penyusunan skripsi ini. Maaf jika masih terdapat kekurangan dan kesalahan dalam skripsi saya ini;
2. Ibu Fitriany dan Pak Yan, selaku dosen penguji yang telah menyediakan waktu untuk memberikan saran dan kritik untuk perbaikan skripsi saya sehingga menjadi lebih baik;
3. Papa dan mama yang selalu mendoakan, mendukung, dan memberikan perhatian dari awal penyusunan skripsi sampai setelah sidang. Terima kasih sebesar-besarnya buat papa dan mama yang selalu setia menemani setiap saat, kapanpun, dan dimanapun. Bahagia bisa membuat papa dan mama bangga karena anak terakhirnya bisa lulus 3,5 tahun, seperti yang diinginkan papa dan mama. *I love both of you so much! The best gift from God I've ever had!*;
4. Ganda, Albert, dan Natalia, kakak-kakakku tercinta, *many thanks to all of you for everything!* Terima kasih selalu mendengarkan curhatan adiknya di saat sedang jenuh dan mengalami kesulitan dengan skripsi ini. Terima kasih juga karena selalu memberikan motivasi untuk tetap semangat mengerjakan skripsi hingga selesai, bahkan menemani di saat sidang. *Big thanks for your prayers and supports! I love you very much!*;
5. Sahabat setiaiku dari SD hingga sekarang, Brenda Michelle Aimie Thenu. Maaf karena selalu diganggu dengan curhatan-curhatan saat mengerjakan skripsi, dari hal yang terkecil hingga terbesar. Terima kasih sebesar-besarnya buat doa, dukungan, dan motivasi hingga skripsi ini selesai. Tidak menyangka bisa menjalin persahabatan hingga selama ini. *Thanks for everything, byend!*;

6. Teman-teman sepermainan di SMP Tarakanita 4, Nikke, Neta, Ivone, Reza, Anin, Lisa, Fany, Debora. Kangen menghabiskan waktu dengan kalian seperti di masa SMP. Terima kasih buat doa dan semangatnya, teman-temanku terkasih. Doaku selalu menyertai kalian;
7. Teman-teman SMA 68 tersayang, Laras, Nana, Oneng, Tephy, dan terutama teman-teman SRP 68, Cindy unyil, Solita, Tika, Alex, Timothy Sintong, Felis, Meta, dan semuanya yang tidak dapat disebutkan satu per satu. *Special thanks to all of you, guys!* Terima kasih buat doa, dukungan, dan perhatiannya. Terima kasih juga karena terkadang menanyakan progres skripsi yang memacu untuk sesegera mungkin menyelesaikan semua ini. *God bless you all!*;
8. Teman-teman tercinta di masa kuliah, Sita alias mbot (temanku yang selalu bersama-sama dari SMA hingga kuliah), Echy alias mbecci, Wardah, Cindy, Popon. Terima kasih banyak karena telah hadir di hari sidang dan juga dukungan serta semangat yang selalu diberikan. Terima kasih buat momen-momen suka dan duka selama di masa perkuliahan. Senang sekali akhirnya bisa wisuda bersama;
9. My Girls, Etrin, Cute, Naomy, Komang, Afny, Dipu, Nadya, dan Dina. *Thanks God I found you!* Walaupun kita dipertemukan di saat-saat akhir perkuliahan, *but I'm very glad to have nice friends like you!* Terima kasih buat waktu, doa, semangat, perhatian, teguran, dan motivasi dari kalian semua. *It really means a lot!* Momen-momen bersama kalian takkan terlupakan. *I love you, my girls!*;
10. Teman-teman sebimbangan yang selalu kompak dan ceria, Siswardika, Febriela, Mega, dan Akhir. Terima kasih buat semua bantuannya sampai skripsi ini selesai. Maaf kalau suka merepotkan kalian. Jangan lupakan saat-saat kita antri proposal skripsi, bimbingan bersama, simulasi sidang di perpustakaan, sampai setelah sidang ya! Buat Akhir, tetap semangat ya, segera menyusul!;
11. Teman-teman kuliahku, Otong, Christy, Tika Sofi, Natali, Monita, Sandra, Arnold, Junius, Ida, Lala, Maria, Fano, dan semuanya yang selalu memberikan semangat dan dukungan dalam mengerjakan skripsi. Terima kasih buat doanya ya, teman2 terkasih!;
12. *My best team ever*, Bazaar 34<sup>th</sup> JGTC. *Thanks a lot to my best partner (wakoora), Mbecci (Yeishi) dan Mbora (Zipora)!* Sangat bahagia bisa bekerja bersama-sama dengan kalian di tim bazaar JGTC selama 2 tahun. Terima kasih buat kerjasamanya ya mbak2 tersayang! *I love both of you!* JGTC berikutnya kita yang buka stand, ok? 😊 *My best staff ever*, Sona, Selda, Ferina, Via, Lady, Fita, Lupitta, Pinka, Yuyu, Anwar, Fhad, Adit, dan Rendy. Senang bisa menemukan staf-staf terbaik dan terunyu seperti

kalian. *Thanks for everything, guys!* Kalian semua membuat masa-masa terakhir kuliahku menjadi lebih berwarna. Kita tidak akan pernah bubar ya! *I heart you, Bazaar;*

13. PKK dan TKK-ku terkasih, Kak Nita, Ateng, Linda, dan Laras. Bersyukur bisa mengenal dan 1 kelompok kecil dengan kalian semua. Semoga lebih banyak waktu untuk berkumpul bersama ya. Terima kasih buat doa dan dukungannya selama ini, Kak Nita dan TKK-ku. *God bless us!;*
14. Senior-senior terkasih, Kak Phia, Kak Peivy, Kak Wisnu, Kak Shanty, dan semuanya yang tidak dapat disebutkan satu per satu. Terima kasih sebesar-besarnya buat seluruh bantuan kalian, mulai dari penyusunan proposal skripsi sampai persiapan sidang. Terima kasih juga atas petunjuk-petunjuknya dan ajarannya dalam mengolah data, terutama ketika menggunakan *software* Eviews dan Stata. Kakak-kakak sangat membantu penyelesaian skripsi ini;
15. Bapak Matsani, Bapak Marsikin, dan semua staf Departemen Akuntansi. Maaf selama ini suka banyak bertanya dan merepotkan. Terima kasih buat waktu, tenaga, dan bantuannya. Jangan bosan kalau saya sering main ke Jurak ya!;
16. Mas Ade di PDEB dan bapak-bapak penjaga perpustakaan. Maaf jika suka mengganggu waktu kalian. Terima kasih buat bantuannya dalam menyelesaikan skripsi ini;
17. Seluruh pihak-pihak lain yang tidak dapat saya sebutkan satu per satu.

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

Depok, 16 Januari 2012

Yulisa Rebecca

## HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

---

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

Nama : Yulisa Rebecca

NPM : 0806318593

Program Studi : Akuntansi

Departemen : Akuntansi

Fakultas : Ekonomi

Jenis karya : Skripsi

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 :

Pengaruh *Corporate Governance Index*, Kepemilikan Keluarga, dan Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI

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 : 16 Januari 2012

Yang menyatakan



(Yulisa Rebecca)

## ABSTRAK

Nama : Yulisa Rebecca  
Program Studi : Akuntansi  
Judul : Pengaruh *Corporate Governance Index*, Kepemilikan Keluarga, dan Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari *corporate governance* terhadap biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan. Unsur *corporate governance* yang digunakan adalah *corporate governance index*, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan institusional. Sampel dalam penelitian ini adalah 71 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2008-2010. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kualitas *corporate governance* yang diukur dengan *corporate governance index* berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan. Kepemilikan keluarga ditemukan berpengaruh signifikan positif terhadap biaya ekuitas, namun tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya utang. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya ekuitas, namun berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya utang.

Kata kunci: *corporate governance index*, kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, biaya ekuitas, biaya utang



## ABSTRACT

Name : Yulisa Rebecca  
Study Program : Accounting  
Title : The Effect of Corporate Governance Index, Family Ownership, and Institutional Ownership on Cost of Equity and Cost of Debt: Empirical Study on Manufacturing Firms Listed on Indonesia Stock Exchange

This study aims to examine the effect of corporate governance on cost of equity and cost of debt. Elements of corporate governance used are corporate governance index, family ownership, and institutional ownership. The samples of this study are 71 manufacturing firms listed on Indonesia Stock Exchange for period 2008-2010. The results of this study show that the quality of corporate governance as measured by corporate governance index have a significant negative impact on cost of equity and cost of debt. Family ownership has a significant positive effect on cost of equity, but no significant effect on cost of debt. Institutional ownership has no significant effect on cost of equity, but has a significant negative effect on cost of debt.

Keywords: corporate governance index, family ownership, institutional ownership, cost of equity, cost of debt

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN .....	iii
KATA PENGANTAR .....	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI .....	vii
ABSRTRAK .....	viii
DAFTAR ISI .....	x
DAFTAR TABEL .....	xiii
DAFTAR GAMBAR .....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN .....	xv
<b>1. PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	8
1.3 Tujuan Penelitian .....	8
1.4 Manfaat Penelitian .....	8
1.5 Sistematika Penulisan .....	9
<b>2. LANDASAN TEORI .....</b>	<b>11</b>
2.1 <i>Corporate Governance</i> .....	11
2.1.1 <i>Agency Theory</i> .....	11
2.1.2 Definisi <i>Corporate Governance</i> .....	15
2.1.3 Manfaat <i>Corporate Governance</i> .....	16
2.1.4 Prinsip-prinsip <i>Corporate Governance</i> .....	18
2.2 Penerapan <i>Corporate Governance</i> di Indonesia .....	22
2.2.1 <i>Corporate Governance Index</i> .....	24
2.2.2 Struktur Kepemilikan .....	26
2.2.2.1 Kepemilikan Keluarga .....	27
2.2.2.2 Kepemilikan Institusional .....	29
2.3 Biaya Ekuitas .....	30
2.3.1 <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i> .....	30
2.4 Biaya Utang .....	33
2.5 Penelitian Terdahulu .....	34
2.5.1 Pengaruh <i>Corporate Governance Index</i> terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang .....	34
2.5.2 Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang .....	36
2.5.3 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang .....	38

2.6 Pengembangan Hipotesis .....	40
2.6.1 Pengaruh <i>Corporate Governance Index</i> terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang .....	40
2.6.2 Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang .....	41
2.6.3 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang .....	44
<b>3. METODE PENELITIAN.....</b>	<b>47</b>
3.1 Kerangka Pemikiran .....	47
3.2 Model Penelitian .....	50
3.2.1 Biaya Ekuitas .....	50
3.2.2 Biaya Utang .....	52
3.3 Operasionalisasi Variabel Penelitian.....	53
3.3.1 Variabel Dependen.....	53
3.3.2 Variabel Independen .....	54
3.3.3 Variabel Kontrol .....	57
3.4 Prosedur Pengumpulan Data .....	60
3.5 Teknik Pemilihan Sampel .....	60
3.6 Tahap Pengujian.....	61
3.7 Metode Analisis Data .....	62
3.7.1 Pengujian Model Penelitian .....	64
3.7.2 Pengujian Asumsi Klasik .....	66
3.7.2.1 Pengujian Multikolinearitas.....	66
3.7.2.2 Pengujian Heteroskedastisitas .....	67
3.7.2.3 Pengujian Autokorelasi.....	68
3.7.3 Pengujian Statistik.....	69
3.7.3.1 Pengujian Signifikansi Model ( <i>F-test</i> ) .....	69
3.7.3.2 Pengujian Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) .....	70
3.7.3.3 Pengujian Signifikansi Parsial ( <i>t-test</i> ) .....	70
<b>4. ANALISIS HASIL PENELITIAN .....</b>	<b>71</b>
4.1 Seleksi Sampel .....	71
4.2 Statistik Deskriptif .....	73
4.2.1 Biaya Ekuitas .....	73
4.2.2 Biaya Utang.....	76
4.3 Uji Korelasi .....	79
4.3.1 Biaya Ekuitas .....	80
4.3.2 Biaya Utang.....	82
4.4 Pengujian Model Penelitian .....	84
4.4.1 Biaya Ekuitas .....	84

4.4.1.1	<i>Chow Test</i> .....	84
4.4.1.2	<i>Hausman Test</i> .....	84
4.4.1.3	<i>Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM Test)</i> .....	85
4.4.2	Biaya Utang.....	86
4.4.2.1	<i>Chow Test</i> .....	86
4.4.2.2	<i>Hausman Test</i> .....	86
4.4.2.3	<i>Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM Test)</i> .....	87
4.5	Pengujian Asumsi Klasik .....	87
4.5.1	Biaya Ekuitas .....	88
4.5.1.1	Uji Multikolinearitas.....	88
4.5.1.2	Uji Normalitas .....	89
4.5.2	Biaya Utang.....	90
4.5.2.1	Uji Multikolinearitas.....	90
4.5.2.2	Uji Normalitas .....	92
4.6	Pengujian Hipotesis.....	93
4.6.1	Biaya Ekuitas .....	93
4.6.1.1	Uji Signifikansi Model ( <i>F-test</i> ) .....	94
4.6.1.2	Uji Koefisien Determinasi ( <i>Adjusted R<sup>2</sup></i> ) .....	94
4.6.1.3	Uji Signifikansi Parsial ( <i>t-test</i> ) .....	94
4.6.2	Biaya Utang.....	99
4.6.2.1	Uji Signifikansi Model ( <i>F-test</i> ) .....	100
4.6.2.2	Uji Koefisien Determinasi ( <i>Adjusted R<sup>2</sup></i> ) .....	100
4.6.2.3	Uji Signifikansi Parsial ( <i>t-test</i> ) .....	100
4.7	Analisis Sensitivitas .....	106
4.7.1	Biaya Ekuitas .....	107
4.7.2	Biaya Utang.....	108
<b>5.</b>	<b>KESIMPULAN DAN SARAN.....</b>	<b>111</b>
5.1	Kesimpulan .....	111
5.2	Keterbatasan Penelitian dan Saran .....	113
5.3	Implikasi Penelitian.....	114
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>		<b>117</b>

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Kriteria Penilaian Praktek <i>Good Corporate Governance</i> .....	26
Tabel 4.1 Seleksi Sampel.....	72
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif Model Biaya Ekuitas (Setelah <i>Winsorizing</i> ).....	73
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Model Biaya Utang (Setelah <i>Winsorizing</i> ).....	77
Tabel 4.4 Hasil Uji Korelasi Pearson Model Biaya Ekuitas.....	81
Tabel 4.5 Hasil Uji Korelasi Pearson Model Biaya Utang.....	83
Tabel 4.6 Hasil Pengujian <i>Chow Test</i> .....	84
Tabel 4.7 Hasil Pengujian <i>Hausman Test</i> .....	85
Tabel 4.8 Hasil Pengujian <i>Lagrange Multiplier (LM) Test</i> .....	85
Tabel 4.9 Hasil Pengujian <i>Chow Test</i> .....	86
Tabel 4.10 Hasil Pengujian <i>Hausman Test</i> .....	86
Tabel 4.11 Hasil Pengujian <i>Lagrange Multiplier (LM) Test</i> .....	87
Tabel 4.12 Hasil Uji Multikolinearitas dengan <i>Correlation Matrix</i> .....	88
Tabel 4.13 Hasil Uji Multikolinearitas dengan VIF.....	89
Tabel 4.14 Hasil Uji Multikolinearitas dengan <i>Correlation Matrix</i> .....	91
Tabel 4.15 Hasil Uji Multikolinearitas dengan VIF.....	91
Tabel 4.16 Hasil Regresi Model Biaya Ekuitas dengan <i>Random Effect Method</i> .....	93
Tabel 4.17 Hasil Regresi Model Biaya Utang dengan <i>Random Effect Method</i> .....	99
Tabel 4.18 Hasil Pengujian Sensitivitas Model Biaya Ekuitas.....	107
Tabel 4.19 Hasil Pengujian Sensitivitas Model Biaya Utang.....	109

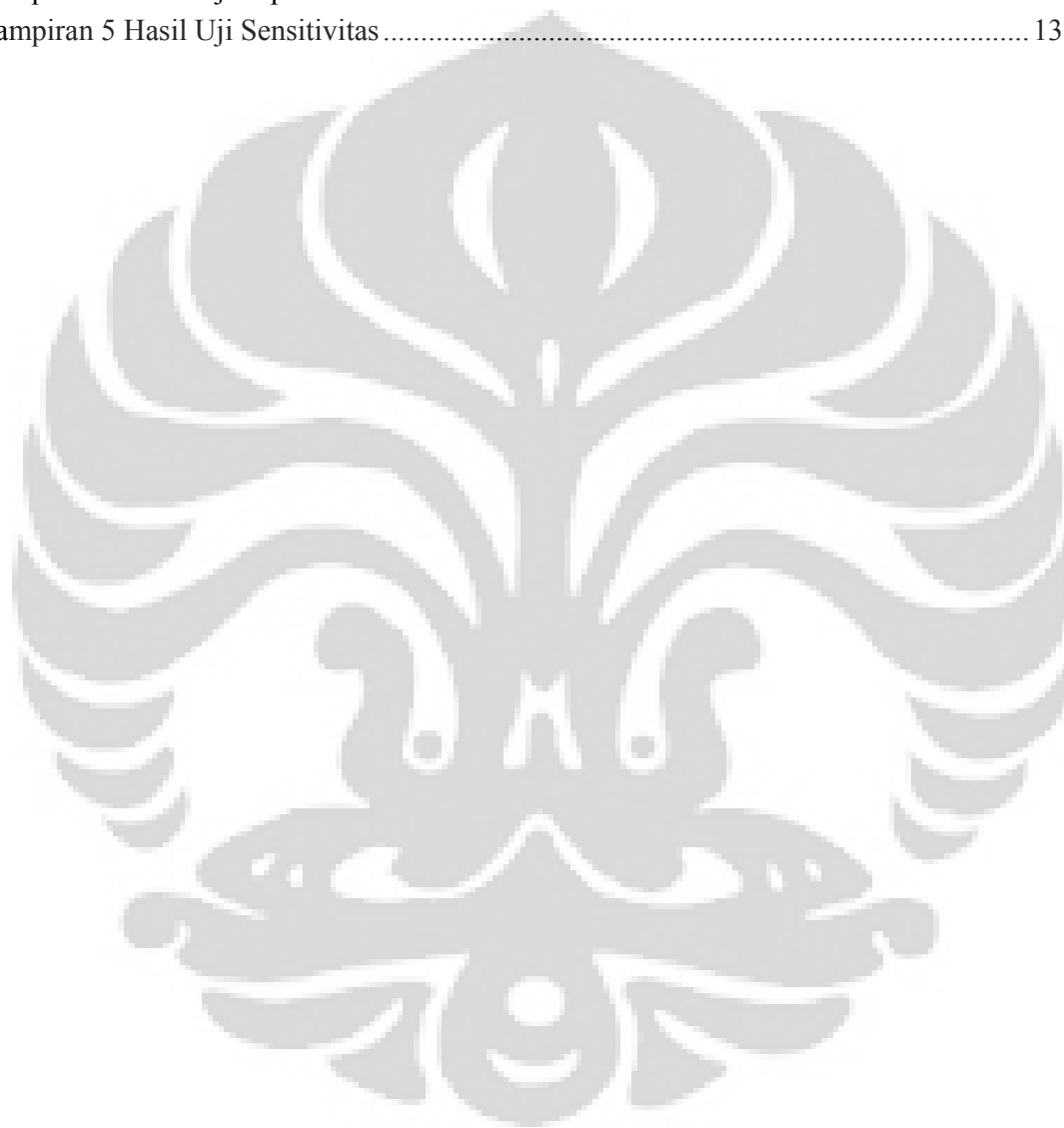
## DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1 Kerangka Pemikiran Model Biaya Ekuitas .....	49
Gambar 3.2 Kerangka Pemikiran Model Biaya Utang .....	50
Gambar 4.1 Hasil Uji Normalitas .....	90
Gambar 4.2 Hasil Uji Normalitas .....	92



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar <i>Checklist</i> IICD.....	125
Lampiran 2 Daftar Sampel Penelitian.....	131
Lampiran 3 Hasil Uji Model Penelitian.....	133
Lampiran 4 Hasil Uji Hipotesis .....	137
Lampiran 5 Hasil Uji Sensitivitas.....	139



## **BAB 1**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1 Latar Belakang**

*Corporate governance* telah menerima banyak perhatian di negara-negara berkembang, terutama setelah krisis ekonomi yang melanda Asia pada tahun 1997-1998. Kegagalan penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) diyakini sebagai salah satu penyebab utama krisis tersebut. Di antaranya ialah sistem regulasi yang lemah, standar akuntansi dan audit yang tidak konsisten, praktek perbankan yang lemah, serta dewan komisaris dan *board of directors* yang kurang peduli terhadap hak-hak pemegang saham minoritas (Bulkanwanicha *et al.*, 2006). Johnson *et al.* (2000) menunjukkan bahwa negara-negara dengan perlindungan hukum yang lemah terhadap pemegang saham minoritas mengalami dampak krisis yang lebih parah dibandingkan negara-negara dengan perlindungan hukum yang kuat. Mitton (2002) juga menemukan bahwa *corporate governance* memiliki dampak positif yang kuat pada kinerja perusahaan selama krisis keuangan. Berdasarkan keyakinan-keyakinan inilah, penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) dirasakan semakin penting dan tuntutan terhadap penerapan GCG secara konsisten dan komprehensif pun datang secara beruntun.

*Corporate governance* dapat didefinisikan sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, manajer, kreditur, pemerintah, karyawan, serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka (FCGI, 2003). *Corporate governance* diterapkan untuk meningkatkan kinerja dan akuntabilitas perusahaan guna mengoptimalkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholder* lainnya dan berlandaskan pada nilai-nilai etika dan peraturan perundangan yang berlaku. Selain itu, *corporate governance* juga memberikan kerangka acuan yang memungkinkan pengawasan berjalan efektif sehingga tercipta mekanisme *check and balance* di perusahaan. Implementasi *corporate governance* yang berjalan dengan baik diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan publik, khususnya investor dan kreditur, terhadap perusahaan.



Isu *corporate governance* muncul sejak diperkenalkannya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan (Gunarsih, 2003). Dua teori utama yang terkait dengan *corporate governance* adalah *stewardship theory* dan *agency theory*. Namun, dalam perkembangan selanjutnya, *agency theory* mendapat respon yang lebih luas karena dipandang lebih mencerminkan kenyataan yang ada. *Agency theory* memandang manajemen perusahaan sebagai *agent* bagi para pemegang saham, yang akan bertindak dengan penuh kesadaran bagi kepentingannya sendiri, bukan sebagai pihak yang arif dan bijaksana serta adil terhadap pemegang saham, sebagaimana diasumsikan dalam *stewardship theory*. Bertentangan dengan *stewardship theory*, *agency theory* memandang bahwa manajemen tidak dapat dipercaya untuk bertindak dengan sebaik-baiknya bagi kepentingan publik pada umumnya dan pemegang saham pada khususnya.

Pemisahan antara fungsi kepemilikan dan pengelolaan perusahaan menimbulkan kemungkinan terjadinya *agency problem* yang kemudian dapat menyebabkan *agency conflict*, yaitu konflik yang timbul sebagai akibat keinginan manajemen (*agent*) untuk melakukan tindakan yang sesuai dengan kepentingannya yang dapat mengorbankan kepentingan pemegang saham (*principal*) untuk memperoleh *return* dan nilai jangka panjang perusahaan (Alijoyo dan Zaini, 2004). Berbagai pemikiran mengenai *corporate governance* berkembang dengan berlandaskan pada *agency theory* dimana pengelolaan perusahaan harus diawasi dan dikendalikan untuk memastikan bahwa pengelolaan dilakukan dengan penuh kepatuhan terhadap berbagai peraturan dan ketentuan yang berlaku. Upaya ini menimbulkan biaya yang disebut dengan *agency costs*.

Ashbaugh *et al.* (2004) menyatakan bahwa *agency costs* muncul sebagai akibat terjadinya asimetri informasi di pasar yang disebabkan karena pemegang saham tidak dapat secara langsung mengamati perilaku dan tindakan manajer, yang berpotensi menciptakan masalah *moral hazard*, atau tidak dapat mengetahui nilai ekonomis perusahaan yang sesungguhnya, yang berpotensi menciptakan masalah *adverse selection*. Kurangnya transparansi informasi keuangan perusahaan akan menghasilkan risiko informasi yang lebih besar kepada pemegang saham. Tanpa pengendalian yang memadai, pemantauan yang efektif, dan transparansi informasi keuangan, investor yang rasional akan melindungi

dirinya dengan meningkatkan biaya ekuitas perusahaan (Ashbaugh *et al.*, 2004). Dalam hal ini, *corporate governance* merupakan mekanisme yang digunakan untuk mengurangi *agency problem* dengan meningkatkan pemantauan terhadap tindakan manajemen, membatasi perilaku oportunistik manajer, dan mengurangi risiko informasi yang ditanggung oleh pemegang saham. Beberapa penelitian sebelumnya membuktikan bahwa perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang lebih baik memiliki biaya ekuitas yang lebih rendah (Derwall dan Verwijmeren, 2007; Byun *et al.*, 2008).

Suatu kajian lain yang perlu diteliti lebih lanjut adalah struktur kepemilikan dan dampaknya terhadap biaya ekuitas perusahaan. Yao dan Sun (2008) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pemegang saham mayoritas memiliki biaya ekuitas yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya. Hal ini disebabkan karena kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham mayoritas dan peluang untuk memperoleh keuntungan pribadi lebih besar sehingga investor menginginkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko tersebut (Dyck dan Zingales, 2004). Di satu sisi, kepemilikan keluarga dapat mengurangi asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham. Namun, di sisi lain, kepemilikan keluarga juga meningkatkan insentif untuk memperoleh keuntungan pribadi yang lebih besar. Attig *et al.* (2008) menyatakan bahwa ketika perusahaan dimiliki secara mayoritas oleh keluarga tertentu, risiko informasi menjadi lebih besar dan menyebabkan biaya ekuitas perusahaan menjadi lebih tinggi. Penelitian serupa di Indonesia dilakukan oleh Murni (2004) dan Amurwani (2006) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara asimetri informasi dengan biaya ekuitas perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga dimana risiko informasi cenderung lebih besar memiliki biaya ekuitas yang lebih tinggi.

Perusahaan dengan pemegang saham yang terdiversifikasi menuntut adanya mekanisme untuk memantau manajemen karena tidak satupun pemegang saham yang memiliki insentif untuk mengawasi manajemen (Ashbaugh *et al.*, 2004). Dengan kata lain, terdapat masalah *free rider*. Namun, seiring dengan meningkatnya kepemilikan saham, insentif untuk melakukan pengawasan semakin besar. Jensen (1993) serta Shleifer dan Vishny (1997) berpendapat bahwa investor

institusional, yang juga berperan sebagai fidusiari, memiliki insentif yang lebih besar untuk memantau manajemen dan kebijakan perusahaan. Pemantauan yang efektif dari investor institusional dapat mengurangi perilaku oportunistik manajemen yang mengarah pada berkurangnya *agency costs* dan biaya ekuitas yang lebih rendah. Pernyataan ini didukung oleh Collins dan Huang (2010) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berdampak negatif terhadap biaya ekuitas perusahaan.

Selain konflik antara pemegang saham dengan manajer, konflik antara kreditur dengan pemegang saham merupakan salah satu konflik yang biasa terjadi dalam perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976; Myers, 1977). Pemegang saham memiliki insentif untuk memaksimalkan *return* yang akan diperoleh melalui keputusan investasi dan pembiayaan pada beban yang ditanggung oleh kreditur (Shuto dan Kitagawa, 2010). Hal ini terjadi karena tanggung jawab pemegang saham yang bersifat terbatas. Sebagai contoh, pemegang saham memiliki insentif untuk berinvestasi dalam proyek-proyek yang berisiko lebih tinggi dari yang ditentukan oleh kreditur atau disebut juga dengan *risk-shifting problem*. Dengan demikian, kreditur menanggung kerugian yang lebih besar ketika investasi perusahaan mengalami kegagalan dan utang perusahaan mengalami *default* (Abor dan Biekpe, 2006). Lebih lanjut, pemegang saham juga memiliki insentif untuk melakukan transfer kekayaan melalui aktivitas pendanaan, seperti pembayaran dividen yang berlebihan (*excessive dividend payment*) dan penerbitan utang baru (*claim dilution*). Dalam pasar yang efisien, pihak kreditur yang rasional seharusnya mengetahui insentif-insentif ini dan sebagai akibatnya, mereka akan menyesuaikan *return* yang diperoleh sehingga biaya utang perusahaan menjadi lebih tinggi (Anderson, Mansi, dan Reeb, 2003).

Penelitian yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003) menekankan bahwa mekanisme *corporate governance* memiliki pengaruh negatif terhadap biaya utang perusahaan yang diukur dari peringkat obligasi dan *yield* obligasi. Chen dan Jian (2006) juga menyatakan bahwa struktur *corporate governance* yang sehat merupakan salah satu indikator penting yang sangat dipertimbangkan oleh kreditur ketika menentukan *risk premium* perusahaan. Kualitas *corporate governance* yang baik diharapkan dapat berkontribusi terhadap proses penciptaan

nilai perusahaan secara keseluruhan dimana salah satu ciri penciptaan nilai tersebut adalah berkurangnya biaya modal perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1997). Dengan kata lain, *corporate governance* merupakan faktor yang tidak dapat diabaikan dalam pengambilan keputusan kreditur. Hal ini dikarenakan *Good Corporate Governance* (GCG) adalah alat penjamin bagi kreditur bahwa dana yang diberikan telah dikelola dengan baik, transparan, dan bertanggung jawab, yang bertujuan untuk melindungi kepentingan kreditur. Oleh sebab itu, penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) di dalam perusahaan sangat penting untuk diketahui oleh publik, khususnya kreditur dan investor perusahaan.

*The Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD), suatu lembaga independen di Indonesia yang memiliki peran dalam internalisasi praktek *corporate governance* yang baik, secara konsisten telah melakukan penilaian tentang penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia. Studi ini dimulai sejak tahun 2005 yang melibatkan 61 perusahaan publik terkemuka di Indonesia pada awalnya. Namun, saat ini, penilaian yang dilakukan oleh IICD telah meliputi seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Tujuan utama dari *Corporate Governance Index* yang dipublikasikan oleh IICD ini adalah sebagai alat analisis untuk meningkatkan penerapan prinsip *Good Corporate Governance* (GCG). Tujuan utama lainnya adalah untuk memberikan informasi kepada investor dan kreditur dalam menilai praktek *corporate governance* perusahaan-perusahaan publik di Indonesia. Evaluasi penerapan GCG ini berpedoman pada *International Standard Code on GCG* yang ditetapkan oleh *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) yang terdiri dari lima aspek utama, yaitu hak pemegang saham, perlakuan setara terhadap pemegang saham, peran *stakeholders*, pengungkapan dan transparansi, serta tanggung jawab pengelola perusahaan (IICD-CIPE Indonesia GCG Scorecard, 2007).

Beberapa penelitian terdahulu di Indonesia menggunakan skor CGPI (*Corporate Governance Perception Index*) yang dikeluarkan oleh IICG (*Indonesian Institute of Corporate Governance*) sebagai ukuran dari kualitas *corporate governance* (Sayidah dan Pujiati, 2008; Wahyukusuma, 2009). Namun, jumlah perusahaan yang mempunyai skor CGPI masih terbatas dan belum

mencakup seluruh perusahaan publik di Indonesia. Oleh karena itu, dalam penelitian ini, *Corporate Governance Index* yang dipublikasikan oleh IICD akan digunakan sebagai proksi dari penerapan GCG pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia.

Penelitian-penelitian sebelumnya menyatakan bahwa struktur kepemilikan suatu perusahaan juga turut mempengaruhi biaya utang. Shleifer dan Vishny (1997) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan saham yang terkonsentrasi memiliki insentif yang relatif berbeda dengan perusahaan yang kepemilikan sahamnya terdiversifikasi. Pemegang saham pada perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi biasanya merupakan investor jangka panjang dalam perusahaan sehingga berpotensi kuat untuk mengurangi *agency conflict* dengan kreditur atau *bondholders*. Perusahaan dengan kepemilikan saham yang terkonsentrasi dapat ditemukan pada perusahaan milik keluarga yang merupakan mayoritas jenis perusahaan publik di Indonesia. Perusahaan ini umumnya dimiliki secara mayoritas oleh keluarga tertentu atau kepemilikan sahamnya terkonsentrasi pada keluarga tertentu (Ayub, 2008). Anderson, Mansi, dan Reeb (2003) dalam penelitiannya menemukan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga memiliki biaya utang yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan non-keluarga. Hal ini disebabkan karena *agency costs* di antara pemegang saham dan manajer pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga lebih rendah. Namun, ditemukan pula bahwa proporsi kepemilikan keluarga yang besar pada suatu perusahaan dapat meningkatkan biaya utang. Kepemilikan saham dalam jumlah besar berarti bahwa tingkat pengendalian yang dimiliki terhadap perusahaan pun besar (Lease *et al.*, 1984). Penggunaan pengendalian ini meningkatkan insentif pemegang saham untuk meningkatkan keuntungan pribadi dan sebagai akibatnya, kreditur mengantisipasi risiko tersebut dengan biaya utang yang lebih tinggi. Penelitian lain dilakukan oleh Ayub (2008) yang menganalisis pengaruh kepemilikan keluarga terhadap biaya utang dan menemukan adanya hubungan positif antara kepemilikan keluarga dengan biaya utang perusahaan.

Berbeda dengan kepemilikan keluarga, penelitian yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003), Piot dan Missonier-Piera (2007), serta Roberts dan Yuan (2009) menemukan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi

biaya utang perusahaan yang diukur dengan *bond yield*. Hal ini dikarenakan adanya *monitoring* yang efektif oleh pihak institusional dapat menyebabkan penggunaan utang menurun (Crutchley *et al.*, 1999). Selain itu, kepemilikan institusional dalam jumlah yang besar membuat pihak di luar perusahaan melakukan pengawasan yang lebih ketat terhadap pihak manajemen sehingga manajemen didorong untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Meningkatnya kinerja perusahaan membuat risiko perusahaan menjadi lebih kecil sehingga *return* yang diinginkan oleh kreditur pun lebih rendah. Lebih lanjut, dampak kepemilikan institusional menjadi lebih kuat untuk perusahaan yang memiliki tingkat asimetri informasi yang lebih tinggi (Wang dan Zhang, 2009). Dengan demikian, kepemilikan institusional dapat menekan biaya utang perusahaan. Di Indonesia, penelitian serupa dilakukan oleh Juniarti dan Sentosa (2009) untuk mengetahui apakah *Good Corporate Governance* berpengaruh signifikan terhadap biaya utang perusahaan. Penelitiannya membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya utang perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Crutchley *et al.* (1999) dan Bhojraj dan Sengupta (2003).

Penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Shuto dan Kitagawa (2010) yang menganalisis hubungan antara kepemilikan manajerial dengan biaya utang pada perusahaan-perusahaan publik di Jepang. Hasil penelitian Shuto dan Kitagawa (2010) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif dengan biaya utang yang diukur dengan *interest rate spread*. Namun, dikarenakan kepemilikan manajerial di Indonesia relatif masih sangat kecil, maka digunakan pengukuran struktur kepemilikan lain dalam penelitian ini, yaitu kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional.

Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang umumnya menganalisis pengaruh *corporate governance* terhadap biaya ekuitas (Byun *et al.*, 2008; Chen *et al.*, 2009) dan biaya utang (Juniarti dan Sentosa, 2009; Shuto dan Kitagawa; 2010) secara terpisah, dalam penelitian ini akan dilakukan pengujian untuk menganalisis pengaruh *corporate governance* terhadap biaya ekuitas dan biaya utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## 1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah dikemukakan sebelumnya, maka permasalahan dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah *Corporate Governance Index* mempengaruhi besarnya biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan?
2. Apakah kepemilikan keluarga mempengaruhi besarnya biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan?
3. Apakah kepemilikan institusional mempengaruhi besarnya biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan untuk:

1. Menemukan bukti empiris pengaruh *Corporate Governance Index* terhadap besarnya biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan
2. Menemukan bukti empiris pengaruh kepemilikan keluarga terhadap besarnya biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan
3. Menemukan bukti empiris pengaruh kepemilikan institusional terhadap besarnya biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan

## 1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan memiliki manfaat sebagai berikut:

1. Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran kepada perusahaan bahwa penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) yang baik dapat mengurangi biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan sehingga meningkatkan motivasi bagi perusahaan untuk menerapkan GCG.

2. Investor

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris tentang praktek penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) perusahaan-perusahaan publik di Indonesia sehingga dapat menjadi bahan pertimbangan investor

dalam menentukan biaya ekuitas perusahaan dan mengambil keputusan investasi yang tepat.

### 3. Kreditur

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris tentang praktek penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) perusahaan-perusahaan publik di Indonesia sehingga dapat membantu kreditur dalam menentukan biaya utang perusahaan.

### 4. Regulator atau pemerintah

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran tentang praktek penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) perusahaan-perusahaan publik di Indonesia sehingga dapat menjadi masukan bagi pihak regulator akan pentingnya penerapan *corporate governance* dan juga sebagai bahan evaluasi yang dapat digunakan untuk meningkatkan efektivitas dari penerapan *corporate governance*.

## 1.5 Sistematika Penulisan

Penelitian ini meliputi beberapa bab sebagai berikut:

### **BAB 1 PENDAHULUAN**

Bab ini berisi mengenai hal-hal umum, yaitu latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

### **BAB 2 LANDASAN TEORI**

Bab ini akan membahas teori-teori yang melandasi penelitian. Bab ini juga berisi penelitian-penelitian terdahulu yang serupa dengan topik penelitian dan pengembangan hipotesis.

### **BAB 3 METODE PENELITIAN**

Bab ini akan membahas tentang pelaksanaan penelitian yang meliputi kerangka pemikiran, model penelitian, operasionalisasi variabel, pemilihan sampel, metode pengumpulan data, dan uji statistik yang digunakan dalam penelitian.

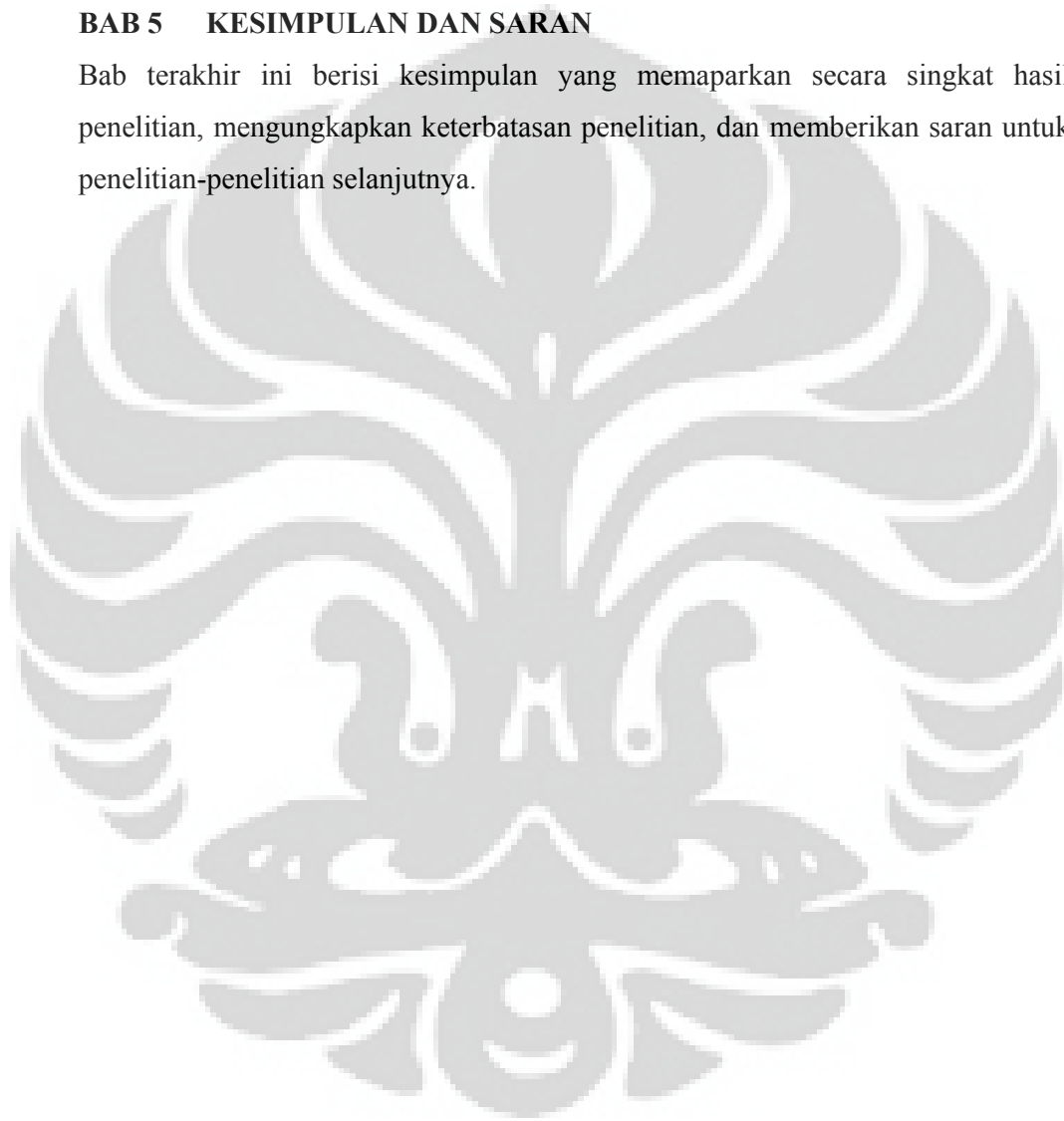


**BAB 4 ANALISIS HASIL PENELITIAN**

Bab ini berisi tentang proses pengolahan data yang telah dibahas dalam bab sebelumnya. Bab ini akan menyajikan analisis hasil penelitian yang meliputi pembahasan statistik deskriptif, uji asumsi klasik, hasil pengujian, dan pembuktian hipotesis.

**BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN**

Bab terakhir ini berisi kesimpulan yang memaparkan secara singkat hasil penelitian, mengungkapkan keterbatasan penelitian, dan memberikan saran untuk penelitian-penelitian selanjutnya.



## BAB 2 LANDASAN TEORI

### 2.1 *Corporate Governance*

#### 2.1.1 *Agency Theory*

Perspektif hubungan keagenan merupakan dasar yang digunakan untuk memahami *corporate governance*. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah hubungan kontraktual antara pihak yang mendelegasikan pengambilan keputusan tertentu (*principal*/pemilik/pemegang saham) dengan pihak yang menerima pendelegasian tersebut (*agent*/direksi/manajemen). Hubungan keagenan ini dapat dijelaskan dengan *agency theory* yang memberikan wawasan analisis untuk mengkaji dampak dari hubungan *agent* dengan *principal* atau *principal* dengan *principal*.

*Agency theory* muncul setelah fenomena terpisahnya kepemilikan perusahaan dengan pengelolaan yang terdapat di perusahaan-perusahaan besar yang modern sehingga teori perusahaan yang klasik tidak bisa lagi dijadikan basis analisis perusahaan seperti itu (Ariyoto, 2000). Pada teori perusahaan klasik, pemilik perusahaan yang berjiwa wiraswasta, mengendalikan sendiri perusahaannya, mengambil keputusan demi kelangsungan hidup perusahaannya sehingga yang diharapkan adalah maksimum profit sebagai syarat utama untuk bisa bertahan hidup dan berkembang. Dalam konteks pemisahan kepemilikan dan pengelolaan perusahaan, selalu muncul masalah dimana kepentingan para pengelola tidak selalu selaras dengan kepentingan pemilik modal. Di sinilah peran *agency theory* yang mengidentifikasi potensi konflik kepentingan antara pihak-pihak dalam perusahaan yang mempengaruhi perilaku perusahaan dalam berbagai cara yang berbeda (Jensen dan Warner, 1988).

Eisenhardt (1989) dalam Ujiyantho dan Pramuka (2007) menyatakan bahwa teori agensi menggunakan tiga asumsi sifat manusia: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan (3) manusia selalu menghindari risiko (*risk averse*). Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut, manajer sebagai *agent* akan bertindak *opportunistic*, yaitu

mengutamakan kepentingan pribadinya. Hal inilah yang kemudian menyebabkan konflik dalam hubungan antara prinsipal dan agen (*agency conflict*). Konflik ini timbul sebagai akibat keinginan manajemen (agen) untuk melakukan tindakan yang sesuai dengan kepentingannya yang dapat mengorbankan kepentingan pemegang saham (prinsipal) untuk memperoleh *return* dan nilai jangka panjang perusahaan. Dengan demikian, terdapat dua kepentingan yang berbeda di dalam perusahaan dimana masing-masing pihak berusaha untuk mencapai atau mempertahankan tingkat kemakmuran yang dikehendaki (Ali, 2002). Kesenjangan antara kepentingan pemegang saham sebagai pemilik dan manajemen sebagai pengelola ini disebut juga dengan *agency problem*.

Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik modal (pemegang saham). Oleh sebab itu, manajer berkewajiban memberikan informasi mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik modal. Hal ini dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi, seperti penerbitan laporan keuangan perusahaan. Laporan keuangan tersebut penting bagi para pengguna eksternal, terutama karena kelompok ini berada dalam kondisi yang paling besar ketidakpastiannya (Ali, 2002). Namun, ketidakseimbangan perolehan informasi antara pihak manajemen sebagai penyedia informasi dengan pihak pemilik modal dan *stakeholder* sebagai pengguna informasi akan memicu munculnya suatu kondisi yang disebut sebagai asimetri informasi (*information asymmetry*).

Pada umumnya, terdapat dua jenis asimetri informasi (Scott, 2009), yaitu:

1. *Adverse selection*

*Adverse selection* terjadi sebelum adanya transaksi, yaitu ketika manajer memiliki kemampuan untuk memanfaatkan informasi yang mereka miliki, seperti menyembunyikan, membiaskan atau mengatur informasi yang diberikan kepada para investor. Para manajer serta pihak internal lainnya mengetahui lebih banyak tentang keadaan dan prospek perusahaan dibandingkan pihak investor. Akibatnya, investor menjadi ragu akan kualitas dari perusahaan atau hanya mau membeli saham perusahaan ketika harga sahamnya murah. Keadaan ini menyebabkan pasar modal tidak dapat berfungsi sebagaimana mestinya.

## 2. *Moral hazard*

*Moral hazard* terjadi setelah adanya transaksi. Asimetri informasi tipe ini terjadi karena beberapa pihak tidak dapat mengamati perilaku dari pihak lainnya pada saat perilaku tersebut berpengaruh terhadap kepentingan pihak tersebut. Di sebagian besar perusahaan, sangatlah umum terjadi pemisahan antara kepemilikan dan kontrol. Akibatnya, para pemegang saham dan kreditur semakin sulit untuk mengawasi perilaku dari manajer sehingga memungkinkan manajer untuk melalaikan tugasnya.

Walaupun tidak ada peraturan yang mewajibkan perusahaan untuk menghasilkan informasi, tetapi perusahaan memiliki insentif pribadi untuk menghasilkan informasi tentang mereka. Pertama, perusahaan mengadakan kontrak kerjasama dengan berbagai pihak. Kontrak ini biasanya membutuhkan informasi untuk memonitor apakah hak dan tugas dari masing-masing pihak sudah terpenuhi atau belum. Kedua, tekanan dari pasar tenaga kerja dan pasar modal juga dapat menjadi insentif pribadi untuk menghasilkan informasi. Manajer akan dinilai tinggi oleh pasar tenaga kerja jika mereka dapat meningkatkan nilai perusahaan. Namun, karena terjadi asimetri informasi, pasar tenaga kerja dan pasar modal tidak dapat berjalan dengan baik. Masalah *adverse selection* dan *moral hazard* menyebabkan manajer dan pihak internal perusahaan lainnya dapat mengakses informasi untuk kepentingan pribadi (Ujiyantho dan Pramuka, 2007).

Selain *agency theory*, teori yang juga terkait dengan *corporate governance* adalah *stewardship theory*. *Stewardship theory* mengasumsikan bahwa manusia pada hakikatnya dapat dipercaya, mampu bertindak dengan penuh tanggung jawab, memiliki integritas, dan kejujuran terhadap pihak lain. Dengan kata lain, *stewardship theory* memandang manajemen sebagai pihak yang dapat dipercaya untuk bertindak dengan sebaik-baiknya bagi kepentingan publik pada umumnya dan *shareholders* pada khususnya. Teori ini bertentangan dengan *agency theory* yang mengasumsikan pihak pengelola (*agent*) sebagai *utility maximizer* (Alijoyo dan Zaini, 2004).

Namun, dalam perkembangan selanjutnya, *agency theory* mendapat respon yang lebih luas karena dipandang lebih mencerminkan kenyataan yang ada. Berbagai pemikiran mengenai *corporate governance* berkembang dengan

bertumpu pada *agency theory* dimana pengelolaan perusahaan harus diawasi dan dikendalikan untuk memastikan bahwa pengelolaan dilakukan dengan penuh kepatuhan kepada berbagai peraturan dan ketentuan yang berlaku. Upaya ini memicu terjadinya biaya yang disebut dengan *agency costs*. Biaya agensi yang muncul dari konflik kepentingan antara *agent* dengan *principal* berpotensi menimbulkan jenis biaya berikut ini (Godfrey *et al.*, 2010):

1. Biaya yang timbul karena dilakukannya kegiatan *monitoring* kinerja dan perilaku *agent* oleh *principal* atau disebut dengan *monitoring costs*. Contoh biaya ini adalah biaya yang dikeluarkan untuk menyelenggarakan sistem audit yang dapat membatasi perilaku oportunistik manajemen.
2. Biaya yang timbul karena dilakukannya pembatasan-pembatasan bagi kegiatan *agent* oleh *principal* atau disebut dengan *bonding costs*. Contoh biaya ini adalah biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk menyediakan laporan keuangan kepada pemegang saham.
3. Biaya yang timbul meskipun sudah dilakukan *monitoring* dan *bonding* atau disebut dengan *residual loss*. Biaya ini terjadi karena kenyataan bahwa kadang kala tindakan *agent* berbeda dari tindakan yang memaksimalkan kepentingan *principal*.

Salah satu cara yang digunakan untuk membatasi perilaku oportunistik manajemen dan untuk menghindari akibat dari *agency problem* adalah dengan menerapkan *corporate governance* (Watts, 2003). Sebagai agen, manajer bertanggung jawab secara moral untuk mengoptimalkan keuntungan para pemilik (*principal*). Dalam hal ini, penerapan *corporate governance* diharapkan dapat memberi kepercayaan terhadap manajemen sebagai *agent* dalam mengelola kekayaan *principal* sebagai pemilik modal. Dengan kata lain, *corporate governance* digunakan sebagai alat untuk menjamin bahwa direksi dan manajer akan bertindak yang terbaik bagi kepentingan *stakeholder* pada umumnya dan *shareholder* pada khususnya.

### 2.1.2 Definisi *Corporate Governance*

Selaras dengan konsep-konsep yang melatarbelakangi perkembangan *corporate governance*, terdapat beragam definisi mengenai *corporate governance*. Pada dasarnya, tidak ada definisi yang baku atau satu definisi tunggal tentang *corporate governance*. Berikut ini adalah beberapa definisi yang diberikan oleh berbagai pihak, antara lain:

1. *Cadbury Committee* (1992)

Menurut *Cadbury Committee*, *corporate governance* adalah suatu sistem yang berfungsi untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar mencapai keseimbangan antara kekuatan serta kewenangan perusahaan dalam memberikan pertanggungjawabannya kepada para *shareholders* khususnya dan *stakeholders* pada umumnya. Hal ini berkaitan dengan pengaturan kewenangan direktur, manajer, pemegang saham, dan pihak lain yang berhubungan dengan perkembangan perusahaan.

2. OECD (*Organization for Economic Cooperation and Development*)

OECD mendefinisikan *corporate governance* sebagai sekumpulan hubungan antara pihak manajemen perusahaan, pemegang saham, dan pihak lain yang mempunyai kepentingan dengan perusahaan. *Corporate governance* juga mensyaratkan adanya struktur perangkat untuk mencapai tujuan dan pengawasan atas kinerja. Struktur dari *corporate governance* menjelaskan bagaimana aturan dan prosedur dalam pengambilan dan pemutusan kebijakan sehingga kebijakan tersebut dapat dipertanggungjawabkan dan mampu memberikan nilai tambah bagi *shareholders* perusahaan. Oleh karena itu, fokus utama di sini adalah proses pengambilan keputusan dari perusahaan yang mengandung nilai-nilai *transparency*, *responsibility*, *accountability*, dan *fairness*.

3. *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI)

FCGI (2001) mengemukakan bahwa *corporate governance* adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka.

Selain definisi di atas, Claessens (2003) menyatakan bahwa pengertian *corporate governance* dapat dimasukkan ke dalam dua kategori. Kategori pertama, lebih condong pada serangkaian pola perilaku perusahaan yang diukur melalui kinerja, pertumbuhan, struktur pembiayaan, perlakuan terhadap pemegang saham, dan *stakeholders*. Kategori kedua, lebih melihat pada kerangka secara normatif, yaitu segala ketentuan hukum, baik yang berasal dari sistem hukum, sistem peradilan, pasar keuangan, dan sebagainya yang mempengaruhi perilaku perusahaan. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *corporate governance* adalah suatu sistem yang dibangun untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan sehingga tercipta tata hubungan yang baik, adil, dan transparan di antara berbagai pihak yang terkait dan memiliki kepentingan dalam perusahaan (*stakeholders*). Pihak-pihak terkait yang dimaksud terdiri dari pihak internal yang bertugas mengelola perusahaan dan pihak eksternal yang meliputi pemegang saham, kreditur, dan lain-lain.

### **2.1.3 Manfaat Corporate Governance**

*Corporate governance* yang tidak efektif merupakan penyebab utama terjadinya krisis ekonomi dan kegagalan pada berbagai perusahaan di Indonesia beberapa tahun silam. Penerapan *corporate governance* yang efektif dapat memberikan kontribusi penting untuk memperbaiki kondisi perekonomian serta menghindari terjadinya krisis dan kegagalan serupa di masa depan. Selain itu, dengan penerapan *corporate governance*, tidak hanya kepentingan para investor saja yang dilindungi, melainkan juga akan dapat mendatangkan banyak manfaat dan keuntungan bagi perusahaan terkait dan pihak-pihak lain yang mempunyai hubungan langsung maupun tidak langsung dengan perusahaan.

Menurut Maksim (2005), berbagai keuntungan yang diperoleh dengan penerapan *corporate governance*, antara lain:

1. Proses pengambilan keputusan akan berlangsung secara lebih baik sehingga akan menghasilkan keputusan yang optimal, dapat meningkatkan efisiensi serta terciptanya budaya kerja yang lebih sehat. Ketiga hal ini jelas akan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan sehingga kinerja perusahaan akan mengalami peningkatan. Berbagai penelitian telah membuktikan secara

empiris bahwa penerapan *corporate governance* akan mempengaruhi kinerja perusahaan secara positif (Sakai dan Asaoka, 2003; Black *et al.*, 2003).

2. *Good corporate governance* akan memungkinkan dihindarinya atau diminimalkannya tindakan penyalahgunaan wewenang oleh pihak direksi dalam pengelolaan perusahaan. Hal ini tentu akan menekan kemungkinan kerugian bagi perusahaan maupun pihak berkepentingan lainnya dari akibat tindakan tersebut. Chtourou *et al.* (2001) menyatakan bahwa penerapan prinsip-prinsip *corporate governance* yang konsisten akan menghalangi kemungkinan dilakukannya rekayasa kinerja (*earnings management*) yang mengakibatkan nilai fundamental perusahaan tidak tergambar dalam laporan keuangannya.
3. Nilai perusahaan di mata investor akan meningkat sebagai akibat dari meningkatnya kepercayaan mereka terhadap pengelolaan perusahaan. Peningkatan kepercayaan investor akan memudahkan perusahaan dalam mengakses tambahan dana yang diperlukan untuk berbagai keperluan perusahaan, terutama untuk tujuan ekspansi.
4. Bagi para pemegang saham, peningkatan kinerja, sebagai hasil dari *good corporate governance*, juga akan menaikkan nilai saham perusahaan dan nilai dividen yang akan mereka terima. Bagi negara, hal ini akan menaikkan jumlah pajak yang dibayarkan oleh perusahaan yang berarti akan terjadi peningkatan penerimaan negara dari sektor pajak.
5. Tingkat kepercayaan para *stakeholders* kepada perusahaan akan meningkat sehingga menciptakan citra positif bagi perusahaan. Hal ini dapat menekan biaya (*cost*) yang timbul sebagai akibat tuntutan para *stakeholders*.
6. Penerapan *corporate governance* yang konsisten juga akan meningkatkan kualitas laporan keuangan perusahaan. Hasil penelitian Beasley *et al.* (1996) dan Abbott *et al.* (2000) menunjukkan bahwa penerapan *corporate governance* dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan.

Manfaat lain yang dapat diperoleh dari penerapan *corporate governance* adalah meminimalkan biaya modal (*cost of capital*) perusahaan. Perusahaan yang dikelola dengan baik dan sehat akan menciptakan suatu referensi positif bagi kreditur dan investor. Kondisi ini sangat berperan dalam meminimalkan



biaya modal yang harus ditanggung oleh perusahaan sehingga dapat memperkuat kinerja keuangan perusahaan. Oleh sebab itu, perlu disadari bahwa penerapan *good corporate governance* merupakan suatu kebutuhan yang harus dipenuhi agar perusahaan dapat mencapai pertumbuhan yang berkualitas dan berkesinambungan.

#### 2.1.4 Prinsip-prinsip *Corporate Governance*

Meskipun konsep *corporate governance* telah muncul bersamaan dengan konsep korporasi, namun kesadaran terhadap pentingnya konsep ini baru berkembang secara cepat dalam tahun-tahun belakangan ini. Di awal tahun 1990-an di Amerika Serikat mulai muncul berbagai inisiatif guna merealisasikan dan mengembangkan konsep ini yang ditandai dengan dipublikasikannya berbagai prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) oleh *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) dan diikuti pula dengan penyebarannya melalui kerjasama dengan *World Bank*.

OECD mengeluarkan prinsip-prinsip mengenai *corporate governance* pertama kali pada bulan Mei 1999. Prinsip-prinsip ini sampai sekarang masih digunakan oleh masyarakat internasional sebagai acuan dan tolak ukur untuk menilai dan mengevaluasi penerapan *corporate governance*, baik di negara anggota OECD maupun di tingkatan yang lebih luas. Namun, OECD menjelaskan bahwa tidak ada satu model pengembangan *corporate governance* yang cocok untuk semua negara karena masing-masing negara memiliki karakteristik yang berbeda-beda. Prinsip-prinsip OECD (2004) terdiri dari enam pedoman, yaitu:

##### 1. Menjamin Kerangka Dasar *Corporate Governance* yang Efektif

Prinsip yang pertama ini menekankan pada hal-hal untuk memastikan dasar atau basis bagi pengembangan kerangka *corporate governance* yang efektif. Secara umum, prinsip ini menyatakan bahwa *corporate governance* harus dapat mendorong terciptanya pasar yang transparan dan efisien, sejalan dengan perundangan dan peraturan yang berlaku, dan dapat dengan jelas memisahkan fungsi dan tanggung jawab otoritas-otoritas yang memiliki pengaturan, pengawasan, dan penegakan hukum. Dalam rangka memastikan terciptanya kerangka *corporate governance* yang efektif, diperlukan kerangka

hukum yang efektif. Selanjutnya, pengaturan dan kelembagaan yang ada juga harus dapat menjamin semua pihak dalam menjalankan kegiatannya. Kerangka *corporate governance* ini biasanya mengandung unsur-unsur perundang-undangan, peraturan pelaksana, peraturan lain yang disusun berdasarkan aturan *self-regulatory*, dan praktek bisnis yang lazim di suatu negara atau wilayah. Oleh karena itu, kerangka *corporate governance* ini tentunya juga akan memerlukan penyesuaian berdasarkan keadaan dan latar belakang negara yang bersangkutan. Prinsip ini terbagi atas 4 subprinsip utama.

- A. Kerangka *corporate governance* harus dikembangkan dengan mempertimbangkan pengaruhnya terhadap perkembangan perekonomian secara keseluruhan, integritas pasar dan insentif yang tercipta bagi pelaku pasar serta meningkatkan transparansi dan efisiensi pasar.
  - B. Ketentuan hukum dan peraturan perundangan yang berkaitan dengan pelaksanaan *corporate governance* harus sejalan dengan peraturan perundangan yang berlaku, transparan, dan dapat ditegakkan.
  - C. Pembagian tanggung jawab antar otoritas dalam suatu yurisdiksi harus diungkapkan secara jelas dan dipastikan bahwa kepentingan masyarakat telah terpenuhi.
  - D. Otoritas dalam pengawasan, pengaturan, dan penegakan hukum harus memiliki kewenangan, integritas, dan sumber daya dalam pemenuhan tugasnya secara profesional dan objektif. Selanjutnya, keputusan-keputusannya harus tepat waktu, transparan, dan jelas.
2. Perlindungan terhadap Hak-hak Para Pemegang Saham (*The rights of shareholders*)

Prinsip *corporate governance* yang kedua ini pada dasarnya mengatur mengenai hak-hak pemegang saham dan fungsi-fungsi kepemilikan saham. Hal ini mengingat investor, terutama dari suatu perusahaan publik, memiliki hak-hak khusus, seperti saham tersebut dapat dibeli, dijual ataupun ditransfer. Pemegang saham juga berhak atas keuntungan perusahaan sebesar porsi kepemilikannya. Selain itu, pemegang saham mempunyai hak atas semua

informasi perusahaan dan mempunyai hak untuk mempengaruhi jalannya perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Secara rinci, prinsip ini menyatakan bahwa hak-hak dasar pemegang saham mencakup hak untuk: 1) memperoleh jaminan atas tercatatnya kepemilikan saham secara sah; 2) menyerahkan atau mengalihkan saham; 3) memperoleh informasi yang relevan tentang perusahaan secara berkala dan tepat waktu; 4) berpartisipasi dan memberikan hak suara dalam RUPS; 5) memilih dan mengganti dewan (dewan komisaris dan direksi); dan 6) memperoleh hak atas bagian keuntungan perusahaan.

3. Perlakuan yang Sama terhadap Pemegang Saham (*The equitable treatment of shareholders*)

Dalam prinsip ketiga ini ditekankan perlunya persamaan perlakuan kepada seluruh pemegang saham termasuk pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing. Prinsip ini menekankan pentingnya kepercayaan investor di pasar modal. Oleh karena itu, pasar modal harus dapat melindungi investor dari perlakuan tidak benar yang mungkin dilakukan oleh manajer, dewan komisaris, dewan direksi atau pemegang saham utama perusahaan. Dari kemungkinan terjadinya usaha-usaha yang dapat merugikan kepentingan investor, baik lokal maupun asing, maka prinsip ini menyatakan bahwa untuk melindungi investor, perlu suatu informasi yang jelas mengenai hak dari pemegang saham, seperti hak untuk memesan efek terlebih dahulu dan hak untuk mendapatkan perlindungan hukum jika suatu saat terjadi pelanggaran atas hak pemegang saham. Prinsip ini terbagi atas 3 subprinsip utama.

- A. Pertama adalah mengenai kesamaan perlakuan antara pemegang saham dalam kelas saham yang sama. Subprinsip ini menyatakan bahwa dalam tiap kelas saham, seluruh pemegang saham harus memiliki hak suara yang sama.
- B. Bagian kedua prinsip ini berbicara mengenai larangan transaksi orang dalam (*insider trading*) dan perdagangan tertutup yang merugikan pihak lain (*abusive self-dealing*).

C. Subprinsip terakhir adalah kewajiban anggota dewan komisaris, direksi, dan manajer untuk mengungkapkan setiap kepentingan yang material dalam suatu transaksi atau hal-hal yang mempengaruhi perusahaan.

4. Peran *Stakeholders* dalam *Corporate Governance* (*The role of stakeholders in corporate governance*)

Secara umum, prinsip keempat ini menyatakan bahwa kerangka *corporate governance* harus mengakui hak *stakeholders* yang dicakup oleh perundang-undangan atau perjanjian (*mutual agreements*) dan mendukung secara aktif kerjasama antara perusahaan dan *stakeholders* dalam menciptakan kesejahteraan, lapangan pekerjaan, dan pertumbuhan yang berkesinambungan (*sustainability*) dari kondisi keuangan perusahaan.

5. Pengungkapan dan Transparansi (*Disclosure and transparency*)

Dalam prinsip kelima ini ditegaskan bahwa kerangka kerja *corporate governance* harus memastikan bahwa keterbukaan informasi yang tepat waktu dan akurat dilakukan atas semua hal yang material berkaitan dengan perusahaan, termasuk di dalamnya keadaan keuangan, kinerja, kepemilikan dan tata kelola perusahaan. Dalam rangka perlindungan kepada pemegang saham, perusahaan berkewajiban untuk melakukan keterbukaan (*disclosure*) atas informasi atau perkembangan yang material, baik secara periodik maupun secara insidental.

6. Tanggung Jawab Dewan Komisaris dan Direksi (*The responsibilities of the board*)

Prinsip terakhir dari OECD ini menyatakan bahwa kerangka kerja tata kelola perusahaan harus memastikan pedoman strategis perusahaan, *monitoring* yang efektif terhadap manajemen oleh dewan, serta akuntabilitas dewan terhadap perusahaan dan pemegang saham. Prinsip ini secara umum dapat diterapkan, baik pada negara yang menganut sistem *one-tier* maupun *two-tier boards*. Menurut prinsip ini, tanggung jawab dewan yang utama adalah memonitor kinerja manajerial dan bertindak yang terbaik untuk kepentingan

pemegang saham. Selain itu, dewan juga harus mencegah timbulnya benturan kepentingan dan menyeimbangkan berbagai kepentingan di perusahaan.

## 2.2 Penerapan *Corporate Governance* di Indonesia

Krisis ekonomi yang menimpa kawasan *emerging market* di Asia Timur, termasuk Indonesia, dipicu oleh krisis di *private sector* dimana penerapan *weak corporate governance* telah membawa mereka ke dalam situasi keputusan investasi yang buruk, kapasitas yang berlebih (*over capacity*), tingginya utang perusahaan, dan buruknya *risk management* yang pada akhirnya membuat perusahaan tersebut rentan terhadap gejolak kurs (Pranoto, 2000). Kajian yang dilakukan oleh *Asian Development Bank* (ADB) menunjukkan beberapa faktor yang memberi kontribusi pada krisis di Indonesia. Pertama, konsentrasi kepemilikan perusahaan yang tinggi; kedua, tidak efektifnya fungsi pengawasan dewan komisaris; ketiga, inefisiensi dan rendahnya transparansi mengenai prosedur pengendalian *merger* dan akuisisi perusahaan; keempat, terlalu tingginya ketergantungan pada pendanaan eksternal; dan kelima, tidak memadainya pengawasan oleh para kreditur (Kaihatu, 2006).

Faktor kepemilikan yang terkonsentrasi, misalnya menyebabkan pemilik dan pihak terafiliasinya memiliki kekuatan yang sangat dominan (*excessive power*) untuk menentukan kebijakan yang mendukung kepentingan mereka dan mengabaikan peran dari pemegang saham minoritas, para kreditur, dan *stakeholder* lainnya. Kondisi ini juga mengurangi efektivitas dari program pengawasan yang dilakukan melalui mekanisme penunjukkan BOD dan *voting*, serta mengurangi nilai transparansi dan pengungkapan.

Tantangan terkini yang dihadapi adalah masih belum dipahaminya secara luas prinsip-prinsip dan praktek *good corporate governance* oleh komunitas bisnis dan publik pada umumnya (Daniri, 2005). Akhirnya, komunitas internasional masih menempatkan Indonesia pada urutan bawah dalam *rating* implementasi GCG sebagaimana dilakukan oleh *Standard & Poor*, *CLSA*, *Pricewaterhouse Coopers*, *Moody's Morgan*, dan *Calper's* (Kaihatu, 2006). Berbagai upaya dan langkah telah dilakukan guna memperbaiki praktek penerapan GCG di Indonesia. Pada tanggal 19 Agustus 1999, Pemerintah Indonesia membentuk Komite

Nasional Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) atau *National Committee on Corporate Governance* (NCCG) yang bertugas untuk menggalakkan dan memantau perkembangan reformasi *good corporate governance*. Komite ini berhasil merumuskan konsep (*draft*) tentang pedoman praktek *good corporate governance* (*Code of Good Corporate Governance*) yang diterbitkan pada bulan Maret 2001 (Maksum, 2005). Tersusunnya sebuah pedoman *good corporate governance* oleh NCCG merupakan momen penting yang menentukan perjalanan konsep *corporate governance* di Indonesia.

Bukan hanya di lingkungan birokrat saja, di kalangan swasta pun juga muncul berbagai inisiatif untuk membantu upaya sosialisasi *corporate governance*. Hal ini ditandai dengan terbentuknya beberapa organisasi non-pemerintah (NGO), seperti *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) yang merancang alat-alat untuk menilai praktek *corporate governance*, *Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) yang pertama kali melakukan survei mengenai *Corporate Governance Perception Index* (CGPI), dan *Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD) yang banyak melakukan pelatihan di bidang penerapan tata kelola perusahaan. Dari sudut pandang ini, dapat dikatakan bahwa telah timbul kemauan dari berbagai pihak untuk mengaplikasikan *corporate governance* sebagai salah satu solusi utama untuk mengatasi krisis ekonomi yang terjadi. Namun, sebagian besar kalangan pelaku bisnis masih menganggap bahwa *corporate governance* merupakan sesuatu yang harus diikuti dan dijalankan sebagai wujud kepatuhan kepada aturan yang ada. Pemenuhan terhadap hal-hal yang bersifat *mandatory* belum menjamin adanya praktek yang memuaskan. Kondisi inilah yang membawa pada kesimpulan bahwa kesadaran akan pentingnya praktek *good corporate governance* bagi peningkatan kinerja dan kesinambungan usaha di Indonesia belum tercapai (Maksum, 2005).

Di Indonesia, kerangka hukum dan perundang-undangannya telah mengadopsi prinsip-prinsip *good corporate governance*, baik secara langsung maupun secara tersirat dalam peraturan perundang-undangan yang ada. Penerapan prinsip GCG di Indonesia diatur oleh UU RI No.40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (Hoesada, 2000). Seperti yang telah diketahui, perusahaan-perusahaan di Indonesia menggunakan *two tier system*. Dalam sistem ini, terdapat pemisahan

yang tegas antara anggota dewan komisaris sebagai pengawas perusahaan dan dewan direksi sebagai pengelola perusahaan. UU PT sendiri menganut model ini yang membedakan tugas dan kewenangan direksi dengan komisaris.

### 2.2.1 *Corporate Governance Index*

Manfaat utama bagi perusahaan yang menerapkan *good corporate governance* adalah mendapatkan kepercayaan dari investor dan masyarakat. Perusahaan-perusahaan yang menerapkan *good corporate governance* diakui mampu meningkatkan kredibilitas dan kinerja perusahaan (Wahyukusuma, 2009). Penerapan *good corporate governance* yang dilakukan oleh perusahaan secara konsisten dari tahun ke tahun dapat memberikan hasil yang memuaskan bagi *shareholders* dan juga *stakeholders* perusahaan.

*The Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD) adalah suatu lembaga independen di Indonesia yang didirikan untuk menjadi mitra strategis dalam membangun tata kelola perusahaan yang baik dengan mempromosikan perilaku perusahaan yang etis dan meningkatkan keterampilan, pengetahuan, serta kemampuan direksi dan dewan komisaris perusahaan. Aktivitas IICD berkonsentrasi pada pendidikan profesional bagi direktur dan komisaris, penelitian tentang *governance* perusahaan, direktur, dan kinerja, serta advokasi dalam pendidikan dan penelitian. Peran penting IICD adalah internalisasi praktek *corporate governance* yang baik dimana IICD secara konsisten telah melakukan penilaian terhadap penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia. Studi ini dimulai sejak tahun 2005 yang melibatkan 61 perusahaan publik terkemuka di Indonesia pada awalnya. Namun, saat ini, penilaian yang dilakukan oleh IICD telah meliputi seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Berdasarkan IICD-CIPE Indonesia GCG Scorecard (2007), tujuan utama dari *Corporate Governance Index* yang dipublikasikan oleh IICD, antara lain:

1. Menyediakan alat analisis untuk meningkatkan penerapan prinsip *good corporate governance*
2. Membantu pihak regulator atau pemerintah untuk memperkuat praktek *corporate governance* dan akuntabilitas

3. Memberikan informasi bagi investor dan kreditur dalam menilai praktek-praktek *corporate governance* perusahaan-perusahaan publik di Indonesia
4. Sebagai *benchmark* praktek *corporate governance* di Indonesia terhadap praktek-praktek serupa di negara Asia lainnya. Diharapkan bahwa *benchmark* ini dapat digunakan untuk terus meningkatkan pelaksanaan praktek *corporate governance* di Indonesia

Evaluasi penerapan *good corporate governance* ini mengacu pada *International Standard Code on GCG* yang ditetapkan oleh *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) dengan tetap memperhatikan persyaratan dari Bapepam dan LK serta Bursa Efek Indonesia. Kategori penilaian terdiri dari lima aspek utama, yaitu:

1. Perlindungan terhadap hak-hak para pemegang saham (*The rights of shareholders*)
2. Perlakuan yang sama terhadap pemegang saham (*The equitable treatment of shareholders*)
3. Peran *stakeholders* (*The role of stakeholders in corporate governance*)
4. Pengungkapan dan transparansi (*Disclosure and transparency*)
5. Tanggung Jawab Dewan Komisaris dan Direksi (*The responsibilities of the board*)

Metode pengumpulan data untuk menilai penerapan praktek *corporate governance* didasarkan pada berbagai informasi publik yang tersedia, seperti laporan tahunan dan laporan keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan publik, notulen rapat dan catatan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), serta informasi publik yang tersedia lainnya. Metode pengumpulan data ini dirancang seperti jika para peneliti berada di posisi investor. Dengan kata lain, para peneliti akan menggunakan sudut pandang dari investor dalam mengumpulkan data.

Metode total skor tertimbang (*total weighted score*) digunakan untuk mengevaluasi tingkat penerapan *corporate governance* masing-masing perusahaan. Teknik *check and balance* juga digunakan untuk menghindari unsur subjektivitas dalam mengevaluasi praktek-praktek *corporate governance* masing-masing perusahaan. Tim riset yang terdiri dari 30 anggota dibagi menjadi dua tim



kecil untuk memastikan akurasi dan konsistensi penilaian. Hasil penilaian tersebut dapat diinterpretasikan berdasarkan kriteria sebagai berikut:

**Tabel 2.1**  
**Kriteria Penilaian Praktek *Good Corporate Governance***

<i>Total Weighted Score</i>	<i>Performance</i>	<i>Interpretation</i>
90 – 100%	<i>Excellent</i>	Perusahaan telah menerapkan dan mematuhi standar internasional GCG yang ditetapkan oleh OECD.
80 - 89%	<i>Good</i>	Perusahaan telah memenuhi lebih dari persyaratan peraturan minimum dan kurang dari standar internasional GCG yang ditetapkan oleh OECD, namun menunjukkan komitmen positif terhadap praktek <i>good corporate governance</i> .
60 – 79%	<i>Fair</i>	Perusahaan telah memenuhi persyaratan peraturan minimum.
<i>Less than 60%</i>	<i>Poor</i>	Perusahaan tidak memenuhi persyaratan peraturan minimum dan tidak menunjukkan komitmen yang cukup terhadap praktek <i>good corporate governance</i> .

Sumber: IICD-CIPE Indonesia GCG Scorecard 2007

### 2.2.2 Struktur Kepemilikan

Isu penting dalam *corporate governance* adalah struktur kepemilikan atau pihak yang memegang kendali di dalam perusahaan. Struktur kepemilikan adalah jenis institusi atau perusahaan yang memegang saham terbesar dalam suatu perusahaan (Sabrinna, 2010). Struktur kepemilikan dapat berupa investor individual, pemerintah, dan institusi swasta. Struktur kepemilikan akan memiliki motivasi yang berbeda dalam memonitor perusahaan serta manajemen dan dewan direksinya. Struktur kepemilikan dipercaya memiliki kemampuan untuk

mempengaruhi jalannya perusahaan yang nantinya dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. Dengan demikian, *agency problem* dapat dikurangi dengan adanya struktur kepemilikan.

### 2.2.2.1 Kepemilikan Keluarga

Perusahaan publik di Indonesia memiliki karakteristik yang tidak berbeda dengan perusahaan di Asia pada umumnya. Perusahaan-perusahaan di Asia secara historis dan sosiologis adalah perusahaan-perusahaan yang dimiliki atau dikontrol oleh keluarga (Claessens *et al.*, 1999). Meskipun perusahaan-perusahaan tersebut tumbuh dan menjadi perusahaan publik, namun kontrol tetap dipegang oleh keluarga dan masih begitu signifikan. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Claessens *et al.* (1999), ditemukan bahwa dalam tahun 1996, kapitalisasi pasar dari saham yang dikuasai oleh 10 perusahaan keluarga di Indonesia mencapai 57,7%. Untuk Filipina dan Thailand, mencapai 52,5% dan 46,2%.

Pada awalnya, perusahaan keluarga merupakan perusahaan tertutup dan mendanai kegiatan usahanya dari modal sendiri dan didukung oleh pinjaman dari pihak luar (Ayub, 2008). Namun, seiring dengan perkembangan ekonomi dan pasar modal, banyak dari perusahaan yang dikategorikan sebagai *family ownership* ini kemudian menjadi perusahaan terbuka. Dengan menjadi perusahaan terbuka, maka risiko dan profit dari perusahaan menjadi terbagi dengan pihak luar. Selain itu, perusahaan juga dapat memperoleh lebih banyak dana dalam melakukan ekspansi usahanya dengan menjadi perusahaan terbuka.

Menurut La Porta *et al.* (1998) dalam Arifin (2003), kepemilikan keluarga merupakan kepemilikan dari individu dan kepemilikan dari perusahaan tertutup (di atas 5%), yang bukan perusahaan publik, negara, ataupun institusi keuangan. Berdasarkan definisi ini, maka perusahaan dengan kepemilikan keluarga tidak hanya terbatas pada perusahaan yang menempatkan anggota keluarganya pada posisi CEO, komisaris atau posisi manajemen lainnya. Perusahaan dengan kepemilikan keluarga merupakan mayoritas jenis perusahaan publik di Indonesia. Perusahaan ini umumnya dimiliki secara mayoritas oleh keluarga tertentu atau

kepemilikan sahamnya terkonsentrasi pada keluarga tertentu (Ayub, 2008).

Berle dan Means (1932) dalam Villalonga dan Amit (2005) dan Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* antara pemegang saham (*principal*) dengan manajer (*agent*), yang disebut juga dengan *Agency Problem* tipe I, dapat diatasi pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga. Namun demikian, terjadi *agency problem* lain pada perusahaan ini, yaitu antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas yang dikenal dengan *Agency Problem* tipe II. Keluarga sebagai pemegang saham mayoritas dapat menggunakan tingkat pengendalian yang dimiliki untuk memperoleh keuntungan pribadi pada beban yang ditanggung oleh pemegang saham minoritas. Pernyataan ini didukung oleh sebuah riset yang dilakukan oleh ekonom Bank Dunia pada tahun 1998 yang mengungkapkan bahwa sepanjang tahun 1993 sampai tahun 1997, lebih dari 60% saham perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) hanya dikuasai oleh sepuluh keluarga terkaya di Indonesia (Fajari, 2004). Dengan kepemilikan perusahaan Indonesia yang demikian, kerap terjadi sengketa kepentingan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Sengketa kepentingan pada perusahaan publik di Indonesia disebabkan karena pemegang saham mayoritas umumnya memiliki kontrol yang sangat besar terhadap perusahaan tersebut. Claessens *et al.* (2000) menyatakan bahwa kontrol ini dilakukan melalui struktur piramida dan kepemilikan silang (*crossholdings*) di antara beberapa perusahaan. Model ini sangat umum terjadi di semua negara di kawasan Asia Tenggara, termasuk Indonesia.

Pemegang saham mayoritas kerap memanfaatkan kekuatannya pada perusahaan publik untuk kepentingan pribadi yang sebenarnya merugikan pemegang saham minoritas. Sebagai contoh, kontrol perusahaan menjadi lemah karena dominasi juga terjadi di jajaran direksi dan dewan komisaris. Pada prakteknya, pengangkatan komisaris melalui RUPS masih sangat didominasi oleh kepentingan ataupun usulan pemegang saham mayoritas (Sodiq, 2002). Contoh lain lemahnya posisi pemegang saham minoritas adalah kemudahan dan ketepatan dalam memperoleh informasi yang aktual dan lengkap mengenai perusahaan (Sodiq, 2002). Hal-hal seperti inilah yang menjadi penyebab sengketa antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

### 2.2.2.2 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional, seperti pemerintah, perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, institusi luar negeri, dana perwalian serta institusi lainnya (Juniarti dan Sentosa, 2009). Istilah investor institusional mengacu kepada investor yang dilengkapi dengan manajemen profesional yang melakukan investasi atas nama pihak lain, baik sekelompok individu maupun sekelompok organisasi (Brancato, 1997). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan salah satu mekanisme *corporate governance* yang dapat digunakan untuk mengendalikan *agency problem*. Adanya kepemilikan saham oleh investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen karena mereka memiliki *voting power* untuk mengadakan perubahan pada saat manajemen sudah dianggap tidak efektif lagi dalam mengelola perusahaan (Ashbaugh *et al.*, 2004).

Dilihat dari tujuannya (*goals*), investor institusional sering dianggap lebih menekankan hasil jangka pendek dan bukan merupakan investor jangka panjang dalam perusahaan (Chaganti dan Damanpour, 1991). Namun, semakin besar kepemilikan investor institusional dalam perusahaan, maka semakin besar kekuatan suara dan dorongan investor institusional untuk mengawasi manajemen. Akibatnya, manajemen akan termotivasi untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan akan meningkat (Brancato, 1997). Selain itu, semakin besar kepemilikan investor institusional dalam perusahaan, pihak manajemen juga memiliki kecenderungan untuk menyesuaikan orientasi atau tujuan investor institusional dengan kinerja perusahaan (Chaganti dan Damanpour, 1991). Hal ini didukung oleh Solomon dan Solomon (2004) yang menyatakan bahwa pengaruh investor institusional terhadap manajemen perusahaan dapat menjadi sangat penting serta dapat digunakan untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Cornett *et al.* (2006) juga menemukan adanya bukti bahwa tindakan pengawasan yang dilakukan oleh pihak investor institusional dapat membatasi perilaku manajemen dan mendorong manajemen untuk lebih fokus terhadap kinerja perusahaan.

## 2.3 Biaya Ekuitas

Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2009), biaya ekuitas adalah suatu *rate* tertentu yang harus dicapai oleh perusahaan untuk dapat memenuhi imbalan yang diharapkan (*expected return*) oleh para pemegang saham biasa (*common stockholders*) atas dana yang telah ditanamkan pada perusahaan tersebut sesuai dengan risiko yang akan diterimanya. Biaya ekuitas juga dapat diartikan sebagai suatu tingkat diskonto (*discount rate*) dari arus kas masa depan yang diharapkan (*expected future cash flows*) oleh pemegang saham biasa (Yao dan Sun, 2008). Pada saat perusahaan telah berkembang, biasanya perusahaan akan memerlukan suatu dana tambahan. Dana tambahan ini dapat diperoleh dengan melakukan pinjaman (*debt*) atau menerbitkan saham baru. Penentuan besarnya biaya modal dimaksudkan untuk mengetahui berapa besar biaya riil yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dana yang diperlukan (Modigliani dan Miller, 1959). Perhitungan biaya ekuitas yang dapat mencerminkan *expected return* yang disesuaikan dengan risiko akan menjadi penting untuk mengetahui biaya ekuitas perusahaan tersebut agar tidak menimbulkan kesalahan dalam pengambilan keputusan investasi.

### 2.3.1 *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Biaya ekuitas dapat diukur dengan menggunakan beberapa pendekatan, di antaranya adalah *Dividend Growth Model* dan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Biaya ekuitas sulit diukur karena tidak ada cara untuk mengamati atau mengetahui secara langsung tingkat *return* yang diharapkan oleh investor. Apabila menggunakan *Dividend Growth Model* sebagai proksi dari biaya ekuitas, maka penelitian hanya akan menggunakan perusahaan-perusahaan yang membagikan dividen setiap tahun sehingga membatasi jumlah sampel yang dapat diteliti. Oleh karena itu, dalam penelitian ini, pendekatan kedua atau CAPM akan digunakan untuk mengukur biaya ekuitas. Penggunaan CAPM ini dipilih tidak terlepas dari ketersediaan data-data yang ada di pasar modal Indonesia dan cara penghitungan CAPM yang relatif lebih mudah dibandingkan metode lainnya. Hingga saat ini CAPM masih tetap banyak digunakan sebagai ukuran dari biaya ekuitas.

*Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dikembangkan oleh William

Sharpe, John Lintner, dan Jan Mossin dua belas tahun setelah Harry Markowitz mengemukakan teori portofolio modern pada tahun 1952 (Warsono, 2000). CAPM adalah sebuah model keseimbangan antara risiko dan *expected return* suatu sekuritas atau portofolio. Model tersebut dapat digunakan untuk menentukan harga dari aset yang berisiko. Menurut pendekatan CAPM, risiko yang dinilai oleh investor yang rasional hanyalah *systematic risk* karena risiko tersebut tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi. CAPM menyatakan bahwa *expected return* sebuah sekuritas atau portofolio sama dengan *return* sekuritas bebas risiko (*risk-free asset*) ditambah dengan *risk premium* dikalikan dengan *systematic risk* sekuritas tersebut yang diukur dengan beta.

Berbeda dengan model portofolio Markowitz yang menggunakan varian atau deviasi standar sebagai ukuran risiko, yang digunakan dalam CAPM adalah beta. Beta digunakan karena mempunyai beberapa kelebihan dibandingkan varian atau deviasi standar. Kelebihan utama beta terletak pada stabilitasnya (Warsono, 2000). Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Pudjiastuti dan Husnan (1993), disimpulkan bahwa beta tahun lalu ternyata mempunyai korelasi positif yang cukup tinggi dengan beta tahun ini. Dengan demikian, beta tahun ini dapat dipergunakan sebagai estimator beta untuk tahun depan.

Biaya ekuitas dalam *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dapat dihitung dengan menggunakan rumus berikut ini:

$$\text{COE} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

dimana:

COE = *cost of equity* atau *expected return* dari sebuah sekuritas

$R_f$  = tingkat pengembalian dari sekuritas bebas risiko (*risk-free asset*)

$\beta$  = sensitivitas dari sebuah sekuritas terhadap perubahan nilai pasar

$R_m$  = tingkat pengembalian dari portofolio pasar (*market return*)

*Market risk premium* atau  $(R_m - R_f)$  diartikan sebagai *return* tambahan (*additional return*) yang diinginkan oleh investor karena berinvestasi pada sekuritas yang berisiko. Pendekatan CAPM mengasumsikan beberapa kondisi sebagai berikut (Zubir, 2011):

1. Tidak ada biaya transaksi, yaitu biaya-biaya pembelian dan penjualan saham, seperti biaya *broker*, biaya penyimpanan saham (*custodian*), dan lain-lain.
2. Tidak ada pajak pendapatan pribadi sehingga bagi investor tidak masalah apakah mendapatkan *return* dalam bentuk dividen atau *capital gain*.
3. Seseorang tidak dapat mempengaruhi harga saham melalui tindakan membeli atau menjual saham yang dimilikinya. Informasi tersedia untuk semua investor dan dapat diperoleh dengan bebas tanpa biaya sehingga harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang ada. Asumsi ini mengindikasikan bahwa pasar modal analog dengan bentuk pasar persaingan sempurna.
4. Investor adalah orang yang rasional. Mereka membuat keputusan investasi hanya berdasarkan risiko dan *expected return* portofolio. Investor mempunyai input yang sama dalam membentuk portofolio yang efisien. Asumsi ini disebut juga sebagai *homogeneous expectations*. Semua investor mendefinisikan periode investasinya dengan cara yang persis sama (*one-period horizon*) sehingga *expected return* dan risiko portofolio pada periode tersebut akan sama untuk setiap investor.
5. Investor adalah *risk averse* sehingga jika diberikan pilihan antara dua portofolio dengan *expected return* yang identik, maka mereka akan memilih portofolio dengan risiko yang lebih rendah.
6. *Short-sale* dibolehkan dan tidak terbatas. Artinya, semua investor dapat menjual saham yang tidak dimilikinya sebanyak yang diinginkannya.
7. *Lending* dan *borrowing* pada tingkat bunga bebas risiko dapat dilakukan dalam jumlah yang tidak terbatas. Investor dapat meminjamkan (*lending*) dan meminjam (*borrowing*) sejumlah dana yang diinginkannya pada tingkat bunga yang sama dengan tingkat bunga bebas risiko.

Asumsi-asumsi yang diuraikan di atas memang terlihat kurang realistis karena tidak mencerminkan keadaan yang sebenarnya. CAPM mengasumsikan bahwa pasar saham dan sekuritas lainnya adalah pasar yang berbentuk sempurna sehingga tidak terdapat pajak, tidak ada biaya transaksi, dan tingkat bunga *lending* sama dengan *borrowing*. Dalam prakteknya, jual-beli saham dikenakan biaya

transaksi, dividen dan *capital gain* dikenakan pajak, serta *lending* dan *borrowing rate* lebih tinggi daripada tingkat bunga bebas risiko (*risk-free rate*). Selain itu, Elton (1999) dalam Chen *et al.* (2003) juga menyatakan bahwa *realized return* yang digunakan dalam pendekatan CAPM merupakan ukuran yang kurang tepat dari *expected return*. Namun, hingga saat ini, belum ditemukan alternatif model yang tepat untuk menggantikan CAPM (Yao dan Sun, 2008). Oleh karena itu, pendekatan CAPM masih sering digunakan untuk menghitung biaya ekuitas dari suatu perusahaan.

#### 2.4 Biaya Utang

Struktur modal perusahaan pada umumnya terdiri dari ekuitas dan utang. Untuk memperoleh modal tersebut, terdapat biaya-biaya yang berkaitan dengan perolehan dan kompensasi bagi penyedia modal, baik jangka pendek maupun jangka panjang, yang harus dipertimbangkan oleh manajemen dalam setiap keputusan pembiayaan. Semua jenis pembiayaan akan menimbulkan biaya ekonomi bagi perusahaan. Biaya modal ini erat hubungannya dengan tingkat keuntungan yang disyaratkan (*required rate of return*). Dari sisi investor, tinggi rendahnya *required rate of return* merupakan tingkat keuntungan yang mencerminkan tingkat risiko dari aktiva yang dimiliki. Sementara itu, bagi perusahaan, besarnya *required rate of return* merupakan biaya modal yang harus dikeluarkan untuk mendapatkan modal tersebut.

*Debt* biasanya digunakan sebagai salah satu alternatif pendanaan bagi perusahaan karena memberikan keuntungan berupa *tax savings* yang disebabkan bunga pinjaman bersifat *tax deductible* sehingga pada akhirnya mengurangi besarnya pajak yang harus dibayar perusahaan. Menurut Kraus dan Litzenberger (1973), *tax savings* inilah yang merupakan manfaat utama dari penggunaan utang (*primary benefit of debt*). *Debt* terjadi ketika kreditur menyetujui untuk meminjamkan sejumlah aset yang dimilikinya kepada debitur. Ketika membuat keputusan investasi, kreditur biasanya akan memperkirakan profil risiko dari perusahaan. Profil risiko ini akan menentukan *required return* yang diinginkan oleh kreditur atau disebut juga dengan biaya utang (Blom dan Schauten, 2006).

Berdasarkan penjelasan di atas, maka biaya utang (*cost of debt*) dapat



diartikan sebagai tingkat pengembalian yang diharapkan oleh kreditur saat melakukan pendanaan dalam suatu perusahaan (Fabozzi, 2007). Biaya utang juga meliputi tingkat bunga yang harus dibayar oleh perusahaan ketika melakukan pinjaman. Sementara itu, menurut Singgih (2008) dalam Juniarti dan Sentosa (2009), biaya utang adalah tingkat bunga sebelum pajak yang dibayar oleh perusahaan kepada pemberi pinjaman. Dalam beberapa penelitian sebelumnya, biaya utang ini diproksi sebagai *yield spread* yang dihitung dari selisih rerata tertimbang *yield to maturity* (YTM) antara *firm's outstanding debt* dengan *Treasury bond* (Anderson, Mansi, dan Reeb, 2002; Anderson, Mansi, dan Reeb, 2003; Elyasiani *et al.*, 2010).

Alternatif lain untuk mengukur biaya utang adalah dengan menghitung besarnya beban bunga yang dibayarkan oleh perusahaan dalam periode satu tahun dibagi dengan jumlah pinjaman yang menghasilkan bunga tersebut (*interest bearing debt*). Hal ini mengingat bahwa perusahaan biasanya memiliki utang tidak hanya kepada satu pihak kreditur saja, melainkan kepada beberapa pihak, dimana besarnya *rate* atau tingkat bunga yang ditetapkan oleh masing-masing pihak tersebut berbeda-beda (Ayub, 2008). Oleh karena itu, biaya utang dapat dihitung dengan menggunakan rata-rata tertimbang (*weighted average*) dari beban bunga yang harus dibayar oleh perusahaan diproporsikan terhadap pokok pinjaman yang menghasilkan bunga tersebut. Instrumen utang ini dapat berupa utang bank (*bank loan*), obligasi, sewa guna usaha (*leasing*), dan utang lainnya.

## **2.5 Penelitian Terdahulu**

### **2.5.1 Pengaruh *Corporate Governance Index* terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang**

Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan bahwa kualitas dari *corporate governance* diharapkan dapat memberikan kontribusi kepada keseluruhan proses penciptaan nilai perusahaan. Salah satu ciri dari penciptaan nilai ini adalah adanya penurunan biaya modal oleh perusahaan. Penerapan *good corporate governance* yang baik dapat mengurangi risiko perusahaan dari keputusan-keputusan pihak manajemen yang cenderung mengutamakan kepentingan pribadi. Selain itu, penerapan *good corporate governance* juga dapat meningkatkan kepercayaan para

investor (Newell dan Wilson, 2002). Meningkatnya kepercayaan investor tersebut disebabkan karena penerapan GCG yang baik dianggap mampu memberikan perlindungan yang efektif terhadap investor dalam memperoleh kembali investasinya dengan wajar (Tjager *et al.*, 2003).

Pengukuran penerapan *good corporate governance* oleh perusahaan dapat diproksikan dengan *corporate governance index* yang dipublikasikan oleh lembaga-lembaga independen yang berada di setiap negara yang berfungsi untuk menilai praktek *corporate governance* di negara tersebut. Beberapa penelitian sebelumnya mencoba meneliti hubungan antara *corporate governance index*, sebagai ukuran dari penerapan *corporate governance*, dengan biaya ekuitas dan biaya utang. Penelitian yang dilakukan oleh Derwall dan Verwijmeren (2007) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang baik memiliki biaya ekuitas yang lebih rendah. Dalam penelitiannya, Derwall dan Verwijmeren (2007) menggunakan *Governance Metrics International* (GMI) untuk menilai praktek *corporate governance* pada perusahaan-perusahaan publik di Amerika. Byun *et al.* (2008) juga membuktikan bahwa praktek *corporate governance* memiliki hubungan negatif dengan biaya ekuitas dan perlindungan terhadap hak pemegang saham merupakan faktor yang paling signifikan dalam menurunkan biaya ekuitas. Berbeda dengan Derwall dan Verwijmeren (2007), Byun *et al.* (2008) menggunakan hasil dari survei yang dilakukan oleh *Korea Corporate Governance Service* (KCGS) untuk mengevaluasi penerapan *corporate governance* pada perusahaan-perusahaan publik di Korea Selatan.

Selain biaya ekuitas, kualitas *corporate governance* juga dianggap turut mempengaruhi besarnya biaya utang. Penelitian Chen dan Jian (2006) yang menguji pengaruh dari pengungkapan dan transparansi terhadap biaya utang menegaskan bahwa perusahaan dengan tingkat pengungkapan dan transparansi yang tinggi akan memperoleh biaya utang yang lebih rendah. Chen dan Jian (2006) menilai praktek *corporate governance* dengan menggunakan *Information Disclosure and Transparency Rankings System* (IDTRs) yang dikeluarkan oleh *Taiwan Securities Future Institute* (SFI). Sistem penilaian *corporate governance* ini bertujuan untuk melindungi kepentingan pemegang saham, mendorong

transparansi, meningkatkan disiplin dan komunikasi pihak manajemen, serta menjamin perlindungan pihak lainnya yang berkepentingan dengan perusahaan.

### **2.5.2 Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang**

Suatu kajian lain yang menarik untuk diteliti adalah struktur kepemilikan dan dampaknya terhadap biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan. Yao dan Sun (2008) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pemegang saham mayoritas memiliki biaya ekuitas yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya. *Agency problem* yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham dapat berkurang pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga. Menurut Jensen dan Meckling (1976), adanya kepemilikan saham oleh *insiders* mengakibatkan kepentingan manajer selaras dengan kepentingan pemegang saham sehingga mengatasi *agency problem* antara *principal* dengan *agent*. Namun, pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga, terjadi *agency problem* dalam bentuk yang lain, yaitu antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Villalonga dan Amit, 2005). Hal ini disebabkan karena kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham mayoritas memberikan insentif yang besar bagi mereka untuk meningkatkan keuntungan pribadi pada beban yang ditanggung oleh pemegang saham minoritas sehingga investor menginginkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko tersebut (Dyck dan Zingales, 2004).

Mintzberg (1983) dalam Chaganti dan Damanpour (1991) menyatakan bahwa semakin terkonsentrasi kepemilikan saham dalam suatu perusahaan, maka semakin besar kekuatan (*power*) yang dimiliki untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan. Dalam penelitiannya, Claessens *et al.* (2000) juga menyatakan bahwa *excess control* yang dimiliki oleh pemegang saham mayoritas umumnya dilakukan melalui struktur piramida dan kepemilikan silang (*crossholdings*) di antara beberapa perusahaan. Lebih lanjut, Claessens *et al.* (2000) menegaskan bahwa *excess control* hampir sebagian besar ditemukan pada perusahaan yang dimiliki oleh keluarga. *Excess control* ini menciptakan peluang yang besar akan terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas oleh pemegang

saham mayoritas. Dampak langsung dari *excess control* adalah nilai perusahaan akan turun dan menyebabkan biaya ekuitas perusahaan meningkat. Penelitian yang dilakukan oleh Guedhami dan Mishra (2006) membuktikan bahwa *excess control* secara negatif mempengaruhi nilai perusahaan dan sebagai akibatnya, biaya ekuitas menjadi lebih tinggi karena terdapat risiko ekspropriasi.

Attig *et al.* (2008) berpendapat bahwa ketika perusahaan dimiliki secara mayoritas oleh keluarga tertentu, risiko informasi menjadi lebih besar karena terdapat kemungkinan bahwa mereka mengetahui dan menguasai seluruh informasi tentang perusahaan sehingga tingkat asimetri informasi pun akan menjadi lebih besar. Hal ini pada akhirnya dapat menyebabkan biaya ekuitas perusahaan menjadi lebih tinggi. Penelitian serupa di Indonesia dilakukan oleh Murni (2004) dan Amurwani (2006) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara asimetri informasi dengan biaya ekuitas perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin kecil asimetri informasi, maka biaya ekuitas perusahaan menjadi semakin rendah.

Menurut Shleifer dan Vishny (1997), perusahaan dengan kepemilikan saham yang terkonsentrasi memiliki insentif yang relatif berbeda dengan perusahaan yang kepemilikan sahamnya terdiversifikasi (tersebar). Pemegang saham pada perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi biasanya merupakan investor jangka panjang dalam perusahaan sehingga berpotensi kuat untuk mengurangi *agency conflict* dengan kreditur atau *bondholders*. Perusahaan dengan kepemilikan saham yang terkonsentrasi ini dapat ditemukan pada perusahaan milik keluarga. Dalam penelitiannya, Anderson, Mansi, dan Reeb (2002) menyatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga memiliki biaya utang yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan non-keluarga. Hal ini terjadi karena perusahaan dengan kepemilikan keluarga memiliki *agency cost* yang lebih rendah.

Kepemilikan keluarga dapat mengurangi *agency cost* di antara manajer dan pemegang saham yang berakibat pada biaya utang yang lebih rendah. Namun, di sisi lain, kepemilikan keluarga juga dapat meningkatkan biaya utang perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Boubakri dan Ghouma (2010) membuktikan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh signifikan positif

terhadap biaya utang yang diukur dengan *bond yield-spreads* dan berpengaruh signifikan negatif terhadap *bond ratings*. Menurut Boubakri dan Ghouma (2010), ketika kepemilikan keluarga adalah pemegang saham mayoritas perusahaan, mereka memiliki kecenderungan menggunakan kontrol yang dimiliki untuk merugikan kepentingan pihak kreditur (*debtholders*). Selain itu, perusahaan dengan kepemilikan keluarga cenderung menghindari *capital dilution* untuk melindungi kontrol mereka terhadap perusahaan sehingga mereka lebih memilih untuk menggunakan utang sebagai sumber pembiayaan daripada menerbitkan saham baru. Hal ini menyebabkan *leverage ratio* perusahaan menjadi lebih tinggi dan risiko *default* pun menjadi lebih besar. Akibatnya, kreditur mengantisipasi risiko tersebut dengan biaya utang yang lebih tinggi.

Penelitian serupa di Indonesia salah satunya dilakukan oleh Ayub (2008) yang menguji pengaruh dari kepemilikan keluarga terhadap biaya utang perusahaan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga memiliki hubungan positif dengan biaya utang perusahaan.

### **2.5.3 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang**

Juniarti dan Sentosa (2009) dalam penelitiannya menyatakan bahwa investor institusional diyakini memiliki kemampuan yang lebih baik untuk memonitor tindakan manajemen dibandingkan dengan investor individual dimana investor institusional tidak mudah diperdaya dengan tindakan manipulasi yang dilakukan oleh manajemen. Cornett *et al.* (2006) menemukan adanya bukti bahwa tindakan pengawasan yang dilakukan oleh pihak investor institusional dapat membatasi perilaku manajemen. Berkurangnya perilaku oportunistik manajemen akan mengarah pada berkurangnya *agency cost* dan biaya ekuitas yang lebih rendah. Hal ini diperkuat oleh Collins dan Huang (2010) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berdampak negatif terhadap biaya ekuitas perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Ashbaugh *et al.* (2004) memberikan kontribusi yang berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya. Menurut Ashbaugh *et al.* (2004), tindakan pengawasan perilaku manajemen membutuhkan

biaya yang cukup besar. Oleh karena itu, terdapat kemungkinan bahwa investor institusional tidak melakukan tindakan tersebut, terutama ketika manfaat dari tindakan *monitoring* berlaku untuk semua pemegang saham. Kondisi seperti ini menciptakan masalah *free rider*. Dengan kata lain, tidak ada insentif bagi investor institusional untuk melakukan tindakan pengawasan. Hasil penelitian Ashbaugh *et al.* (2004) sesuai dengan prediksinya yang membuktikan bahwa kepemilikan saham oleh institusional memiliki hubungan positif dengan biaya ekuitas.

Dampak yang sama juga dapat terjadi pada biaya utang perusahaan. Roberts dan Yuan (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya utang secara signifikan. Penelitian ini mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya pinjaman bank karena dengan kepemilikan institusi yang besar membuat pihak di luar perusahaan melakukan pengawasan atau *monitoring* yang lebih ketat terhadap pihak manajemen sehingga manajemen didorong untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Meningkatnya kinerja perusahaan membuat risiko perusahaan menjadi lebih kecil sehingga kreditur akan meminta *return* yang lebih rendah. Dengan demikian, kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya utang yang ditanggung oleh perusahaan.

Penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003) menemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan biaya utang yang diukur dari *bond yield* perusahaan. Dengan menggunakan pengukuran biaya utang yang berbeda, Piot dan Missonier-Piera (2007) menemukan hasil yang sama, yaitu kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya utang perusahaan. Elyasiani *et al.* (2010) juga menemukan peran penting kepemilikan institusional terhadap biaya utang. Peran tersebut diperoleh karena investor institusional berada pada posisi yang lebih baik untuk mempelajari kondisi perusahaan dan mendapat manfaat yang lebih besar. Investor institusional lebih banyak menggunakan informasi yang dimilikinya saat ini untuk memperkirakan laba di masa yang akan datang secara lebih baik dibandingkan dengan investor non-institusional (Jiambalvo *et al.*, 2002). Perhatian yang diberikan oleh investor institusional dapat mengarah pada reputasi perusahaan yang lebih baik di pasar modal sehingga memungkinkan perusahaan untuk memperoleh biaya utang yang lebih rendah. Elyasiani *et al.* (2010) memberikan bukti yang kuat bahwa kepemilikan institusional berdampak

negatif terhadap biaya utang. Dampak kepemilikan institusional ini menjadi lebih kuat pada perusahaan yang memiliki tingkat asimetri informasi yang tinggi (Wang dan Zhang, 2009).

Penelitian serupa di Indonesia dilakukan oleh Juniarti dan Sentosa (2009) yang menguji apakah *Good Corporate Governance* berpengaruh signifikan terhadap biaya utang perusahaan. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya utang. Penelitian lain juga dilakukan oleh Koesnadi (2010) dengan menggunakan perusahaan yang termasuk dalam LQ45 sebagai unit analisis. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dengan biaya utang.

## **2.6 Pengembangan Hipotesis**

### **2.6.1 Pengaruh *Corporate Governance Index* terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang**

Secara teoritis, penerapan *good corporate governance* yang baik dapat meningkatkan nilai perusahaan karena mengurangi risiko perusahaan dari keputusan-keputusan pihak manajemen yang cenderung mengutamakan kepentingan pribadi. Penerapan *good corporate governance* juga dapat meningkatkan kepercayaan para investor (Newell dan Wilson, 2002). Meningkatnya kepercayaan investor tersebut disebabkan karena penerapan GCG dianggap mampu memberikan perlindungan yang efektif terhadap investor dalam memperoleh kembali investasinya dengan wajar (Tjager *et al.*, 2003).

Penelitian yang dilakukan oleh Derwall dan Verwijmeren (2007) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang baik memiliki biaya ekuitas yang lebih rendah. Hal ini didukung oleh Byun *et al.* (2008) dan Chen *et al.* (2009) yang memberikan bukti bahwa praktek *corporate governance* memiliki hubungan negatif dengan biaya ekuitas dan perlindungan terhadap hak pemegang saham merupakan faktor yang paling signifikan dalam menurunkan biaya ekuitas.

Pengukuran penerapan *good corporate governance* oleh perusahaan dapat diproksikan dengan *corporate governance index*. *Corporate governance index*

yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan telah menerapkan prinsip-prinsip *good corporate governance* dengan baik. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi *corporate governance index*, maka semakin besar potensi perusahaan untuk memperoleh biaya ekuitas yang lebih rendah.

Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

**H1a: *Corporate governance index* berpengaruh negatif terhadap biaya ekuitas**

Kualitas *corporate governance* juga dianggap turut mempengaruhi besarnya biaya utang perusahaan. Chen dan Jian (2006) menguji pengaruh dari praktek *corporate governance*, dengan menggunakan *Information Disclosure and Transparency Rankings System* (IDTRs), terhadap biaya utang dan menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat pengungkapan dan transparansi yang tinggi memperoleh biaya utang yang lebih rendah. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Piot dan Missonier-Piera (2007) juga membuktikan bahwa kualitas *corporate governance* memiliki pengaruh yang signifikan dalam mengurangi biaya utang yang harus ditanggung oleh perusahaan. Hal ini disebabkan karena *Good Corporate Governance* (GCG) adalah alat penjamin bagi kreditur bahwa dana yang diberikan kepada perusahaan telah dikelola dengan baik, transparan, dan bertanggung jawab, yang bertujuan untuk melindungi kepentingan kreditur.

Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

**H1b: *Corporate governance index* berpengaruh negatif terhadap biaya utang**

## **2.6.2 Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang**

Villalonga dan Amit (2005) menyatakan bahwa *agency conflict* antara *principal* dan *agent*, seperti yang dideskripsikan oleh Jensen dan Meckling (1976), dapat diatasi pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga. Hal ini dikarenakan dengan proporsi kepemilikan saham yang besar pada perusahaan menimbulkan adanya insentif untuk memonitor manajer. Selain itu, Stein (1989) juga berpendapat bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga memiliki keputusan investasi yang lebih baik karena umumnya mereka memiliki pengetahuan yang lebih mendalam tentang perusahaan dan berinvestasi dalam periode yang cukup



panjang. Oleh sebab itu, perusahaan dengan kepemilikan keluarga memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan non-keluarga.

Di lain pihak, dalam perusahaan dengan kepemilikan keluarga, muncul *agency problem* yang lain, yaitu antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Villalonga dan Amit, 2005). Hal ini terjadi karena keluarga sebagai pemegang saham mayoritas memiliki kontrol yang sangat besar terhadap perusahaan dan cenderung menggunakan kontrol yang mereka miliki untuk meningkatkan keuntungan pribadi pada beban yang ditanggung oleh pemegang saham minoritas sehingga investor akan menginginkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko tersebut (Dyck dan Zingales, 2004).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Yao dan Sun (2008) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pemegang saham mayoritas memiliki biaya ekuitas yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya. *Excess control* yang biasa ditemukan pada perusahaan yang dimiliki oleh keluarga menyebabkan turunnya nilai perusahaan sehingga biaya ekuitas perusahaan pun akan meningkat. Penelitian Guedhami dan Mishra (2006) membuktikan bahwa *excess control* ini berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan sebagai akibatnya, biaya ekuitas perusahaan menjadi lebih tinggi.

Kepemilikan keluarga diyakini berpengaruh positif terhadap biaya ekuitas perusahaan karena munculnya *agency problem* antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas memberikan peluang besar terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Hal ini disebabkan oleh *excess control* yang dimiliki pemegang saham mayoritas cenderung digunakan untuk memperoleh keuntungan pribadi pada beban yang ditanggung oleh pemegang saham minoritas. Selain itu, dalam perusahaan dengan kepemilikan keluarga, risiko informasi juga cenderung lebih tinggi karena adanya kemungkinan bahwa seluruh informasi tentang perusahaan hanya dikuasai oleh pihak-pihak tertentu saja. Risiko-risiko tersebut dapat berdampak negatif terhadap nilai perusahaan dan mengakibatkan biaya ekuitas menjadi lebih tinggi.

Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

**H2a: Kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap biaya ekuitas**

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Anderson, Mansi, dan Reeb (2002), perusahaan dengan kepemilikan keluarga memiliki biaya utang yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan non-keluarga. Hal ini dapat disebabkan karena perusahaan dengan kepemilikan keluarga memiliki dorongan yang lebih besar untuk mengurangi *agency conflict* antara pemegang saham dan manajer. Semakin besar proporsi kepemilikan dari keluarga di dalam perusahaan, maka semakin besar risiko yang harus ditanggung jika perusahaan tidak berjalan dengan baik (Demsetz dan Lehn, 1985). Akibatnya, perusahaan dengan kepemilikan keluarga memiliki insentif yang lebih besar untuk memonitor tindakan manajemen. Berkurangnya *agency problem* dalam perusahaan dengan kepemilikan keluarga dapat menimbulkan *agency cost* yang lebih rendah sehingga biaya utang yang diperoleh perusahaan pun menjadi lebih kecil (Anderson, Mansi, dan Reeb (2002).

Berbeda dengan penelitian sebelumnya, kepemilikan keluarga juga dianggap dapat meningkatkan biaya utang perusahaan. Boubakri dan Ghouma (2010) memberikan bukti bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh signifikan positif terhadap biaya utang yang diukur dengan *bond yield-spreads*. Pada umumnya, perusahaan dengan kepemilikan saham yang terkonsentrasi dapat ditemukan pada perusahaan milik keluarga dimana perusahaan ini dimiliki secara mayoritas oleh keluarga tertentu atau kepemilikan sahamnya terkonsentrasi pada keluarga tertentu. Boubakri dan Ghouma (2010) menyatakan bahwa ketika kepemilikan keluarga adalah pemegang saham mayoritas perusahaan, mereka cenderung menggunakan kontrol yang dimiliki untuk merugikan pihak kreditur (*debtholders*). Perusahaan dengan kepemilikan keluarga juga cenderung untuk menggunakan utang dalam membiayai perusahaan daripada menerbitkan saham baru karena mereka ingin melindungi kontrol yang dimiliki terhadap perusahaan. Hal ini akan mengakibatkan tingkat utang perusahaan menjadi lebih tinggi dan risiko yang ditanggung oleh perusahaan pun menjadi lebih besar sehingga pihak kreditur mengantisipasi risiko tersebut dengan biaya utang yang lebih tinggi.

Kepemilikan saham dalam jumlah besar berarti bahwa tingkat pengendalian yang dimiliki terhadap perusahaan pun besar (Lease *et al.*, 1984). Oleh sebab itu, perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pemegang

saham mayoritas kerap memanfaatkan pengendalian ini untuk meningkatkan keuntungan pribadi yang sebenarnya merugikan kreditur. Sebagai contoh, pemegang saham mayoritas memiliki insentif untuk melakukan transfer kekayaan melalui aktivitas pendanaan, seperti pembayaran dividen yang melebihi batas tertentu yang telah ditetapkan oleh pihak kreditur (*excessive dividend payment*). Dengan demikian, kepemilikan keluarga diyakini berpengaruh positif terhadap biaya utang perusahaan karena adanya insentif-insentif tersebut akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh kreditur sehingga biaya utang perusahaan pun menjadi lebih tinggi.

Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

**H2b: Kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap biaya utang**

**2.6.3 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang**

Penelitian yang dilakukan oleh Ashbaugh *et al.* (2004) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh institusional berdampak positif terhadap biaya ekuitas perusahaan. Ashbaugh *et al.* (2004) berpendapat bahwa investor institusional memiliki kemungkinan untuk tidak melakukan tindakan *monitoring* terhadap manajemen karena tindakan tersebut membutuhkan biaya. Bhide (1993) juga menyatakan bahwa pasar modal yang likuid mengurangi insentif investor institusional untuk memonitor perusahaan karena akan lebih murah bagi investor institusional untuk menjual kembali sahamnya ketika perusahaan memiliki kinerja yang buruk dibandingkan harus memonitor perusahaan. Penyebab lainnya adalah muncul masalah *free rider*, yaitu ketika manfaat dari tindakan *monitoring* berlaku untuk semua pemegang saham (Ashbaugh *et al.*, 2004). Dengan demikian, tidak ada insentif bagi investor institusional untuk melakukan tindakan pengawasan.

Berbeda dengan penelitian sebelumnya, Juniarti dan Sentosa (2009) menegaskan bahwa investor institusional memiliki kemampuan yang lebih baik untuk memonitor tindakan manajemen dibandingkan dengan investor individual dimana investor institusional tidak mudah diperdaya dengan tindakan manipulasi yang dilakukan oleh manajemen. Selain itu, investor institusional, yang umumnya juga berperan sebagai fidusiari, memiliki insentif yang lebih besar untuk

memantau tindakan manajemen dan kebijakan perusahaan. Kondisi ini dapat menyebabkan berkurangnya perilaku oportunistik manajemen yang mengarah pada biaya ekuitas yang lebih rendah. Penelitian yang dilakukan oleh Collins dan Huang (2010) membuktikan bahwa kepemilikan institusional memiliki dampak negatif terhadap biaya ekuitas perusahaan.

Fidyati (2004) menjelaskan bahwa investor institusional menghabiskan lebih banyak waktu untuk melakukan analisis investasi dan mereka memiliki akses atas informasi yang terlalu mahal perolehannya bagi investor lain. Investor institusional berperan secara aktif dalam *corporate governance* dengan mengurangi tingkat risiko dari perusahaan tempat mereka menginvestasikan portofolionya melalui pengawasan manajemen yang efektif. Hubungan ini menjadi lebih kuat dengan tingginya tingkat asimetri informasi di perusahaan. Oleh karena itu, kepemilikan institusional diyakini dapat menurunkan biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

**H3a: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap biaya ekuitas**

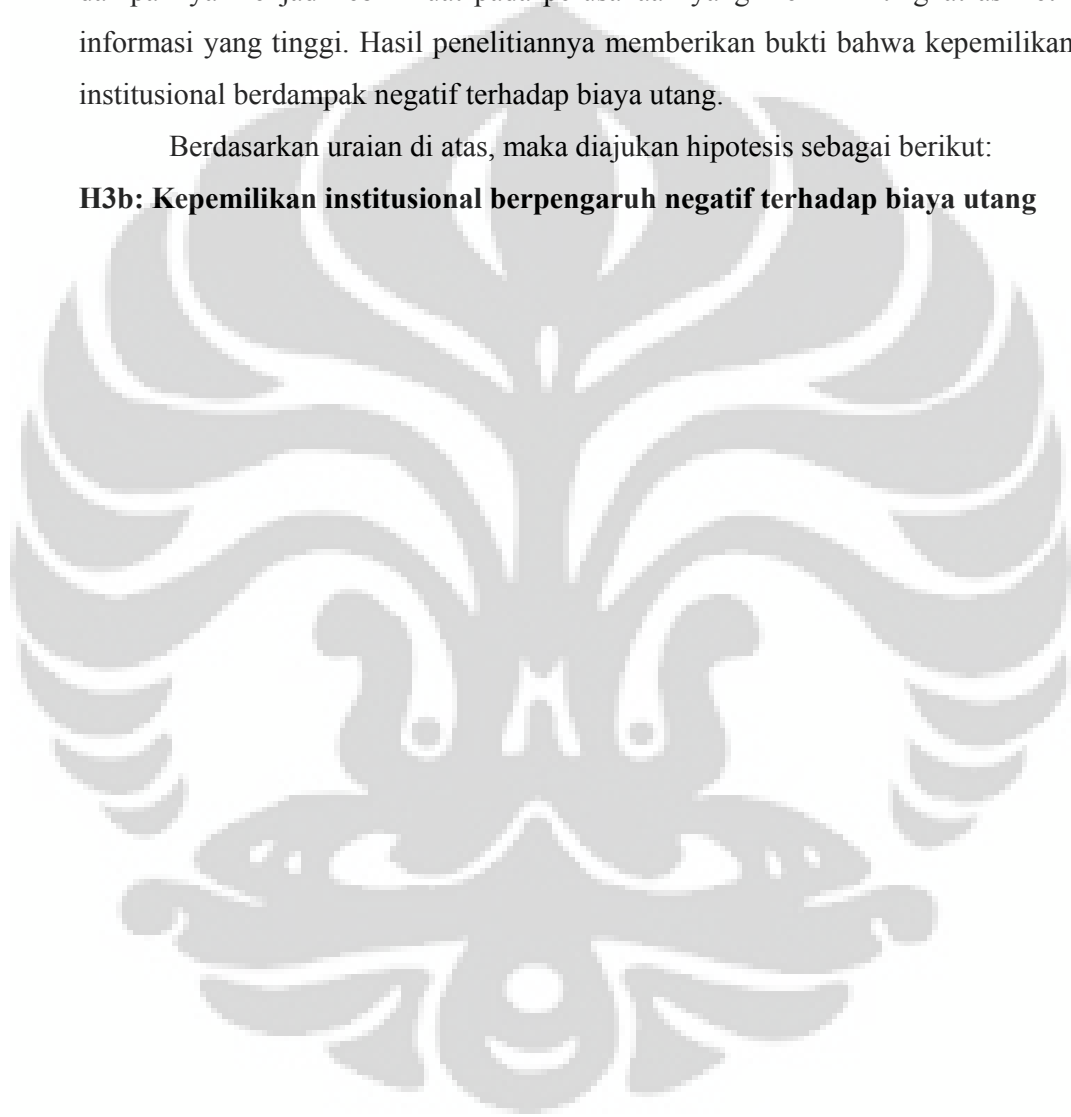
Bhojraj dan Sengupta (2003) menemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan biaya utang perusahaan. Hubungan negatif ini juga ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Piot dan Missonier-Piera (2007) serta Roberts dan Yuan (2009) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya utang secara signifikan. Hasil penelitian Roberts dan Yuan (2009) mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya pinjaman bank karena dengan kepemilikan institusional yang besar memberikan insentif untuk melakukan pengawasan atau *monitoring* yang lebih ketat terhadap pihak manajemen sehingga mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Meningkatnya kinerja membuat risiko perusahaan menjadi lebih kecil sehingga pihak kreditur akan mengharapkan *return* yang lebih rendah. Dengan demikian, kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya utang yang diterima oleh perusahaan.

Elyasiani *et al.* (2010) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peran penting terhadap biaya utang. Hal ini dikarenakan investor institusional berada pada posisi yang lebih baik untuk mempelajari kondisi

perusahaan dan mendapat manfaat yang lebih besar. Perhatian yang diberikan oleh investor institusional dapat menciptakan reputasi perusahaan yang lebih baik di pasar modal sehingga memungkinkan perusahaan untuk memperoleh biaya utang yang lebih rendah. Elyasiani *et al.* (2010) juga menyatakan bahwa stabilitas investor institusional berperan dalam penentuan biaya utang perusahaan dan dampaknya menjadi lebih kuat pada perusahaan yang memiliki tingkat asimetri informasi yang tinggi. Hasil penelitiannya memberikan bukti bahwa kepemilikan institusional berdampak negatif terhadap biaya utang.

Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

**H3b: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap biaya utang**



## BAB 3 METODE PENELITIAN

### 3.1 Kerangka Pemikiran

Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap besarnya biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan. Dalam hal ini, unsur *corporate governance* yang digunakan adalah *corporate governance index*, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan institusional. Penentuan besarnya biaya modal bertujuan untuk mengetahui berapa besar biaya riil yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dana yang diperlukan (Modigliani dan Miller, 1959). Dengan kata lain, biaya modal adalah suatu *return* tertentu yang diharapkan oleh pemegang saham atau kreditur atas dana yang telah ditanamkan pada perusahaan.

Permasalahan yang sering terjadi dalam perusahaan adalah adanya *conflict of interest* antara *principal* dan *agent* yang dapat menimbulkan *agency problem* dimana *agent* tidak bertindak sesuai dengan kepentingan *principal*. Hal ini disebabkan oleh asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham karena manajemen yang mengelola perusahaan secara langsung lebih mengetahui kondisi perusahaan yang sebenarnya dibandingkan dengan pemegang saham. Menurut Ashbaugh *et al.* (2004), tanpa pemantauan yang efektif dan transparansi informasi keuangan, investor yang rasional akan melindungi dirinya dengan meningkatkan biaya ekuitas perusahaan. Dalam kondisi ini, *corporate governance* merupakan mekanisme yang digunakan untuk mengurangi *agency problem* dengan meningkatkan pemantauan terhadap tindakan manajemen dan mengurangi risiko informasi yang ditanggung oleh pemegang saham. Beberapa penelitian sebelumnya menyatakan bahwa perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang lebih baik memiliki biaya ekuitas yang lebih rendah (Derwall dan Verwijmeren, 2007; Byun *et al.*, 2008).

Kualitas *corporate governance* juga dianggap turut mempengaruhi besarnya biaya utang yang diterima oleh perusahaan. Bhojraj dan Sengupta (2003) dalam penelitiannya membuktikan bahwa mekanisme *corporate governance* berpengaruh negatif terhadap biaya utang perusahaan. Struktur *corporate*

*governance* yang sehat merupakan salah satu indikator penting yang sangat dipertimbangkan oleh kreditur ketika menentukan *risk premium* perusahaan (Chen dan Jian, 2006). Oleh sebab itu, penerapan *corporate governance* yang berjalan dengan baik diharapkan mampu memberikan perlindungan yang efektif bagi *stakeholder* perusahaan, khususnya investor dan kreditur.

Salah satu unsur *corporate governance* yang sering dikaji pada penelitian terdahulu adalah struktur kepemilikan. Penelitian ini akan berfokus pada kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional. *Agency problem* yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham dapat berkurang pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga. Namun, pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga, terjadi *agency problem* dalam bentuk lain, yaitu antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Villalonga dan Amit, 2005). Claessens *et al.* (2000) menegaskan bahwa *excess control*, dimana hampir sebagian besar ditemukan pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga, menciptakan peluang besar akan terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas oleh pemegang saham mayoritas. Sebagai akibatnya, investor menginginkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko tersebut (Dyck dan Zingales, 2004) dan biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan pun menjadi lebih tinggi (Yao dan Sun, 2008).

Di sisi lain, kepemilikan keluarga juga dapat meningkatkan biaya utang perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Boubakri dan Ghouma (2010) membuktikan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh signifikan positif terhadap biaya utang yang diukur dengan *bond yield-spreads*. Hal ini dikarenakan ketika kepemilikan keluarga adalah pemegang saham mayoritas perusahaan, mereka memiliki kecenderungan menggunakan kontrol yang dimiliki untuk merugikan kepentingan pihak kreditur (*debtholders*). Pada akhirnya, kreditur mengantisipasi risiko tersebut dengan meningkatkan biaya utang perusahaan.

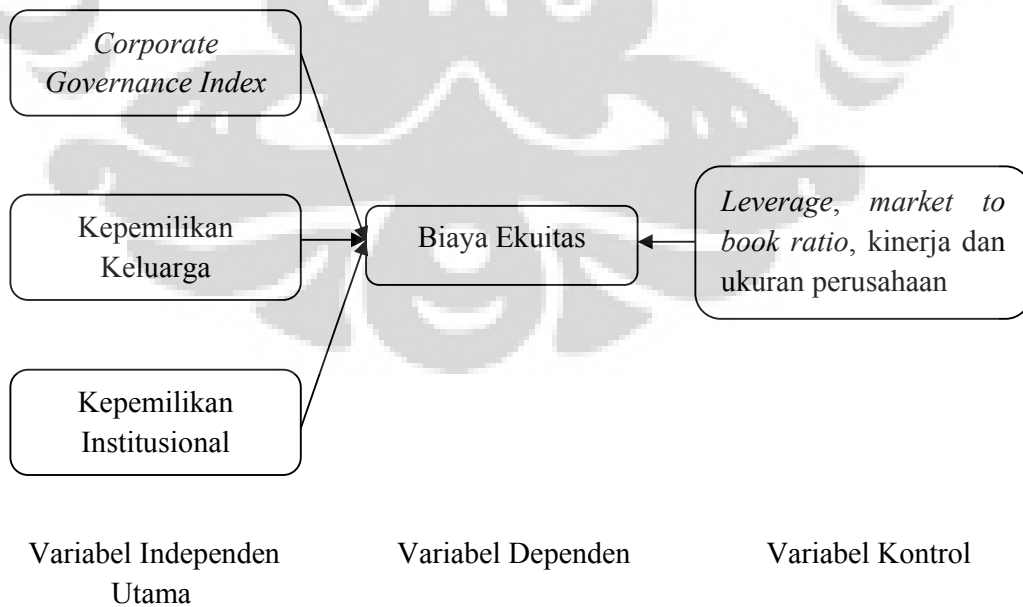
Berbeda dengan kepemilikan keluarga, Juniarti dan Sentosa (2009) menyatakan bahwa investor institusional diyakini memiliki kemampuan yang lebih baik untuk memonitor tindakan manajemen dibandingkan dengan investor individual dimana investor institusional tidak mudah diperdaya dengan tindakan manipulasi yang dilakukan oleh manajemen. Berkurangnya perilaku oportunistik

manajemen akan mengarah pada *agency cost* dan biaya ekuitas yang lebih rendah. Penelitian yang dilakukan oleh Collins dan Huang (2010) membuktikan bahwa kepemilikan institusional berdampak negatif terhadap biaya ekuitas perusahaan.

Dampak yang sama juga terjadi pada biaya utang perusahaan. Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya utang secara signifikan (Piot dan Missonier-Piera, 2007; Roberts dan Yuan, 2009; Elyasiani *et al.*, 2010). Hal ini disebabkan oleh kepemilikan institusional yang besar membuat pihak di luar perusahaan melakukan pengawasan yang lebih ketat terhadap pihak manajemen sehingga manajemen didorong untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Meningkatnya kinerja perusahaan membuat risiko perusahaan menjadi lebih rendah dan kreditur akan meminta *return* yang lebih rendah. Dengan demikian, kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya utang yang ditanggung oleh perusahaan.

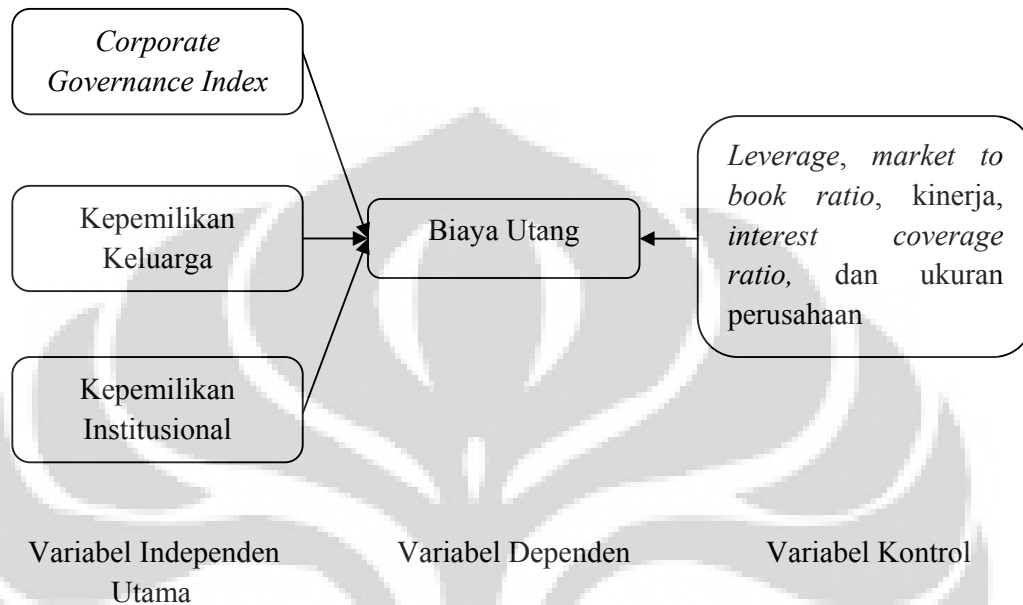
Pengaruh dari unsur *corporate governance* terhadap biaya ekuitas dan biaya utang dapat digambarkan dalam diagram berikut ini.

**Gambar 3.1**  
**Kerangka Pemikiran Model Biaya Ekuitas**





**Gambar 3.2**  
**Kerangka Pemikiran Model Biaya Utang**



### 3.2 Model Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, model dalam penelitian ini dapat dibagi menjadi dua. Tujuan dari model penelitian pertama adalah untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan, sedangkan tujuan dari model penelitian kedua adalah untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap biaya utang perusahaan. Penelitian ini menggunakan *Corporate Governance Index*, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan institusional sebagai proksi dari praktek *corporate governance*.

#### 3.2.1 Biaya Ekuitas

Pemilihan model penelitian pertama ini didasari oleh penelitian Yao dan Sun (2008) dan Chen *et al.* (2009) dengan beberapa modifikasi. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, tujuan dari model penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh variabel independen, yaitu *Corporate Governance Index*, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan institusional terhadap biaya ekuitas sebagai variabel

dependen. Dalam model penelitian ini, periode yang digunakan untuk variabel dependen dan variabel independen adalah tahun  $t$  atau tahun berjalan. Hal ini dikarenakan investor dapat menyesuaikan *return* yang akan diperoleh setiap muncul informasi baru di pasar sehingga periode yang tepat untuk variabel dependen dan variabel independen dalam model ini adalah periode berjalan.

Model penelitian pertama yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$COE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{i,t} + \beta_2 FAM_{i,t} + \beta_3 INST_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 PERFORM_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

COE = *cost of equity* (biaya ekuitas) yang dihitung dengan menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

CGI = skor GCG yang diperoleh perusahaan pada tahun  $t$

FAM = persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh keluarga pada tahun  $t$

INST = persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi pada tahun  $t$

LEV = tingkat *leverage* perusahaan yang diukur dari *debt to equity ratio* pada tahun  $t$

MTB = *market to book ratio* yang diukur dari *market value* saham biasa dibagi dengan *book value* pada akhir tahun  $t$

PERFORM = kinerja perusahaan yang diukur dari *Return on Assets* (ROA) pada tahun  $t$

SIZE = ukuran perusahaan yang diukur dari logaritma natural total aset perusahaan pada tahun  $t$

$\varepsilon$  = *error term*

### 3.2.2 Biaya Utang

Model penelitian kedua berbeda dengan model sebelumnya, yaitu menggunakan biaya utang sebagai variabel dependen. Namun, periode yang digunakan untuk variabel independen dalam model penelitian ini adalah t-1. Hal ini disebabkan karena tingkat suku bunga pinjaman atau utang yang diberikan kepada perusahaan ditetapkan di awal, sebelum pinjaman tersebut berlaku sehingga kreditur cenderung mempertimbangkan kondisi atau kinerja perusahaan pada periode sebelumnya. Pemilihan model penelitian ini didasari oleh penelitian Anderson, Mansi, dan Reeb (2003) serta Shuto dan Kitagawa (2010).

Model penelitian kedua yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$COD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{i,t-1} + \beta_2 FAM_{i,t-1} + \beta_3 INST_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 MTB_{i,t-1} + \beta_6 PERFORM_{i,t-1} + \beta_7 INCR_{i,t-1} + \beta_8 SIZE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$$

COD = *cost of debt* (biaya utang) yang dihitung dari rata-rata suku bunga tahunan pinjaman baru (*newly issued debt*) yang diperoleh perusahaan pada tahun t

CGI = skor GCG yang diperoleh perusahaan pada tahun t-1

FAM = persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh keluarga pada tahun t-1

INST = persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi pada tahun t-1

LEV = tingkat *leverage* perusahaan yang diukur dari *debt to equity ratio* pada tahun t-1

MTB = *market to book ratio* yang diukur dari nilai pasar saham biasa dibagi dengan nilai buku ekuitas pada akhir tahun t-1

PERFORM = kinerja perusahaan yang diukur dari *Return on Assets* (ROA) pada tahun t-1

INCR = *interest coverage ratio* yang diukur dari laba sebelum pajak (*income before income tax*) ditambah dengan beban bunga, dibagi dengan beban bunga, pada tahun t-1

SIZE = ukuran perusahaan yang diukur dari logaritma natural total aset perusahaan pada tahun t-1

$\varepsilon$  = *error term*

### 3.3 Operasionalisasi Variabel Penelitian

#### 3.3.1 Variabel Dependen

##### a. Biaya Ekuitas

Variabel dependen dalam model penelitian pertama adalah besarnya biaya ekuitas perusahaan. Perhitungan biaya ekuitas dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), seperti yang juga digunakan oleh Murni (2004) dan Riduan (2009). Penggunaan CAPM ini tidak terlepas dari ketersediaan data-data yang ada di pasar modal Indonesia dan cara penghitungan CAPM yang relatif lebih mudah dibandingkan metode lainnya. Perhitungan biaya ekuitas dengan menggunakan CAPM dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$COE = R_f + \beta R_p$$

COE = estimasi *cost of equity* (biaya ekuitas)

$R_f$  = *risk free rate* yang diproksi dengan rata-rata tingkat suku bunga SBI selama satu tahun

$\beta$  = *market beta* yang diperoleh dari hasil regresi antara *return* saham perusahaan dengan *market return* yang diproksi dengan IHSG dan menggunakan data mingguan (hanya hari Rabu) selama satu tahun terakhir sehingga diperoleh *return* selama 52 minggu

$R_p$  = *market risk premium* atau ( $R_m - R_f$ ) yang diartikan sebagai *return* tambahan (*additional return*) yang diinginkan oleh investor karena berinvestasi pada sekuritas yang berisiko. *Market risk premium* dalam penelitian ini diproksi dengan menggunakan perhitungan *risk premium* oleh Damodaran ([www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) diakses 3 Oktober 2011)

## b. Biaya Utang

Variabel dependen dalam model penelitian kedua adalah besarnya biaya utang yang diterima oleh perusahaan. Biaya utang dapat didefinisikan sebagai tingkat pengembalian (*yield rate*) yang diharapkan oleh kreditur saat melakukan pendanaan dalam suatu perusahaan (Fabozzi, 2007) atau tingkat bunga yang harus dibayar oleh perusahaan ketika melakukan pinjaman. Menurut Singgih (2008) dalam Juniarti dan Sentosa (2009), biaya utang adalah tingkat bunga sebelum pajak yang dibayar perusahaan kepada pemberi pinjaman. Biaya utang dihitung dari besarnya beban bunga yang dibayarkan oleh perusahaan dalam periode satu tahun dibagi dengan jumlah pinjaman yang menghasilkan bunga tersebut (*interest bearing debt*) atau disebut juga dengan metode *weighted average*. Metode ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Francis *et al.* (2005), Piot dan Missonier-Piera (2007), serta Juniarti dan Sentosa (2009), yang menggunakan *interest rate* dari utang perusahaan untuk menghitung besarnya biaya utang yang diterima oleh perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga akan berfokus pada pinjaman baru (*newly issued debt*) yang diperoleh perusahaan pada periode berjalan. Perhitungan besarnya biaya utang dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$COD = \frac{\text{Interest expense}}{\text{Average interest bearing debt}}$$

### 3.3.2 Variabel Independen

#### a. *Corporate Governance Index*

Variabel independen pertama dalam penelitian ini adalah skor *Good Corporate Governance* (GCG) atau *Corporate Governance Index* yang diperoleh dari IICD (*Indonesian Institute for Corporate Directorship*), yaitu sebuah lembaga independen di Indonesia yang berperan dalam internalisasi praktek *corporate governance* yang baik. IICD secara konsisten telah melakukan penilaian terhadap penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia yang dimulai sejak tahun 2005. Saat

ini, penilaian yang dilakukan oleh IICD telah meliputi seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Evaluasi penerapan *good corporate governance* mengacu pada *International Standard Code on GCG* yang ditetapkan oleh *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) dengan tetap memperhatikan persyaratan dari Bapepam dan LK serta Bursa Efek Indonesia (Lampiran 1). Kategori penilaian terdiri dari lima aspek utama, yaitu:

1. Perlindungan terhadap hak-hak para pemegang saham (*The rights of shareholders*)
2. Perlakuan yang sama terhadap pemegang saham (*The equitable treatment of shareholders*)
3. Peran *stakeholders* (*The role of stakeholders in corporate governance*)
4. Pengungkapan dan transparansi (*Disclosure and transparency*)
5. Tanggung Jawab Dewan Komisaris dan Direksi (*The responsibilities of the board*)

Metode total skor tertimbang (*total weighted score*) digunakan untuk mengevaluasi tingkat penerapan *corporate governance* masing-masing perusahaan. Skor yang dihasilkan berupa persentase dengan nilai maksimal 100%. Setiap skor memiliki interpretasi tersendiri sesuai dengan kriteria penilaian praktek GCG yang telah ditetapkan oleh IICD. Dalam penelitian ini, skor GCG yang digunakan adalah skor pada tahun 2007 dan 2008 dengan mengasumsikan skor yang diperoleh untuk tahun berikutnya, yaitu tahun 2009 dan 2010 adalah sama dengan skor pada tahun terakhir (skor tahun 2008). Hal ini disebabkan oleh keterbatasan data yang tersedia di IICD.

#### **b. Kepemilikan Keluarga**

Perusahaan keluarga pada umumnya merupakan perusahaan yang dimiliki secara mayoritas oleh keluarga tertentu atau kepemilikan sahamnya terkonsentrasi pada keluarga tertentu (Ayub, 2008). Menurut La Porta *et al.* (1998) dalam Arifin (2003), kepemilikan keluarga didefinisikan sebagai kepemilikan dari individu dan kepemilikan dari perusahaan tertutup (di atas 5%), yang bukan perusahaan publik, negara, ataupun institusi keuangan. Berdasarkan definisi ini, maka perusahaan

yang dikategorikan ke dalam kepemilikan keluarga tidak hanya terbatas pada perusahaan yang menempatkan anggota keluarganya pada posisi CEO, dewan komisaris atau posisi manajemen lainnya. Perusahaan yang mempekerjakan CEO, komisaris atau manajer dari luar anggota keluarga pemilik perusahaan tetap dikategorikan sebagai perusahaan dengan kepemilikan keluarga. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan persentase atau proporsi kepemilikan keluarga dalam struktur saham perusahaan, seperti yang digunakan oleh Anderson, Mansi, dan Reeb (2002) dan Ayub (2008).

Untuk analisis sensitivitas, kepemilikan keluarga akan diproksikan dengan variabel *dummy*, yaitu 1 untuk perusahaan dengan kepemilikan keluarga 20% atau lebih dan 0 untuk perusahaan dengan kepemilikan keluarga kurang dari 20%. Ukuran ini mengacu pada PSAK 15 (revisi 2009) yang menyatakan jika investor memiliki, secara langsung maupun tidak langsung, 20% atau lebih hak suara *investee*, maka investor dianggap mempunyai pengaruh signifikan. Sebaliknya, jika investor memiliki, secara langsung maupun tidak langsung, kurang dari 20% hak suara *investee*, maka investor dianggap tidak mempunyai pengaruh signifikan. Oleh karena itu, analisis sensitivitas ini bertujuan untuk mengetahui apakah ada atau tidaknya pengaruh signifikan (bukan hanya besaran persentase kepemilikan) oleh kepemilikan keluarga turut mempengaruhi besarnya biaya ekuitas dan biaya utang yang diterima oleh perusahaan. Pengaruh signifikan didefinisikan sebagai kekuasaan untuk berpartisipasi dalam keputusan kebijakan keuangan dan operasional *investee*, tetapi tidak mengendalikan atau mengendalikan bersama atas kebijakan tersebut.

### c. **Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional, seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, institusi luar negeri, dana perwalian serta institusi lainnya (Juniarti dan Sentosa, 2009). Istilah investor institusional mengacu kepada investor yang dilengkapi dengan manajemen profesional yang melakukan investasi atas nama pihak lain, baik sekelompok individu maupun sekelompok organisasi (Brancato, 1997). Sesuai dengan definisi di atas, penelitian ini menggunakan persentase

kepemilikan institusional sebagaimana penelitian-penelitian terdahulu (Bhojraj dan Sengupta, 2003; Piot dan Missonier-Piera, 2007; Roberts dan Yuan, 2009; Collins dan Huang, 2010; Shuto dan Kitagawa, 2010).

Untuk analisis sensitivitas, kepemilikan institusional, sama halnya dengan kepemilikan keluarga, akan diproksikan dengan variabel *dummy*, yaitu 1 untuk perusahaan dengan kepemilikan institusional 20% atau lebih dan 0 untuk perusahaan dengan kepemilikan institusional kurang dari 20%. Ukuran ini mengacu pada PSAK 15 (revisi 2009), seperti yang telah dijelaskan sebelumnya. Analisis sensitivitas ini dilakukan untuk mengetahui apakah ada atau tidaknya pengaruh signifikan (bukan hanya besaran persentase kepemilikan) oleh investor institusional turut mempengaruhi besarnya biaya ekuitas dan biaya utang yang diterima oleh perusahaan.

### **3.3.3 Variabel Kontrol**

#### **a. *Leverage***

*Leverage* didefinisikan sebagai tingkat utang yang dimiliki oleh perusahaan, baik utang jangka panjang maupun jangka pendek. Indikator yang digunakan untuk mengukur *leverage* dalam penelitian ini adalah rasio total utang terhadap total ekuitas perusahaan pada akhir tahun (*debt to equity ratio*). *Leverage* merupakan salah satu dari berbagai cara untuk mengukur risiko perusahaan (Hail, 2001). Semakin besar nilai *leverage*, maka risiko yang dihadapi perusahaan akan meningkat, khususnya risiko yang terkait dengan ketidakmampuan perusahaan untuk melunasi kewajibannya. Dengan kata lain, kemungkinan perusahaan untuk mengalami *default* akan semakin besar. Nilai *leverage* yang tinggi juga meningkatkan risiko pemegang saham dan kreditur. Hal ini menyebabkan pemegang saham dan kreditur akan meminta tambahan *return* yang merupakan kenaikan biaya ekuitas dan biaya utang bagi perusahaan (Byun *et al.*, 2008; Collins dan Huang, 2010; Shuto dan Kitagawa, 2010).

#### **b. *Market to Book Ratio***

Berbagai indikator dapat digunakan sebagai proksi untuk mengukur pertumbuhan perusahaan. Dalam penelitian ini, proksi yang akan digunakan



adalah *market to book value* pada akhir tahun yang dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$MTB = \frac{\text{Common share price} \times \text{number of shares outstanding}}{\text{Book value of shareholder's equity}}$$

Perusahaan yang memiliki *market to book value* yang tinggi mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan semakin besar. Hal ini memberikan prospek yang positif terhadap perusahaan. Dengan demikian, *market to book value* diperkirakan berpengaruh negatif terhadap biaya ekuitas dan biaya utang karena perusahaan dianggap mampu memberikan kepastian tingkat pengembalian (*return*) yang lebih terjamin sehingga investor dan kreditur mengharapkan *required rate of return* yang lebih rendah (Chen dan Jian, 2006; Chen *et al.*, 2009; Roberts dan Yuan, 2009).

### c. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan dapat dilihat dengan mengukur profitabilitas perusahaan. Salah satu proksi yang umumnya digunakan adalah *Return on Assets* (ROA) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Net income} + \text{interest expense after tax}}{\text{Total Assets}}$$

ROA merupakan parameter kinerja manajemen dalam menghasilkan laba dengan utilisasi aset yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin tinggi nilai ROA perusahaan mengindikasikan profitabilitas perusahaan semakin besar. Dengan kata lain, kinerja perusahaan semakin meningkat dan risiko yang dihadapi oleh perusahaan menjadi lebih rendah. Hal ini menyebabkan perusahaan dengan ROA yang lebih tinggi diperkirakan memiliki biaya ekuitas dan biaya utang yang lebih kecil dibandingkan perusahaan dengan ROA yang lebih rendah (Bhojraj dan Sengupta, 2003; Francis *et al.*, 2005; Chen dan Jian, 2006; Byun *et al.*, 2008).

**d. *Interest Coverage Ratio***

*Interest coverage ratio* digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban kepada kreditur, baik dalam bentuk pembayaran bunga maupun pokok utang. Rasio ini merupakan salah satu indikator tingkat solvabilitas perusahaan. Dalam penelitian ini, *interest coverage ratio* hanya digunakan sebagai variabel kontrol untuk model penelitian kedua. Rasio ini dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$INCR = \frac{\text{Income before income tax} + \text{interest expense}}{\text{Interest Expense}}$$

*Interest coverage ratio* yang tinggi merepresentasikan peningkatan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Dengan kata lain, *default risk* perusahaan pun menurun. Solvabilitas perusahaan yang meningkat dapat menyebabkan biaya utang menjadi lebih rendah (Chen dan Jian, 2006; Piot dan Missonier-Piera, 2007; Shuto dan Kitagawa, 2010). Oleh karena itu, *interest coverage ratio* diperkirakan memiliki pengaruh negatif terhadap biaya utang yang diterima oleh perusahaan.

**e. *Ukuran Perusahaan***

Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan logaritma natural dari total aset perusahaan. Perusahaan dengan total aset yang lebih besar diperkirakan semakin memiliki kemampuan untuk memenuhi seluruh kewajibannya di periode mendatang. Selain itu, semakin besar total aset perusahaan, diharapkan perusahaan dapat memberikan tingkat pengembalian (*return*) yang lebih pasti kepada investor. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki total aset lebih besar diperkirakan memiliki biaya ekuitas dan biaya utang yang lebih rendah (Bhojraj dan Sengupta, 2003; Francis *et al.*, 2005; Shuto dan Kitagawa, 2010).

### 3.4 Prosedur Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2008-2010. Laporan keuangan tersebut diperoleh dari *website* BEI ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)), *website* perusahaan, *IDX Fact Book*, dan PRPM (Pusat Referensi Pasar Modal) di Bursa Efek Indonesia. Selain data keuangan, penelitian ini juga menggunakan *Corporate Governance Index*, data harga saham mingguan dari masing-masing perusahaan sampel, IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan), tingkat suku bunga SBI, dan *market risk premium*. Data-data ini diperoleh dari IICD, *Yahoo Finance*, PRPM (Pusat Referensi Pasar Modal) di Bursa Efek Indonesia, *website* Bank Indonesia ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)), dan *website* Damodaran ([www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)).

### 3.5 Teknik Pemilihan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2007-2010. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel dengan kriteria-kriteria tertentu yang telah ditetapkan sebelumnya agar diperoleh sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan digolongkan sebagai perusahaan manufaktur sesuai dengan kategori yang dikembangkan oleh BEI yang tercantum dalam *IDX Fact Book* dan tidak mengalami *delisting* selama tahun 2007-2010.
2. Laporan keuangan perusahaan tersedia lengkap selama tahun 2007-2010.
3. Laporan keuangan perusahaan disajikan dalam mata uang Rupiah sehingga dapat dibandingkan antar periode dan antar perusahaan.
4. Perusahaan memiliki *Corporate Governance Index* dan data struktur kepemilikan yang lengkap selama tahun 2007-2010.
5. Perusahaan tidak memiliki nilai ekuitas negatif.
6. Perusahaan memiliki saham aktif yang diperdagangkan selama tahun 2008-2010. Menurut Surat Edaran Bursa Efek Jakarta No. SE-03/BEJ/II-

1/1994, kriteria saham aktif yang diperdagangkan adalah saham yang mempunyai frekuensi perdagangan minimal 300 kali atau lebih dalam satu tahun.

7. Perusahaan memiliki utang berbunga (*interest bearing debt*), baik jangka pendek maupun jangka panjang.
8. Data-data perusahaan yang dibutuhkan dalam penelitian ini tersedia.

Sampel penelitian yang dipilih berasal dari satu industri dengan maksud untuk menghindari perbedaan karakteristik perusahaan yang bergerak di industri manufaktur dengan perusahaan yang bergerak di industri non-manufaktur sehingga terjadi keseragaman data. Selain itu, industri manufaktur dipilih karena jumlah perusahaan dalam industri ini paling banyak dibandingkan dengan industri lainnya yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

### 3.6 Tahap Pengujian

Setelah variabel independen dan dependen diidentifikasi untuk model biaya ekuitas dan biaya utang, pengolahan data dilakukan untuk memperoleh hasil pengujian dari penelitian. Tahap-tahap pengujian ini adalah sebagai berikut:

- Pengolahan data dengan *Microsoft Excel* untuk menghitung variabel dependen dan variabel independen berdasarkan laporan keuangan tahunan.
- Pengujian *outliers* untuk variabel dependen dan variabel independen sebelum mengolah data lebih lanjut dengan menggunakan kriteria, yaitu nilai rata-rata  $\pm (3 \times \text{standar deviasi})$ . Jika terdapat *outliers*, maka akan dilakukan *treatment* dengan menggunakan *winsorizing*, yaitu mengganti nilai variabel yang termasuk dalam *outliers* dengan nilai variabel yang mendekati batas atas atau batas bawah kriteria *outliers*.
- Pengolahan data untuk memperoleh statistik deskriptif dengan menggunakan program Stata 11.
- Pengujian untuk menentukan pendekatan yang digunakan dalam model penelitian.
- Pengujian asumsi klasik untuk mendeteksi adanya multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

- Penerapan perlakuan terhadap model penelitian yang digunakan bila ditemukan adanya suatu gejala di atas sehingga persamaan regresi yang dihasilkan memenuhi asumsi BLUE.
- Pengujian statistik (uji F, *adjusted R*<sup>2</sup>, dan uji t).
- Analisis hasil regresi.

### 3.7 Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan data panel. Data panel adalah jenis data yang merupakan gabungan antara data *time series* dengan data *cross section*. Oleh karena itu, data panel memiliki gabungan karakteristik kedua jenis data tersebut, yaitu: 1) terdiri dari beberapa objek dan 2) meliputi beberapa periode waktu. Data panel sangat berguna karena memungkinkan peneliti untuk menghasilkan efek ekonomis yang tidak didapat dengan hanya menggunakan *cross section* maupun *time series*. Dalam melakukan analisis terhadap data panel, dikenal tiga jenis pendekatan untuk mengefisiensikan perhitungan model regresi. Berikut ini akan dibahas jenis-jenis pendekatan yang digunakan dalam pengujian data panel:

#### 1. Metode *Pooled Least Square* (PLS)

Metode PLS merupakan paling sederhana dalam melakukan pengolahan data panel. Penelitian ini biasanya digunakan untuk mengolah data *pool*. Penelitian ini tidak memperhatikan dimensi waktu dan individual. Oleh karena itu, pendekatan ini mengasumsikan perilaku data antar perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu sehingga *intercept* dan *slope* dari persamaan regresi dianggap konstan, baik antar daerah (*cross section*) maupun antar waktu (*time series*) (Nachrowi dan Usman, 2006).

#### 2. Metode Efek Tetap (*Fixed Effect Method*)

Dalam metode PLS, terdapat asumsi bahwa nilai konstan atas *intercept* dan *slope* menjadi kelemahan dari metode ini. Oleh sebab itu, diperlukan suatu model yang dapat menunjukkan perbedaan konstan antar objek, meskipun dengan koefisien regresor yang sama. Model ini dikenal dengan model regresi efek tetap (*fixed effect*). Pendekatan efek tetap merupakan teknik regresi yang menghasilkan

nilai konstanta atau *intercept* persamaan yang berbeda untuk setiap unit *cross section* dimana setiap unit *cross section* bersifat tetap secara *time series*.

Perbedaan nilai *intercept* ini dapat terjadi karena adanya proses generalisasi pada pendekatan *fixed effect*, yaitu dengan cara memasukkan *dummy variable* ke dalam persamaan regresi (Gujarati, 2009). Pendekatan ini sering disebut dengan *Least Square Dummy Variable (LSDV) Model*. Menurut Gujarati (2009), penggunaan model *fixed effect* ini harus hati-hati karena model mengandung beberapa masalah sebagai berikut:

- a. Jika pengenalan *dummy variable* terlalu banyak, maka masalah *degree of freedom* akan muncul
- b. Jika matriks variabel X relatif banyak, maka akan muncul masalah multikolinearitas sehingga penaksiran akan lebih sulit
- c. Dalam metode ini, *dummy variable* tidak dapat mengidentifikasi dampak variabel *time variant*
- d. Asumsi pada model ini dapat dimodifikasi dengan beberapa kemungkinan, antara lain dengan asumsi heteroskedastisitas atau autokorelasi

### 3. Metode Efek Acak (*Random Effect Method*)

Dalam pendekatan efek tetap terjadi suatu *trade-off* dimana dengan dimasukkannya *dummy variable* akan berdampak pada penurunan efisiensi dari parameter yang diestimasi yang diakibatkan oleh *degree of freedom* yang semakin kecil. Oleh karena itu, muncul pendekatan ketiga dalam pengolahan data panel yang disebut dengan pendekatan efek acak atau *random effect*. Metode *random effect* digunakan untuk mengatasi kelemahan metode *fixed effect* yang menggunakan variabel semu sehingga model mengalami ketidakpastian.

Metode *random effect* menggunakan residual atau *error* dan sering disebut juga sebagai model komponen *error* atau *error component model*. Model ini mengasumsikan bahwa *intercept* dari *individual effect* terdistribusi secara acak dengan nilai rata-rata yang konstan. Pendekatan *random effect* juga mengasumsikan bahwa *error* secara individual tidak saling berkorelasi, begitu pula *error* gabungan. Menurut Greene (2003) dan Gujarati (2009), setelah melalui

beberapa pengujian, ditemukan dua bukti penting terkait dengan *random effect*, antara lain: 1) untuk setiap unit *cross section*, nilai korelasi antara *error* pada dua periode yang berbeda tetap sama, tanpa memperdulikan seberapa jauh jarak antara dua periode tersebut, dan 2) varians dari *error* untuk semua unit *cross section* adalah sama atau identik. Metode regresi yang paling tepat untuk model *random effect* ini adalah *generalized least squares* (GLS). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa kelebihan dari model dengan *random effect* adalah asumsi klasik, seperti heteroskedastisitas dan autokorelasi, dianggap tidak berlaku dalam pendekatan ini.

### 3.7.1 Pengujian Model Penelitian

Berdasarkan penjelasan di atas dapat diketahui bahwa terdapat tiga pendekatan dalam mengolah data panel. Dalam melakukan pemilihan model secara valid, maka dapat dilakukan pengujian untuk menentukan metode mana yang paling tepat digunakan. Pemilihan ini bertujuan agar pendekatan yang dipilih cocok dengan tujuan penelitian dan cocok pula dengan karakteristik sampel yang digunakan sehingga proses estimasi memberikan hasil yang lebih tepat.

Salah satu cara pemilihan model adalah dengan uji formal statistik. Metode *fixed effect* dengan metode *common constant* dapat diuji dengan menggunakan *Chow Test*. Metode *random effect* dengan metode *common constant* diuji dengan *Lagrange Multiplier (LM) Test* dan untuk membandingkan antara metode *fixed effect* dengan metode *random effect* dilakukan *Hausman Test*. Setiap model yang diuji pada data panel akan memberikan hasil yang konsisten dan efisien jika model tersebut sesuai dengan sifat data. Hal ini berarti bahwa model tersebut akan memberikan parameter yang bersifat *best linear unbiased estimator* (BLUE) yang mengikuti asumsi-asumsi pada OLS. Oleh karena itu, estimasi dengan menggunakan data panel yang paling sesuai dengan sifat data sangat diperlukan untuk mendapatkan hasil yang konsisten dan efisien.

#### 1. *Chow Test*

*Chow Test* yang sering disebut juga pengujian *F statistic* merupakan pengujian yang dilakukan untuk menentukan apakah model penelitian yang akan

digunakan adalah *Pooled Least Square* atau *Fixed Effect*. Hipotesis dari *Chow Test* atau uji *F statistic* adalah sebagai berikut:

$H_0$  : Model merupakan *Pooled Least Square* (PLS)

$H_1$  : Model merupakan *Fixed Effect*

Dasar penolakan hipotesis nol ( $H_0$ ) adalah dengan menggunakan *F statistic*. Jika nilai probabilitas *F-stat* lebih kecil dari  $\alpha$  atau lebih kecil dari 5%, maka  $H_0$  ditolak sehingga model penelitian yang digunakan adalah *Fixed Effect*, dan begitu juga sebaliknya.

## 2. *Hausman Test*

*Hausman Test* adalah pengujian statistik sebagai dasar pertimbangan untuk menentukan apakah menggunakan model *Fixed Effect* atau model *Random Effect*. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan hipotesis sebagai berikut:

$H_0$  : Tidak terdapat korelasi antara residual *cross section* dengan salah satu variabel independen atau dengan kata lain menggunakan model *Random Effect*

$H_1$  : Terdapat korelasi antara residual *cross section* dengan salah satu variabel independen atau dengan kata lain menggunakan model *Fixed Effect*

Dasar penolakan hipotesis adalah dengan menggunakan nilai *Hausman* yang mengikuti distribusi dari *Chi-square*. Pada pengujian ini,  $H_0$  ditolak jika nilai *Hausman* lebih besar dari nilai *Chi-square* atau jika nilai probabilitas *Chi-square* lebih kecil dari 5% sehingga model yang digunakan adalah *Fixed Effect*, dan sebaliknya.

## 3. *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM) Test*

Semakin kecil varians dari residual pada *random effect*, maka estimasi *Random Effect Method* akan semakin mendekati OLS. Tujuan dari pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah varians tersebut nol atau berbeda signifikan dari



nol. Hipotesis yang diuji dalam *Lagrange Multiplier (LM) Test* adalah sebagai berikut:

$H_0$  :  $\sigma_u^2 = 0$  (model merupakan PLS)

$H_1$  :  $\sigma_u^2 \neq 0$  (model merupakan *Random Effect*)

Dasar penolakan hipotesis dalam pengujian ini hampir sama dengan *Hausman Test*, yaitu menggunakan nilai probabilitas dari *Chi-square*.  $H_0$  ditolak jika nilai LM lebih besar dari *Chi-square* atau jika nilai probabilitas *Chi-square* lebih kecil dari 5% sehingga model yang digunakan adalah *Random Effect*, dan begitu juga sebaliknya.

### 3.7.2 Pengujian Asumsi Klasik

Tujuan dari melakukan uji asumsi klasik adalah untuk memastikan bahwa nilai dari parameter atau estimator yang ada bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*) atau mempunyai sifat yang linear, tidak bias, dan varians minimum. Suatu estimator dapat dikatakan BLUE apabila sudah memenuhi asumsi-asumsi sebagai berikut:

1. Nilai rata-rata dari *error* adalah nol
2. Tidak terjadi hubungan antar variabel independen (*multicollinearity*)
3. Varians dari *error* bersifat konstan (*homoskedasticity*)
4. *Error* bersifat independen secara statistik atau tidak ada korelasi serial antara *error* (*no autocorrelation*)
5. *Error* memiliki distribusi normal

#### 3.7.2.1 Pengujian Multikolinearitas

Interpretasi dari persamaan regresi berganda secara implisit bergantung pada asumsi bahwa variabel-variabel independen dalam persamaan tersebut tidak saling berkorelasi (Nachrowi dan Usman, 2006). Dengan demikian, pengujian multikolinearitas ini dilakukan untuk mendeteksi gejala adanya hubungan linear yang signifikan antara beberapa atau semua variabel independen yang terdapat di

dalam model regresi. Konsekuensi dari adanya multikolinearitas adalah (Gujarati, 2009):

- Estimator akan memiliki varians dan kovarians yang besar sehingga sulit untuk membuat estimasi yang tepat
- *Confidence interval* akan cenderung menjadi lebih besar sehingga akan cenderung mengarah untuk menerima hipotesis nol
- Nilai t-rasio dari satu atau lebih koefisien akan menjadi tidak signifikan secara statistik
- Nilai  $R^2$  menjadi tinggi dengan sedikitnya koefisien regresi yang signifikan secara statistik
- Variabel estimator regresi dan standar erornya akan bersifat sensitif terhadap perubahan kecil pada data

Salah satu cara pengujian multikolinearitas adalah dengan menggunakan *correlation matrix*. Apabila korelasi antar variabel-variabel independen dalam model regresi bernilai lebih dari 0,8, maka terdapat korelasi yang kuat antara 1 variabel independen dengan variabel lain. Hal ini mengindikasikan adanya multikolinearitas. Jika terdapat multikolinearitas dalam model regresi, maka beberapa cara yang dapat dilakukan, antara lain (Nachrowi dan Usman, 2006):

- Mengurangi variabel independen yang memiliki hubungan linear dengan variabel lain, yaitu dengan menghilangkan salah satu variabel independen yang berkorelasi dengan variabel independen lain
- Mentransformasikan variabel
- Menambah jumlah data

Cara lain untuk mendeteksi adanya gejala multikolinearitas adalah dengan menghitung nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) yang dihasilkan dari estimasi model regresi. Model regresi dikatakan tidak memiliki multikolinearitas apabila nilai  $VIF < 10$  dan nilai *tolerance*  $> 0,1$ .

### 3.7.2.2 Pengujian Heteroskedastisitas

Sebagaimana telah diungkapkan sebelumnya, homoskedastisitas merupakan salah satu asumsi yang menyatakan bahwa *error-term* memiliki varians konstan untuk semua observasi. Asumsi ini dilanggar apabila terdapat

varians eror yang berbeda dari satu observasi ke observasi lainnya, atau terdapat penyebaran varians eror yang tidak sama, sehingga model regresi yang dibuat menjadi kurang efisien. Kondisi dimana salah satu dari kedua kondisi tersebut ditemukan disebut heteroskedastisitas (Gujarati, 2009).

Konsekuensi dari adanya heteroskedastisitas adalah tidak terpenuhinya asumsi BLUE, walaupun parameter yang dihasilkan tetap linear dan tidak bias. Hal ini dapat terjadi mengingat bias atau tidaknya suatu parameter ternyata tidak berhubungan dengan homoskedastisitas atau heteroskedastisitas dari suatu *error-term*. Walaupun bersifat linear dan tidak bias, koefisien variabel independen ini tidak dapat dikatakan efisien karena varians yang tidak minimum (Gujarati, 2009).

Pengujian heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan menggunakan *White Heterocedasticity Test* yang bertujuan untuk mendeteksi keberadaan heteroskedastisitas dalam residual dari regresi *least square*. Apabila *p-value*  $< \alpha$ , maka terdapat heteroskedastisitas dan apabila sebaliknya, maka tidak terdapat heteroskedastisitas. Metode *weighted least square* dapat digunakan untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas sehingga diperoleh estimasi yang lebih efisien.

### 3.7.2.3 Pengujian Autokorelasi

Autokorelasi merupakan keadaan yang menggambarkan adanya korelasi antara varians *error* suatu observasi dengan observasi lainnya. Gejala autokorelasi ini umumnya muncul pada data *time series* dimana kondisi antara satu waktu dengan waktu lainnya dapat berhubungan karena ada efek tertentu yang terbawa dari observasi periode sebelumnya. Dampaknya adalah estimasi *standard error* dan varians koefisien regresi yang didapat akan menjadi bias sehingga menyebabkan koefisien signifikansi atau  $R^2$  yang besar. Kondisi ini dapat menimbulkan interpretasi yang tidak tepat.

Salah satu cara untuk mendeteksi gejala autokorelasi adalah dengan melakukan uji Durbin Watson (DW). Dalam uji ini,  $H_0$  tidak ditolak jika angka *DW-Stat* pada tabel statistik pengujian berada di sekitar angka 2 ( $1,5 < DW-Stat < 2,5$ ), yang berarti bahwa *error* tidak memiliki autokorelasi. Tabel DW dapat dicari dengan  $T =$  jumlah observasi dan  $k =$  jumlah variabel independen. Angka-angka

yang diperlukan dalam uji DW adalah  $d_L$  (angka yang diperoleh dari tabel DW batas bawah),  $d_U$  (angka yang diperoleh dari tabel DW batas atas),  $4 - d_L$ , dan  $4 - d_U$ .

Nilai statistik DW kira-kira sama dengan  $2(1-\rho)$ . Karena  $\rho$  adalah autokorelasi, maka nilai  $\rho$  akan terletak di antara -1 dan 1 atau  $-1 \leq \rho \leq 1$ . Menurut Gujarati (2009), dengan mensubstitusikan batasan tersebut terhadap nilai  $0 \leq DW \leq 4$ , maka implikasi nilai DW adalah:

1.  $\rho = 0$ ,  $DW = 2$ , artinya tidak terdapat autokorelasi di antara residual atau dapat juga dikatakan  $H_0$  ditolak bila nilai DW mendekati 2
2.  $\rho = 1$ ,  $DW = 0$ , artinya residual berkorelasi positif antara satu dengan yang lain atau terdapat *positive autocorrelation* dalam *error*
3.  $\rho = -1$ ,  $DW = 4$ , artinya residual berkorelasi negatif antara satu dengan yang lain atau terdapat *negative autocorrelation* dalam *error*
4. Terdapat wilayah *inconclusive* pada tabel DW yang berarti hasil penghitungan tidak dapat menghasilkan keputusan ada atau tidaknya autokorelasi

### 3.7.3 Pengujian Statistik

#### 3.7.3.1 Pengujian Signifikansi Model (*F-test*)

Uji F merupakan uji keseluruhan model regresi. Pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen atau dengan kata lain, apakah model penelitian dapat menjelaskan variabel terikat. Contoh hipotesis yang digunakan dalam uji F adalah:

- $H_0$  :  $x_1, x_2, x_3 = 0$  (variabel-variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen)
- $H_1$  :  $x_1, x_2, x_3 \neq 0$  (variabel-variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen)

Uji F ini didasarkan atas perbandingan probabilitas (*significant F*). Berikut adalah kondisi yang perlu diperhatikan dalam melakukan uji F berdasarkan probabilitas, yaitu:

- Jika probabilitas (*p-value*) > 0,05 ( $\alpha$ ), maka  $H_0$  diterima
- Jika probabilitas (*p-value*) < 0,05 ( $\alpha$ ), maka  $H_0$  ditolak

### 3.7.3.2 Pengujian Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi digunakan untuk melihat seberapa besar total variasi dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh total variasi dari variabel independen atau seberapa besar kemampuan variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen. Nilai  $R^2$  selalu berkisar antara 0 sampai dengan 1 atau 0% sampai dengan 100%. Nilai  $R^2$  yang semakin mendekati 1 atau 100% menunjukkan model regresi yang semakin baik. Sebaliknya, nilai  $R^2$  yang sama dengan 0 menandakan bahwa variasi dari variabel dependen tidak dapat dijelaskan sama sekali oleh variabel independen. Penggunaan *adjusted*  $R^2$  lebih baik karena telah disesuaikan dengan *standard error*. Setiap variabel independen yang menambah kecocokan model akan menambah nilai *adjusted*  $R^2$  dan sebaliknya.

### 3.7.3.3 Pengujian Signifikansi Parsial (*t-test*)

Uji t dilakukan untuk mengetahui signifikansi variabel independen secara individual terhadap variabel dependen dengan mengasumsikan variabel independen yang lain bersifat konstan. Contoh hipotesis yang digunakan dalam uji t adalah:

- $H_0$  : Variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen
- $H_1$  : Variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

Uji t hampir sama dengan uji F, yaitu dilakukan dengan cara perbandingan probabilitas (*t-stat*). Berikut adalah kondisi yang perlu diperhatikan dalam melakukan uji t berdasarkan probabilitas, yaitu:

- Jika probabilitas (*p-value*) > 0,05 ( $\alpha$ ), maka  $H_0$  diterima
- Jika probabilitas (*p-value*) < 0,05 ( $\alpha$ ), maka  $H_0$  ditolak

## BAB 4 ANALISIS HASIL PENELITIAN

### 4.1 Seleksi Sampel

Berdasarkan data yang diperoleh dari *IDX Fact Book 2008*, jumlah populasi perusahaan yang digolongkan sebagai perusahaan manufaktur sesuai dengan kategori BEI pada tahun 2007 adalah 138 perusahaan. Dari total tersebut, sampel yang dapat digunakan dan memenuhi kriteria penelitian berjumlah 71 perusahaan (Lampiran 2).

Dalam proses pemilihan sampel, sebanyak 19 perusahaan manufaktur tidak dapat diikutsertakan di dalam penelitian karena mengalami *delisting* dari Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2007-2010. Tujuannya adalah perusahaan yang tidak mengalami *delisting* melakukan perdagangan saham di BEI secara terus-menerus selama periode penelitian sehingga *return* saham perusahaan dapat diperoleh untuk mengukur biaya ekuitas perusahaan selama periode penelitian. Selain itu, sebanyak 4 perusahaan manufaktur dikeluarkan dari sampel karena tidak memiliki laporan keuangan secara lengkap. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang dibutuhkan dari periode 2007 hingga 2010. Dengan demikian, perusahaan yang dapat dijadikan sampel adalah perusahaan yang telah menerbitkan laporan keuangan secara lengkap dari tahun 2007 sehingga seluruh data yang dibutuhkan dalam penelitian dapat diperoleh.

Sebanyak 10 perusahaan manufaktur memiliki laporan keuangan yang disajikan dengan menggunakan mata uang asing, selain Rupiah. Perusahaan-perusahaan ini tidak digunakan sebagai sampel dengan maksud agar terdapat keseragaman karakteristik data dan untuk memudahkan pengujian dalam penelitian. Selain itu, penelitian ini juga membutuhkan *Corporate Governance Index* yang dipublikasikan oleh IICD sebagai proksi dari skor GCG yang diterapkan oleh perusahaan. Namun, sebanyak 4 perusahaan manufaktur tidak memiliki *Corporate Governance Index* dengan lengkap selama periode penelitian karena adanya keterbatasan data yang tersedia di IICD. Oleh sebab itu, perusahaan-perusahaan ini tidak dapat diikutsertakan di dalam penelitian.

Perusahaan yang memiliki nilai ekuitas yang negatif dikeluarkan dari sampel karena dapat menyebabkan hasil penelitian menjadi bias. Berdasarkan keterangan yang termuat di dalam laporan keuangan, ditemukan bahwa terdapat 11 perusahaan manufaktur yang memiliki nilai ekuitas negatif. Dengan demikian, sebanyak 11 perusahaan tidak dapat digunakan sebagai sampel penelitian. Selanjutnya, sebanyak 7 perusahaan manufaktur memiliki saham yang tidak aktif diperdagangkan selama tahun 2008-2010. Menurut Surat Edaran Bursa Efek Jakarta No. SE-03/BEJ/II-1/1994, kriteria saham aktif yang diperdagangkan adalah saham yang mempunyai frekuensi perdagangan minimal 300 kali atau lebih dalam satu tahun. Perusahaan-perusahaan ini tidak diikutsertakan sebagai sampel untuk meminimalisasi bias dalam perhitungan CAPM yang digunakan sebagai proksi dari biaya ekuitas.

Sebanyak 12 perusahaan manufaktur tidak memiliki utang berbunga (*interest bearing debt*), baik jangka pendek maupun jangka panjang. Kriteria ini diperlukan untuk mengukur besarnya biaya utang yang diterima oleh perusahaan. Oleh karena itu, sebanyak 12 perusahaan dikeluarkan dari sampel penelitian.

Berikut ini merupakan rincian pemilihan sampel yang dilakukan dalam penelitian.

**Tabel 4.1**  
**Seleksi Sampel**

No.	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2007	138
2.	Perusahaan mengalami <i>delisting</i> dari BEI selama tahun 2007-2010	(19)
3.	Perusahaan tidak menerbitkan laporan keuangan secara lengkap	(4)
4.	Laporan keuangan perusahaan disajikan dalam mata uang asing, selain Rupiah	(10)
5.	Perusahaan tidak memiliki <i>Corporate Governance Index</i> dengan lengkap	(4)
6.	Perusahaan yang memiliki nilai ekuitas negatif	(11)
7.	Perusahaan yang memiliki saham tidak aktif	(7)
8.	Perusahaan tidak memiliki <i>interest bearing debt</i> , baik jangka pendek maupun jangka panjang	(12)
	Jumlah akhir sampel penelitian	71

## 4.2 Statistik Deskriptif

Sebelum membahas pengujian atas hipotesis yang diajukan, berikut ini akan diuraikan beberapa informasi yang diperoleh dari profil sampel penelitian melalui statistik deskriptif yang disajikan pada tabel 4.2 untuk model biaya ekuitas dan tabel 4.3 untuk model biaya utang. Jumlah sampel penelitian tiap tahunnya adalah berimbang, yaitu 71 perusahaan untuk tahun 2008-2010 sehingga total observasi dalam penelitian ini adalah 213.

### 4.2.1 Biaya Ekuitas

Tabel 4.2 di bawah ini menyajikan statistik deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan dalam model penelitian pertama, yaitu biaya ekuitas.

**Tabel 4.2**  
**Statistik Deskriptif Model Biaya Ekuitas (Setelah *Winsorizing*)**

	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum	N
COE	0.1583	0.1431	0.0538	0.0807	0.3321	213
CGI	0.6720	0.6682	0.0635	0.5718	0.8604	213
FAM	0.4972	0.5120	0.2794	0	0.9974	213
INST	0.1637	0.0590	0.2320	0	0.9201	213
LEV	1.2552	0.7141	2.2680	0.0011	20.1572	213
MTB	1.5489	0.9235	1.5420	0.1648	9.0176	213
PERFORM	0.0690	0.0626	0.0800	-0.1841	0.3500	213
SIZE (dalam jutaan rupiah)	4,509,531	1,054,929	12,411	28,379	112,857,000	213
Keterangan: COE = <i>cost of equity</i> ; CGI = <i>Corporate Governance Index</i> ; FAM = persentase kepemilikan keluarga; INST = persentase kepemilikan institusional; LEV = <i>leverage (debt to equity ratio)</i> ; MTB = <i>market to book ratio</i> ; PERFORM = kinerja perusahaan ( <i>Return on Assets</i> ); SIZE = ukuran perusahaan (logaritma natural total aset)						

Berdasarkan tabel 4.2 di atas, diketahui bahwa rata-rata COE (*cost of equity*) yang dimiliki oleh perusahaan sampel adalah 15,83%. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel dalam penelitian ini rata-rata mengeluarkan biaya sebesar 15,83% untuk memperoleh



pendanaan dari saham biasa. Rata-rata ini lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata COE dalam penelitian Ardiansyah (2011) yang juga menggunakan perusahaan manufaktur sebagai sampel, yaitu sebesar 19,7% selama tahun 2008. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata COE mengalami penurunan pada periode 2009 dan 2010. Namun, rata-rata COE dalam penelitian ini tidak dapat dibandingkan dengan rata-rata COE pada beberapa penelitian terdahulu karena proksi dan sampel yang digunakan umumnya berbeda. Lebih lanjut, dapat dilihat bahwa nilai simpangan baku COE perusahaan sampel cukup bervariasi dengan nilai minimum 8,07% dan nilai maksimum yang mencapai 33,21%. PT Eterindo Wahanatama Tbk merupakan perusahaan yang memiliki biaya ekuitas tertinggi, yaitu 33,21%, sedangkan PT Ekadharma International Tbk merupakan perusahaan dengan biaya ekuitas terendah, yaitu 8,07%.

Hasil statistik deskriptif untuk variabel independen *Corporate Governance Index* menunjukkan nilai rata-rata 0,6720 atau sekitar 67,20%. Sesuai dengan kriteria penilaian praktek GCG yang ditetapkan oleh IICD, rata-rata perusahaan sampel berada dalam kategori *fair*, yang berarti bahwa perusahaan tersebut hanya memenuhi persyaratan peraturan minimum yang terkait dengan penerapan GCG. Hal ini memberikan gambaran bahwa rata-rata perusahaan manufaktur di Indonesia belum menunjukkan komitmen tinggi terhadap praktek *Good Corporate Governance*. Nilai simpangan baku untuk variabel *Corporate Governance Index* cukup bervariasi. Nilai tertinggi dicapai oleh PT Astra International Tbk, yaitu 86,04%, sedangkan nilai terendah dimiliki oleh PT Apac Citra Centertex Tbk, yaitu 57,18%.

Variabel independen berikutnya adalah kepemilikan keluarga, yaitu persentase atau proporsi kepemilikan keluarga dalam struktur saham perusahaan. Berdasarkan tabel 4.2 di atas, variabel ini memiliki nilai rata-rata 0,4972 atau mencapai 49,72%. Hasil ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel rata-rata masih dimiliki oleh keluarga dengan proporsi kepemilikan saham sebesar 49,72% dalam perusahaan. Namun demikian, nilai simpangan baku variabel kepemilikan keluarga sangat bervariasi antar perusahaan. Nilai tertinggi, yaitu 99,74% yang berarti bahwa pemegang saham mayoritas dalam perusahaan tersebut adalah keluarga, dan nilai terendah, yaitu 0% yang berarti tidak ada

kepemilikan keluarga dalam perusahaan.

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai persentase atau proporsi kepemilikan institusional dalam struktur saham perusahaan. Rata-rata untuk variabel kepemilikan institusional adalah 0,1637 atau sekitar 16,37%. Angka ini relatif lebih kecil bila dibandingkan dengan kepemilikan keluarga yang menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki proporsi kepemilikan institusional sebesar 16,37% dalam struktur saham perusahaan. Dengan kata lain, kepemilikan institusional secara rata-rata tidak memiliki pengaruh yang signifikan di dalam perusahaan. Namun, sama halnya dengan kepemilikan keluarga, nilai simpangan baku untuk variabel ini sangat bervariasi dengan nilai tertinggi, yaitu mencapai 92,01% dan nilai terendah, yaitu 0%.

Selanjutnya, hasil statistik deskriptif untuk variabel *leverage (debt to equity ratio)* menunjukkan nilai rata-rata 1,26. Hasil ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel menggunakan utang sebagai sumber pembiayaan untuk aktivitas operasional perusahaan dibandingkan dengan saham. Selain itu, hal ini juga mengindikasikan bahwa tingkat preferensi perusahaan manufaktur di Indonesia terhadap pembiayaan eksternal dengan menggunakan utang cukup tinggi. Pernyataan ini didukung oleh Bunkanwanicha *et al.* (2006) yang menyatakan bahwa rata-rata perusahaan di Indonesia cenderung memiliki proporsi utang yang lebih besar. Nilai simpangan baku variabel *leverage* perusahaan sampel sangat bervariasi.

Rata-rata untuk variabel *market to book ratio* adalah 1,55. Angka ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki *market value* saham biasa yang lebih tinggi terhadap *book value*. Dengan kata lain, perusahaan manufaktur di Indonesia memiliki prospek pertumbuhan yang positif di masa mendatang. Nilai simpangan baku untuk variabel *market to book ratio* cukup bervariasi antar perusahaan sampel dengan nilai tertinggi mencapai 9,02 (setelah disesuaikan menggunakan *winsorizing*) dan nilai terendah yang mencapai 0,16.

Kinerja perusahaan yang diukur dari *return on assets* (ROA) memiliki nilai rata-rata 0,06 yang terbilang cukup rendah. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel belum dapat menggunakan aset yang dimiliki secara efektif untuk menghasilkan laba bagi perusahaan atau dengan kata lain, tingkat utilisasi

aset perusahaan masih tergolong rendah. Bahkan sejumlah 17 perusahaan sampel memiliki nilai ROA yang negatif yang berarti bahwa perusahaan tersebut tidak menghasilkan laba atau memiliki *net loss* selama periode penelitian. Nilai simpangan baku variabel ROA perusahaan sampel cukup bervariasi.

Rata-rata untuk ukuran perusahaan yang diukur dari logaritma natural total aset adalah sebesar Rp 4.509.531 juta. Lebih lanjut, sebaran data menunjukkan 34 perusahaan sampel memiliki rata-rata total aset di atas Rp 1 triliun. Sebanyak 7 sampel bahkan memiliki rata-rata total aset di atas Rp 10 triliun. Di sisi lain, sebanyak 5 perusahaan sampel hanya memiliki rata-rata total aset di bawah Rp 100 miliar. Hal tersebut mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan sampel sangat bervariasi.

#### 4.2.2 Biaya Utang

Tabel 4.3 di bawah ini menyajikan statistik deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan dalam model penelitian kedua, yaitu biaya utang. Pada dasarnya, hasil statistik deskriptif untuk model biaya utang tidak jauh berbeda dengan statistik deskriptif pada model biaya ekuitas karena sebagian besar variabel yang digunakan adalah sama. Perbedaannya terletak pada tahun yang digunakan untuk variabel-variabel independen, yaitu  $t-1$ , yang berarti dimulai dari tahun 2007 hingga 2009.

Berdasarkan tabel 4.3 di atas, diketahui bahwa rata-rata COD (*cost of debt*) perusahaan dalam sampel penelitian adalah 11,33%. Hal ini berarti bahwa rata-rata perusahaan sampel penelitian memiliki tingkat suku bunga pinjaman sekitar 11,33%. Rata-rata COD ini juga lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata COE, yaitu sebesar 15,83%. Hal ini wajar karena utang merupakan sekuritas yang memiliki risiko lebih rendah dibandingkan saham. *Return* yang diperoleh kreditur berjumlah tetap dari perusahaan (bunga utang), sedangkan *return* yang diperoleh pemegang saham bergantung pada kondisi pasar dan besaran laba perusahaan sehingga wajar apabila investor menginginkan *return* yang lebih tinggi. Nilai simpangan baku COD perusahaan sampel cenderung tidak terlalu bervariasi. Hal ini ditunjukkan pada rentang nilai minimum yang mencapai 7,24% dan nilai maksimum yang mencapai 16,5%. PT Aneka Kemasindo Utama Tbk

merupakan perusahaan yang memiliki biaya utang tertinggi, yaitu 16,5% (setelah disesuaikan menggunakan *winsorizing*), sedangkan PT Dynaplast Tbk merupakan perusahaan dengan biaya utang terendah, yaitu 7,24%.

**Tabel 4.3**  
**Statistik Deskriptif Model Biaya Utang (Setelah *Winsorizing*)**

	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum	N
COD	0.1133	0.1144	0.0159	0.0724	0.1650	213
CGI	0.6650	0.6562	0.0627	0.5438	0.8604	213
FAM	0.4966	0.5163	0.2805	0	0.9974	213
INST	0.1561	0.0501	0.2221	0	0.9201	213
LEV	1.3288	0.7163	2.2680	0.0011	20.1572	213
MTB	1.5389	0.8591	1.6206	0.1648	10.1263	213
PERFORM	-0.0630	-0.0529	0.0733	-0.1841	0.3500	213
INCR	10.2492	2.6380	23.0266	-13.0488	115.1148	213
SIZE (dalam jutaan rupiah)	4,152,904	965,811	10,686	32,495	88,398,000	213
Keterangan: COD = <i>cost of debt</i> ; CGI = <i>Corporate Governance Index</i> ; FAM = persentase kepemilikan keluarga; INST = persentase kepemilikan institusional; LEV = <i>leverage (debt to equity ratio)</i> ; MTB = <i>market to book ratio</i> ; PERFORM = kinerja perusahaan ( <i>Return on Assets</i> ); INCR = <i>interest coverage ratio</i> ; SIZE = ukuran perusahaan (logaritma natural total aset)						

Hasil statistik deskriptif untuk variabel independen *Corporate Governance Index* menunjukkan nilai rata-rata 0,6650 atau sekitar 66,50%. Sesuai dengan kriteria penilaian praktek GCG yang ditetapkan oleh IICD, rata-rata perusahaan sampel berada dalam kategori *fair*, yang berarti bahwa perusahaan tersebut hanya memenuhi persyaratan peraturan minimum yang terkait dengan penerapan GCG. Hal ini memberikan gambaran bahwa rata-rata perusahaan manufaktur di Indonesia masih kurang memiliki kesadaran dan komitmen yang tinggi terhadap penerapan *Good Corporate Governance* di dalam perusahaan. Nilai simpangan baku untuk variabel *Corporate Governance Index* cukup bervariasi.

Variabel independen berikutnya adalah kepemilikan keluarga, yaitu persentase atau proporsi kepemilikan keluarga dalam struktur saham perusahaan.

Berdasarkan tabel 4.3 di atas, variabel ini memiliki nilai rata-rata 0,4966 atau mencapai 49,66%. Hasil ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel rata-rata masih dimiliki oleh keluarga dengan proporsi kepemilikan saham sebesar 49,66% dalam perusahaan. Namun demikian, nilai simpangan baku variabel kepemilikan keluarga sangat bervariasi antar perusahaan.

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai persentase atau proporsi kepemilikan institusional dalam struktur saham perusahaan. Rata-rata untuk variabel kepemilikan institusional adalah 0,1561 atau sekitar 15,61%. Angka ini relatif lebih kecil bila dibandingkan dengan kepemilikan keluarga yang menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki proporsi kepemilikan institusional sebesar 15,61% dalam struktur saham perusahaan. Dengan kata lain, kepemilikan institusional secara rata-rata tidak memiliki pengaruh yang signifikan di dalam perusahaan.

Selanjutnya, hasil statistik deskriptif untuk variabel *leverage (debt to equity ratio)* menunjukkan nilai rata-rata 1,33. Hasil ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel menggunakan utang sebagai sumber pembiayaan untuk aktivitas operasional perusahaan dibandingkan dengan saham. Selain itu, hal ini juga mengindikasikan bahwa tingkat preferensi perusahaan manufaktur di Indonesia terhadap pembiayaan eksternal dengan menggunakan utang cukup tinggi. Pernyataan ini didukung oleh Bunkanwanicha *et al.* (2006) yang menyatakan bahwa rata-rata perusahaan di Indonesia cenderung memiliki proporsi utang yang lebih besar. Nilai simpangan baku variabel *leverage* perusahaan sampel sangat bervariasi.

Rata-rata untuk variabel *market to book ratio* adalah 1,54. Angka ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki *market value* saham biasa yang lebih tinggi terhadap *book value*. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia memiliki prospek pertumbuhan yang positif di masa depan. Nilai simpangan baku untuk variabel ini cukup bervariasi antar perusahaan sampel dengan nilai tertinggi yang mencapai 10,13 (setelah disesuaikan menggunakan *winsorizing*).

Kinerja perusahaan yang diukur dari *return on assets* (ROA) memiliki nilai rata-rata 0,06 yang terbilang cukup rendah. Nilai rata-rata ROA tersebut

mencerminkan bahwa manajemen perusahaan dalam sampel mampu memberdayakan seluruh aset yang dimiliki untuk menghasilkan rata-rata laba yang mencapai kurang lebih 6% dari total asetnya. Dari sebaran data diperoleh informasi bahwa sejumlah 16 perusahaan sampel memiliki nilai ROA yang negatif, sedangkan sisanya memiliki nilai ROA yang positif. Secara keseluruhan, nilai ROA untuk perusahaan sampel cukup bervariasi.

Hasil statistik deskriptif untuk variabel *interest coverage ratio* menunjukkan nilai rata-rata 10,25. Variabel ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya kepada kreditur. Dengan kata lain, rata-rata perusahaan sampel dapat memenuhi kewajiban membayar bunga yang dimilikinya sebanyak kurang lebih 10 kali dengan menggunakan laba yang diperoleh perusahaan dalam periode berjalan. Sebaran data menunjukkan bahwa nilai *interest coverage ratio* terendah mencapai -13,05, sedangkan nilai tertingginya mencapai 115,11 (setelah disesuaikan menggunakan *winsorizing*). Dengan demikian, seperti yang ditunjukkan oleh nilai simpangan baku yang relatif tinggi, perusahaan-perusahaan sampel di dalam penelitian ini cenderung memiliki keragaman tingkat risiko yang diprosikan oleh kemampuan perusahaan bersangkutan dalam memenuhi kewajiban membayar bunga.

Rata-rata untuk ukuran perusahaan yang dikur dari logaritma natural total aset adalah sebesar Rp 4.152.904.822.785,-. Nilai simpangan baku variabel *size* menunjukkan ukuran perusahaan sampel sangat bervariasi. Perusahaan dengan ukuran terbesar dalam sampel ini adalah PT Astra International Tbk dengan total aset sebesar Rp 88.398.000.000.000,- dan perusahaan dengan total aset terkecil adalah PT Aneka Kemasindo Utama Tbk, yaitu sebesar Rp 32.495.688.928,-.

#### 4.3 Uji Korelasi

Uji korelasi ini ditujukan untuk memberikan indikasi atau gambaran awal mengenai hubungan dari tiap variabel independen di dalam penelitian terhadap variabel dependen. Tabel 4.4 dan 4.5 di bawah ini menyajikan hasil uji *Pearson Correlation* untuk model biaya ekuitas dan biaya utang.

### 4.3.1 Biaya Ekuitas

Hasil uji korelasi menunjukkan bahwa ketiga variabel independen utama, yaitu *Corporate Governance Index*, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan institusional tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan biaya ekuitas. Namun, seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, uji korelasi ini hanya memberikan gambaran awal bahwa terdapat kemungkinan ketiga variabel utama tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya ekuitas.

Selanjutnya, hasil uji korelasi juga menunjukkan variabel kontrol *leverage* memiliki hubungan signifikan dengan biaya ekuitas pada tingkat 1%. Berdasarkan tabel 4.4, dapat dilihat bahwa variabel *leverage* berkorelasi positif terhadap biaya ekuitas. Hasil ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya, yaitu semakin tinggi nilai *leverage*, maka semakin besar risiko yang dihadapi perusahaan karena kemampuan untuk memenuhi seluruh kewajiban perusahaan akan berkurang. Dengan kata lain, *default risk* perusahaan akan semakin meningkat. Oleh karena itu, biaya ekuitas yang akan diterima oleh perusahaan menjadi lebih tinggi.

Beberapa variabel kontrol, yaitu *market to book ratio* dan kinerja perusahaan tidak menunjukkan hubungan yang signifikan dengan biaya ekuitas. Hasil ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya. Variabel kontrol berikutnya, yaitu *size* (ukuran perusahaan) memiliki hubungan yang signifikan dengan biaya ekuitas pada tingkat 1%. Uji korelasi juga menunjukkan bahwa variabel *size* berkorelasi negatif terhadap biaya ekuitas. Hasil ini sesuai dengan dugaan sebelumnya, yaitu semakin besar ukuran perusahaan, maka biaya ekuitas menjadi semakin rendah.

**Tabel 4.4**  
**Hasil Uji Korelasi Pearson Model Biaya Ekuitas**

		COE	CGI	FAM	INST	LEV	MTB	PERFORM	SIZE
COE	Pearson Correlation	1	-.074	.070	.024	.356(**)	.102	-.043	.208(**)
	Sig. (2-tailed)		.282	.310	.733	.000	.137	.536	.002
	N	213	213	213	213	213	213	213	213
CGI	Pearson Correlation	-.074	1	-.149(*)	-.285(**)	-.285(**)	.165(*)	.222(**)	.419(**)
	Sig. (2-tailed)	.282		.030	.000	.000	.016	.001	.000
	N	213	213	213	213	213	213	213	213
FAM	Pearson Correlation	.070	-.149(*)	1	-.561(**)	-.051	.212(**)	.022	-.008
	Sig. (2-tailed)	.310	.030		.000	.463	.002	.748	.910
	N	213	213	213	213	213	213	213	213
INST	Pearson Correlation	.024	-.285(**)	-.561(**)	1	.247(**)	-.154(*)	-.170(*)	-.129
	Sig. (2-tailed)	.733	.000	.000		.000	.024	.013	.060
	N	213	213	213	213	213	213	213	213
LEV	Pearson Correlation	.356(**)	-.285(**)	-.051	.247(**)	1	.223(**)	-.218(**)	.002
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.463	.000		.001	.001	.982
	N	213	213	213	213	213	213	213	213
MTB	Pearson Correlation	.102	.165(*)	.212(**)	-.154(*)	.223(**)	1	.408(**)	.358(**)
	Sig. (2-tailed)	.137	.016	.002	.024	.001		.000	.000
	N	213	213	213	213	213	213	213	213
PERFORM	Pearson Correlation	-.043	.222(**)	.022	-.170(*)	-.218(**)	.408(**)	1	.389(**)
	Sig. (2-tailed)	.536	.001	.748	.013	.001	.000		.000
	N	213	213	213	213	213	213	213	213
SIZE	Pearson Correlation	-.208(**)	.419(**)	-.008	-.129	.002	.358(**)	.389(**)	1
	Sig. (2-tailed)	.002	.000	.910	.060	.982	.000	.000	
	N	213	213	213	213	213	213	213	213

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed). \* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed). Sumber: SPSS 15



### 4.3.2 Biaya Utang

Hasil uji korelasi pada tabel 4.5 menunjukkan bahwa hanya variabel independen utama, yaitu *Corporate Governance Index* yang memiliki hubungan signifikan dengan biaya utang pada tingkat 1%. Sementara variabel utama lainnya, yaitu kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan biaya utang. Variabel *Corporate Governance Index* ditemukan berkorelasi negatif dengan biaya utang. Hasil ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya, yaitu praktek *Good Corporate Governance* yang diterapkan oleh perusahaan dapat mempengaruhi besarnya biaya utang. Dalam hal ini, semakin baik kualitas *corporate governance* suatu perusahaan, maka semakin kecil biaya utang yang akan ditanggung oleh perusahaan karena praktek *corporate governance* dipandang dapat membatasi perilaku oportunistik manajemen.

Hasil uji korelasi juga menunjukkan beberapa variabel kontrol, yaitu *leverage*, *market to book ratio*, dan *interest coverage ratio* tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan biaya utang. Variabel kontrol lainnya, yaitu kinerja perusahaan (ROA) memiliki hubungan yang signifikan dengan biaya utang pada tingkat 5%. Berdasarkan tabel 4.5, dapat dilihat bahwa variabel ini berkorelasi negatif terhadap biaya utang. Hasil ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya, yaitu semakin tinggi nilai ROA, maka perusahaan memiliki profitabilitas yang semakin besar. Hal ini mengindikasikan bahwa kemampuan perusahaan untuk melunasi seluruh kewajibannya di masa mendatang semakin meningkat. Oleh sebab itu, biaya utang yang diterima oleh perusahaan menjadi lebih rendah.

Selanjutnya, variabel kontrol *size* (ukuran perusahaan) memiliki hubungan signifikan yang negatif dengan biaya utang pada tingkat 1%. Hasil ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya, yaitu semakin besar total aset perusahaan, maka solvabilitas yang dimiliki oleh perusahaan semakin meningkat. Dengan kata lain, risiko yang dihadapi oleh kreditur bahwa perusahaan akan mengalami *default* akan berkurang sehingga biaya utang pun menjadi lebih rendah.

**Tabel 4.5**  
**Hasil Uji Korelasi Pearson Model Biaya Utang**

		COD	CGI	FAM	INST	LEV	MTB	PERFORM	INCR	SIZE
COD	Pearson Correlation	1	-.279(**)	.065	-.028	.060	-.061	-.149(*)	-.037	-.305(**)
	Sig. (2-tailed)		.000	.347	.684	.386	.375	.030	.588	.000
CGI	Pearson Correlation	-.279(**)	1	-.144(*)	-.256(**)	-.261(**)	.122	.243(**)	.188(**)	.457(**)
	Sig. (2-tailed)	.000		.036	.000	.000	.077	.000	.006	.000
FAM	Pearson Correlation	.065	-.144(*)	1	-.531(**)	.033	-.242(**)	-.002	.050	.012
	Sig. (2-tailed)	.347	.036		.000	.627	.000	.978	.468	.866
INST	Pearson Correlation	-.028	-.256(**)	-.531(**)	1	.187(**)	-.170(*)	-.133	-.184(**)	-.125
	Sig. (2-tailed)	.684	.000	.000		.006	.013	.053	.007	.070
LEV	Pearson Correlation	.060	-.261(**)	.033	.187(**)	1	.325(**)	-.173(*)	-.207(**)	.015
	Sig. (2-tailed)	.386	.000	.627	.006		.000	.011	.002	.827
MTB	Pearson Correlation	-.061	.122	.242(**)	-.170(*)	.325(**)	1	.257(**)	.164(*)	.280(**)
	Sig. (2-tailed)	.375	.077	.000	.013	.000		.000	.017	.000
PERFORM	Pearson Correlation	-.149(*)	.243(**)	-.002	-.133	-.173(*)	.257(**)	1	.596(**)	.331(**)
	Sig. (2-tailed)	.030	.000	.978	.053	.011	.000		.000	.000
INCR	Pearson Correlation	-.037	.188(**)	.050	-.184(**)	-.207(**)	.164(*)	.596(**)	1	.240(**)
	Sig. (2-tailed)	.588	.006	.468	.007	.002	.017	.000		.000
SIZE	Pearson Correlation	-.305(**)	.457(**)	.012	-.125	.015	.280(**)	.331(**)	.240(**)	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.866	.070	.827	.000	.000	.000	

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Sumber: SPSS 15

#### 4.4 Pengujian Model Penelitian

Dalam pemilihan model secara valid, dilakukan pengujian untuk menentukan metode mana yang paling tepat digunakan. Pemilihan ini bertujuan agar pendekatan yang dipilih relevan dengan tujuan penelitian dan karakteristik sampel yang digunakan sehingga proses estimasi memberikan hasil yang lebih tepat. Berikut ini akan dibahas pengujian model penelitian untuk biaya ekuitas dan biaya utang.

##### 4.4.1 Biaya Ekuitas

###### 4.4.1.1 *Chow Test*

Pengujian pertama untuk menentukan model penelitian biaya ekuitas adalah dengan *Chow Test* yang menggunakan *F statistic*. Tabel 4.6 di bawah ini menyajikan hasil pengujian *Chow Test* yang diperoleh dari pengolahan data dengan menggunakan Stata 11 (Lampiran 3).

**Tabel 4.6**  
**Hasil Pengujian *Chow Test***

Variabel Dependen	<i>F-stat</i>	Prob <i>F-stat</i>	Keputusan
COE	1.98	0.0003	Tolak $H_0$

Berdasarkan tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas *F-stat* lebih kecil dibandingkan dengan nilai  $\alpha = 5\%$ . Oleh karena itu, keputusan yang diambil adalah menolak  $H_0$  yang berarti model penelitian yang digunakan adalah *fixed effect*.

###### 4.4.1.2 *Hausman Test*

Pengujian berikutnya adalah *Hausman Test* yang digunakan untuk menentukan apakah model penelitian merupakan *fixed effect* atau *random effect*. Tabel 4.7 di bawah ini menyajikan hasil pengujian *Hausman Test* yang diperoleh dari pengolahan data dengan menggunakan Stata 11 (Lampiran 3).

**Tabel 4.7**  
**Hasil Pengujian *Hausman Test***

Variabel Dependen	<i>Chi-square</i>	Prob <i>Chi-square</i>	Keputusan
COE	4.30	0.6356	Tidak Tolak $H_0$

Berdasarkan tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas *Chi-square* lebih besar dibandingkan dengan nilai  $\alpha = 5\%$ . Oleh karena itu, keputusan yang diambil adalah tidak menolak  $H_0$  sehingga model penelitian yang digunakan merupakan *random effect*.

#### 4.4.1.3 *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM Test)*

Tujuan dari pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah varians dari residual pada *random effect* sama dengan nol atau berbeda signifikan dari nol. Tabel 4.8 di bawah ini menyajikan hasil pengujian *Lagrange Multiplier (LM) Test* yang diperoleh dari pengolahan data dengan menggunakan Stata 11 (Lampiran 3).

**Tabel 4.8**  
**Hasil Pengujian *Lagrange Multiplier (LM) Test***

Variabel Dependen	<i>Chi-square</i>	Prob <i>Chi-square</i>	Keputusan
COE	12.72	0.0004	Tolak $H_0$

Berdasarkan tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas *Chi-square* lebih kecil dibandingkan dengan nilai  $\alpha = 5\%$ . Oleh karena itu, keputusan yang diambil adalah menolak  $H_0$ . Dengan demikian, model penelitian yang digunakan merupakan *random effect*.

Dari hasil ketiga uji di atas, dapat disimpulkan bahwa model penelitian yang tepat untuk biaya ekuitas adalah *random effect* sehingga analisis untuk model ini akan menggunakan pendekatan *random effect*.

## 4.4.2 Biaya Utang

### 4.4.2.1 Chow Test

Pengujian pertama untuk menentukan model penelitian biaya utang adalah dengan *Chow Test* yang menggunakan *F statistic*. Tabel 4.9 di bawah ini menyajikan hasil pengujian *Chow Test* yang diperoleh dari pengolahan data dengan menggunakan Stata 11 (Lampiran 3).

**Tabel 4.9**  
**Hasil Pengujian *Chow Test***

Variabel Dependen	<i>F-stat</i>	Prob <i>F-stat</i>	Keputusan
COD	2.11	0.0001	Tolak $H_0$

Berdasarkan tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas *F-stat* lebih kecil dibandingkan dengan nilai  $\alpha = 5\%$ . Oleh karena itu, keputusan yang diambil adalah menolak  $H_0$  yang berarti model penelitian yang digunakan adalah *fixed effect*.

### 4.4.2.2 Hausman Test

Pengujian berikutnya adalah *Hausman Test* yang digunakan untuk menentukan apakah model penelitian merupakan *fixed effect* atau *random effect*. Tabel 4.10 di bawah ini menyajikan hasil pengujian *Hausman Test* yang diperoleh dari pengolahan data dengan menggunakan Stata 11 (Lampiran 3).

**Tabel 4.10**  
**Hasil Pengujian *Hausman Test***

Variabel Dependen	<i>Chi-square</i>	Prob <i>Chi-square</i>	Keputusan
COD	10.55	0.2287	Tidak Tolak $H_0$

Berdasarkan tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas *Chi-square* lebih besar dibandingkan dengan nilai  $\alpha = 5\%$ . Oleh karena itu, keputusan yang diambil adalah tidak menolak  $H_0$  sehingga model penelitian yang digunakan merupakan *random effect*.

#### 4.4.2.3 Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM Test)

Tujuan dari pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah varians dari residual pada *random effect* sama dengan nol atau berbeda signifikan dari nol. Tabel 4.11 di bawah ini menyajikan hasil pengujian *Lagrange Multiplier (LM) Test* yang diperoleh dari pengolahan data dengan menggunakan Stata 11 (Lampiran 3).

**Tabel 4.11**  
**Hasil Pengujian Lagrange Multiplier (LM) Test**

Variabel Dependen	<i>Chi-square</i>	Prob <i>Chi-square</i>	Keputusan
COD	11.74	0.0006	Tolak $H_0$

Berdasarkan tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas *Chi-square* lebih kecil dibandingkan dengan nilai  $\alpha = 5\%$ . Oleh karena itu, keputusan yang diambil adalah menolak  $H_0$ . Dengan demikian, model penelitian yang digunakan merupakan *random effect*.

Dari hasil ketiga uji di atas, dapat disimpulkan bahwa model penelitian yang tepat untuk biaya utang adalah *random effect* sehingga analisis untuk model ini akan menggunakan pendekatan *random effect*.

#### 4.5 Pengujian Asumsi Klasik

Berdasarkan hasil pengujian dalam menentukan model penelitian, diperoleh kesimpulan bahwa pendekatan yang digunakan adalah *random effect*, baik untuk model biaya ekuitas maupun biaya utang. Seperti yang telah dijelaskan di bab sebelumnya, kelebihan dari model dengan *random effect* adalah model ini diasumsikan telah bebas dari gejala heteroskedastisitas dan autokorelasi (Greene,

2003; Gujarati, 2009). Oleh sebab itu, uji asumsi klasik yang akan dilakukan dalam penelitian ini adalah uji multikolinearitas dan uji normalitas untuk kedua model.

#### 4.5.1 Biaya Ekuitas

##### 4.5.1.1 Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas dengan *correlation matrix*, seperti yang disajikan oleh tabel 4.12 di atas, menunjukkan bahwa ketiga variabel independen utama (CGI, FAM, dan INST) dan keempat variabel kontrol (LEV, MTB, PERFORM, dan SIZE) memiliki nilai korelasi antar masing-masing variabel kurang dari 0,8. Dengan demikian, variabel-variabel tersebut bebas dari masalah multikolinearitas.

**Tabel 4.12**  
**Hasil Uji Multikolinearitas dengan *Correlation Matrix***

	COE	CGI	FAM	INST	LEV	MTB	PERFORM	SIZE
COE	1							
CGI	-0.074	1						
FAM	0.070	-0.149	1					
INST	-0.024	-0.285	-0.561	1				
LEV	0.356	-0.285	-0.051	0.247	1			
MTB	0.103	0.165	0.212	-0.155	0.223	1		
PERFORM	-0.042	0.222	0.022	-0.170	-0.217	0.408	1	
SIZE	0.209	0.419	-0.008	-0.129	0.002	0.358	0.389	1

Selanjutnya, untuk lebih memastikan bahwa variabel-variabel independen di dalam penelitian ini tidak mengalami multikolinearitas, maka dilakukan pengujian lebih lanjut, yaitu dengan menghitung nilai VIF (*Variance Inflation Factor*). Berdasarkan tabel 4.13 di bawah ini, dapat dilihat bahwa ketiga variabel independen utama (CGI, FAM, dan INST) dan keempat variabel kontrol (LEV, MTB, PERFORM, dan SIZE) bebas dari multikolinearitas karena memiliki nilai VIF di bawah 10 dan nilai *tolerance* > 0,1.

**Tabel 4.13**  
**Hasil Uji Multikolinieritas dengan VIF**

Variabel	VIF	Tolerance
CGI	1.67	0.5987
FAM	1.85	0.5403
INST	1.89	0.5285
LEV	1.41	0.7088
MTB	1.59	0.6279
PERFORM	1.51	0.6629
SIZE	1.47	0.6819

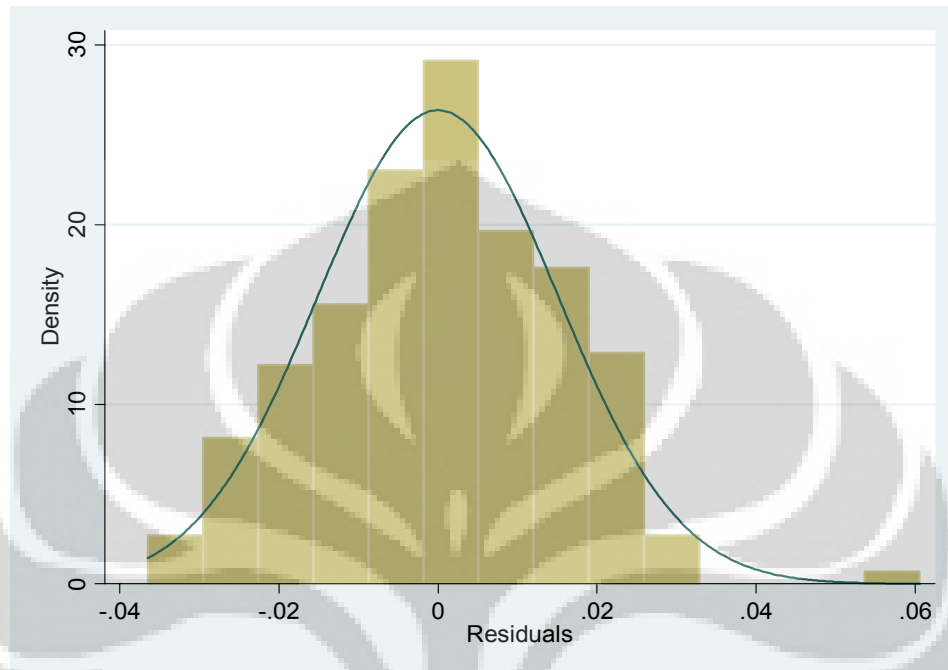
#### 4.5.1.2 Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel yang digunakan di dalam penelitian terdistribusi secara normal. Pengujian ini dapat dilakukan dengan melihat *histogram error* yang dihasilkan oleh output Stata 11. Hasil uji normalitas tersebut dapat dilihat pada gambar 4.1.

Berdasarkan *histogram error* di bawah ini, dapat dilihat bahwa penyebaran variabel-variabel dalam penelitian mengikuti grafik normalitas. Oleh karena itu, maka model penelitian yang digunakan memenuhi asumsi normalitas dimana variabel dependen (biaya ekuitas) dan variabel independen (CGI, FAM, INST, LEV, MTB, PERFORM, dan SIZE) terdistribusi secara normal.



**Gambar 4.1**  
**Hasil Uji Normalitas**



## 4.5.2 Biaya Utang

### 4.5.2.1 Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas dengan *correlation matrix*, seperti yang disajikan oleh tabel 4.14 di atas, menunjukkan bahwa ketiga variabel independen utama (CGI, FAM, dan INST) dan kelima variabel kontrol (LEV, MTB, PERFORM, INCR, dan SIZE) memiliki nilai korelasi antar masing-masing variabel kurang dari 0,8. Dengan demikian, variabel-variabel tersebut bebas dari masalah multikolinearitas.

**Tabel 4.14**  
**Hasil Uji Multikolinearitas dengan *Correlation Matrix***

	COD	CGI	FAM	INST	LEV	MTB	PERFORM	INCR	SIZE
COD	1								
CGI	-0.279	1							
FAM	0.065	-0.144	1						
INST	-0.028	-0.256	-0.531	1					
LEV	0.060	-0.261	0.034	0.187	1				
MTB	-0.061	0.122	0.242	-0.170	0.325	1			
PERFORM	-0.148	0.244	-0.002	-0.132	-0.173	0.257	1		
INCR	-0.037	0.188	0.012	-0.184	-0.207	0.164	0.596	1	
SIZE	-0.305	0.457	0.050	-0.125	0.015	0.280	0.331	0.240	1

Selanjutnya, untuk lebih memastikan bahwa variabel-variabel independen di dalam penelitian ini tidak mengalami multikolinearitas, maka dilakukan pengujian lebih lanjut, yaitu dengan menghitung nilai VIF (*Variance Inflation Factor*). Berdasarkan tabel 4.15 di bawah ini, dapat dilihat bahwa ketiga variabel independen utama (CGI, FAM, dan INST) dan kelima variabel kontrol (LEV, MTB, PERFORM, INCR, dan SIZE) bebas dari multikolinearitas karena memiliki nilai VIF di bawah 10 dan nilai *tolerance* > 0,1.

**Tabel 4.15**  
**Hasil Uji Multikolinearitas dengan VIF**

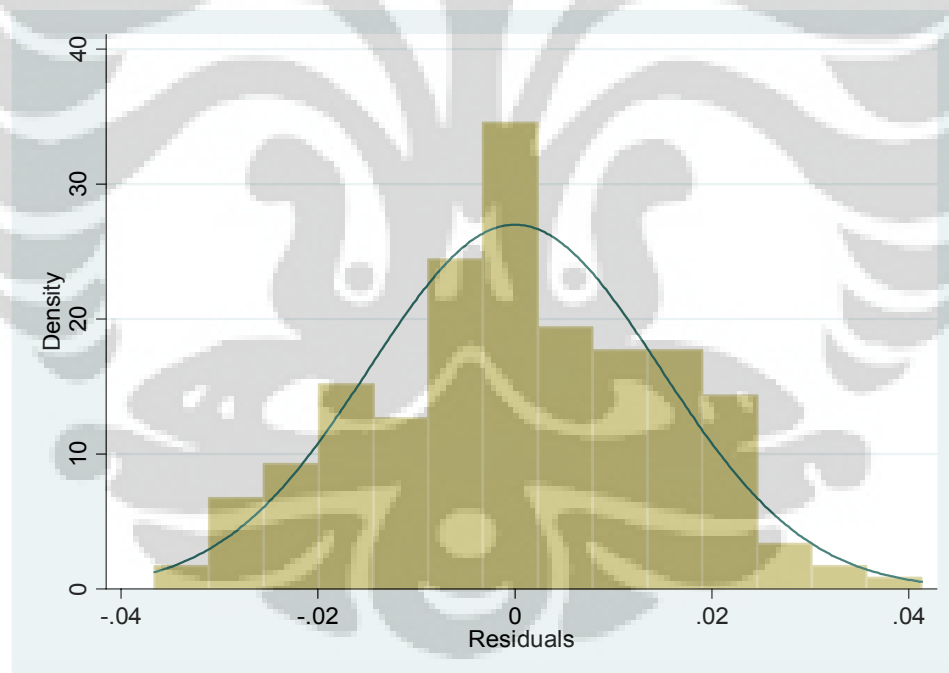
Variabel	VIF	Tolerance
CGI	1.63	0.6137
FAM	1.68	0.5969
INST	1.72	0.5818
LEV	1.41	0.7111
MTB	1.44	0.6931
PERFORM	1.74	0.5763
INCR	1.61	0.6226
SIZE	1.44	0.6928

#### 4.5.2.2 Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel yang digunakan di dalam penelitian terdistribusi secara normal. Pengujian ini dapat dilakukan dengan melihat *histogram error* yang dihasilkan oleh output Stata 11. Hasil uji normalitas tersebut dapat dilihat pada gambar 4.2.

Berdasarkan *histogram error* di bawah ini, dapat dilihat bahwa penyebaran variabel-variabel dalam penelitian mengikuti grafik normalitas. Oleh karena itu, maka model penelitian yang digunakan memenuhi asumsi normalitas dimana variabel dependen (biaya utang) dan variabel independen (CGI, FAM, INST, LEV, MTB, PERFORM, INCR, dan SIZE) terdistribusi secara normal.

**Gambar 4.2**  
**Hasil Uji Normalitas**



## 4.6 Pengujian Hipotesis

### 4.6.1 Biaya Ekuitas

Tabel 4.16 berikut ini adalah hasil uji regresi dari variabel-variabel yang digunakan dalam model penelitian pertama, yaitu biaya ekuitas dengan menggunakan *random effect method* (Lampiran 4).

**Tabel 4.16**  
**Hasil Regresi Model Biaya Ekuitas dengan *Random Effect Method***

$COE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1CGI_{i,t} + \beta_2FAM_{i,t} + \beta_3INST_{i,t} + \beta_4LEV_{i,t} + \beta_5MTB_{i,t} + \beta_6PERFORM_{i,t} + \beta_7SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
Variable	Predicted Sign	Coefficient	t-Statistic	Prob.
CGI	-	-0.114433	-2.47	0.008**
FAM	+	0.016131	1.90	0.038*
INST	-	-0.006456	-0.36	0.344
LEV	+	0.009070	1.85	0.040*
MTB	-	-0.004016	-1.67	0.048*
PERFORM	-	-0.021236	-0.49	0.293
SIZE	-	-0.008413	-2.97	0.002**
C		0.058552	0.72	0.247
F-statistic		5.249136	R-squared	0.1873
Prob (F-statistic)		0.000016	Adjusted R <sup>2</sup>	0.1596
Keterangan: CGI = <i>Corporate Governance Index</i> ; FAM = persentase kepemilikan keluarga; INST = persentase kepemilikan institusional; LEV = <i>leverage (debt to equity ratio)</i> ; MTB = <i>market to book ratio</i> ; PERFORM = kinerja perusahaan ( <i>Return on Assets</i> ); SIZE = ukuran perusahaan (logaritma natural total aset). ** Signifikan di tingkat 1% * Signifikan di tingkat 5%				

#### 4.6.1.1 Uji Signifikansi Model (*F-test*)

Berdasarkan tabel 4.16, dapat dilihat bahwa nilai *Prob (F-statistic)* untuk model biaya ekuitas adalah 0,000016. Hasil ini menunjukkan nilai signifikansi model lebih rendah dari  $\alpha = 5\%$ , yang berarti tolak  $H_0$ . Dengan kata lain, variabel-variabel independen dalam model penelitian ini secara keseluruhan berpengaruh terhadap variabel dependen, yaitu biaya ekuitas dengan tingkat keyakinan sebesar 95%. Oleh karena itu, model penelitian ini dapat diterima secara statistik.

#### 4.6.1.2 Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R<sup>2</sup>*)

Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* untuk model penelitian kedua ini adalah 15,96%. Hasil ini menunjukkan bahwa 15,96% variasi pada variabel dependen, yaitu biaya ekuitas (COE) dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen, yaitu CGI, FAM, INST, LEV, MTB, PERFORM, dan SIZE. Dengan demikian, sebesar 84,04% variasi pada biaya ekuitas (COE) dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diidentifikasi dalam model penelitian ini.

#### 4.6.1.3 Uji Signifikansi Parsial (*t-test*)

##### ***Corporate Governance Index (CGI)***

Dalam bab 2, diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

**H1a: *Corporate governance index* berpengaruh negatif terhadap biaya ekuitas**

Hipotesis ini menyatakan bahwa penerapan praktek *corporate governance* yang diukur dengan *corporate governance index* memiliki pengaruh negatif terhadap biaya ekuitas yang ditanggung oleh perusahaan. Hasil pengujian di tabel 4.16 menunjukkan tingkat signifikansi variabel *corporate governance index* adalah 0,008 dengan nilai koefisien sebesar -0,114433. Hal ini berarti bahwa variabel *corporate governance index* berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya ekuitas pada tingkat signifikansi 1%. Dengan demikian, hasil pengujian di atas mendukung hipotesis yang diajukan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Derwall dan Verwijmeren (2007), Byun *et al.* (2008), dan Chen *et al.* (2009) yang menunjukkan bahwa praktek *corporate governance* memiliki hubungan negatif

dengan biaya ekuitas. Dalam hal ini, perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang lebih baik memiliki biaya ekuitas yang lebih rendah. Penerapan *good corporate governance* diyakini dapat mengurangi *agency problem* dan risiko asimetri informasi yang kerap terjadi antara perusahaan dengan pemegang saham. Penelitian-penelitian sebelumnya juga menyatakan bahwa penerapan *good corporate governance* dapat meningkatkan kepercayaan para investor karena dianggap mampu memberikan perlindungan yang efektif terhadap investor dalam memperoleh kembali investasinya dengan wajar. Dengan demikian, *corporate governance* merupakan salah satu faktor penting yang dipertimbangkan oleh investor dalam keputusan investasinya.

### **Kepemilikan Keluarga (FAM)**

Dalam bab 2, diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

#### **H2a: Kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap biaya ekuitas**

Hipotesis ini menyatakan bahwa kepemilikan keluarga yang diukur dengan persentase atau proporsi kepemilikan keluarga dalam perusahaan berpengaruh positif terhadap biaya ekuitas. Hasil pengujian di tabel 4.16 menunjukkan tingkat signifikansi variabel kepemilikan keluarga adalah 0,038 dengan nilai koefisien sebesar 0,016131. Hal ini berarti bahwa variabel kepemilikan keluarga memiliki pengaruh signifikan positif terhadap biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan pada tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian, hasil pengujian di atas membuktikan hipotesis yang diajukan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Yao dan Sun (2008) yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga memiliki biaya ekuitas yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya. Hal ini dapat disebabkan karena pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga, terjadi *agency problem* dalam bentuk lain, yaitu antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham mayoritas memberikan insentif yang besar untuk meningkatkan keuntungan pribadi pada beban yang ditanggung oleh pemegang saham minoritas. Sebagai akibatnya, investor menginginkan *return* yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko tersebut.

Claessens *et al.* (2000) juga menyatakan bahwa *excess control* hampir sebagian besar ditemukan pada perusahaan yang dimiliki oleh keluarga. *Excess control* ini menciptakan peluang besar akan terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas oleh pemegang saham mayoritas. Oleh karena itu, hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Guedhami dan Mishra (2006) yang membuktikan bahwa *excess control* memiliki hubungan positif dengan biaya ekuitas karena terdapat risiko ekspropriasi. Adanya pemikiran bahwa *agency problem* yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham dapat berkurang pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga ternyata tidak terbukti dalam penelitian ini. Sebaliknya, investor memandang perusahaan dengan kepemilikan keluarga memiliki risiko yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan non-keluarga sehingga biaya ekuitas yang ditanggung oleh perusahaan pun menjadi lebih tinggi.

### **Kepemilikan Institusional (INST)**

Dalam bab 2, diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

#### **H3a: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap biaya ekuitas**

Hipotesis ini menyatakan bahwa kepemilikan institusional yang diukur dengan persentase kepemilikan institusional dalam struktur saham perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap biaya ekuitas. Hasil pengujian di tabel 4.16 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya ekuitas perusahaan pada tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian, hasil pengujian di atas tidak membuktikan hipotesis yang diajukan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Collins dan Huang (2010) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berdampak negatif terhadap biaya ekuitas perusahaan. Menurut Collins dan Huang (2010), tindakan pengawasan yang dilakukan oleh pihak institusional dapat membatasi perilaku oportunistik manajemen sehingga menyebabkan biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan menjadi lebih rendah. Namun, pernyataan tersebut tidak terbukti dalam penelitian ini. Hal ini dapat mengindikasikan bahwa pihak institusional dianggap belum mampu melakukan *monitoring* secara efektif

terhadap manajemen perusahaan sesuai dengan harapan investor. Rata-rata kepemilikan institusional yang masih relatif kecil bila dibandingkan dengan kepemilikan keluarga juga mungkin menyebabkan kepemilikan institusional belum dapat memberikan pengaruh yang signifikan terhadap biaya ekuitas perusahaan. Selain itu, terdapat kemungkinan bahwa pihak institusional tidak melakukan tindakan pengawasan karena tindakan tersebut membutuhkan biaya yang cukup besar (Ashbaugh *et al.*, 2004). Dengan demikian, besar kecilnya proporsi kepemilikan institusional dalam struktur saham perusahaan tidak mempengaruhi keputusan investor ketika menentukan biaya ekuitas perusahaan.

### **Variabel Kontrol**

Variabel kontrol yang pertama dalam model penelitian ini adalah *leverage*. Indikator yang digunakan untuk mengukur variabel *leverage*, yaitu rasio total utang terhadap total ekuitas perusahaan pada akhir tahun (*debt to equity ratio*). Hasil pengujian di tabel 4.16 menunjukkan bahwa variabel *leverage* berpengaruh signifikan positif terhadap biaya ekuitas. Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya. Dalam penelitian ini, *leverage* merupakan indikator untuk mengukur risiko perusahaan. Nilai *leverage* yang tinggi meningkatkan risiko bagi calon investor dan pemegang saham. Hal ini dikarenakan semakin tinggi nilai *leverage* perusahaan, maka *default risk*, yaitu ketidakmampuan perusahaan untuk melunasi seluruh kewajibannya, akan semakin meningkat. Oleh sebab itu, investor akan meminta tambahan *return* yang berupa kenaikan biaya ekuitas bagi perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Guedhami dan Mishra (2006), Byun *et al.* (2008), serta Collins dan Huang (2010).

Selanjutnya, variabel *market to book ratio* menunjukkan pengaruh yang signifikan negatif terhadap biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan. Dengan demikian, hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya. *Market to book ratio* dalam penelitian ini digunakan sebagai indikator untuk mengukur *growth* perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Guedhami dan Mishra (2006) serta Attig *et al.* (2008). Menurut Guedhami dan Mishra (2006), perusahaan dengan *investment opportunity* yang lebih besar cenderung memiliki *market to book value* yang tinggi. Lebih lanjut, perusahaan



yang memiliki *market to book value* yang tinggi mengindikasikan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan di masa mendatang semakin besar. Hal ini menyebabkan perusahaan dianggap mampu memberikan *return* yang lebih pasti sehingga investor akan memiliki *required rate of return* yang lebih rendah.

Variabel kontrol berikutnya, yaitu kinerja perusahaan yang diukur dengan *Return on Assets* (ROA) terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya ekuitas. Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya. Semakin tinggi nilai ROA, maka semakin besar profitabilitas yang dimiliki oleh perusahaan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Francis *et al.* (2005) dan Byun *et al.* (2008) yang menunjukkan bahwa ROA berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya ekuitas perusahaan. Hal ini dapat disebabkan karena adanya kemungkinan motif spekulasi oleh para investor yang tidak menitikberatkan pada kelangsungan bisnis perusahaan dalam jangka panjang sehingga mengesampingkan faktor ROA dalam penentuan biaya ekuitas yang akan diterima oleh perusahaan. Oleh karena itu, besarnya nilai ROA yang dimiliki oleh perusahaan tidak mempengaruhi pengambilan keputusan para investor.

Hasil pengujian di tabel 4.16 menunjukkan bahwa variabel *size* yang diukur dengan logaritma natural total aset berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya ekuitas perusahaan. Hasil ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya. Perusahaan dengan total aset yang lebih besar diperkirakan memiliki risiko yang lebih rendah dan solvabilitas yang lebih tinggi sehingga perusahaan dianggap mampu memberikan kepastian *return* kepada investor di masa mendatang. Hal ini menyebabkan investor akan meminta *required rate of return* yang lebih rendah dan menurunkan biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Francis *et al.* (2005) dan Byun *et al.* (2008).

#### 4.6.2 Biaya Utang

Tabel 4.17 berikut ini adalah hasil uji regresi dari variabel-variabel yang digunakan dalam model penelitian kedua, yaitu biaya utang dengan menggunakan *random effect method* (Lampiran 4).

**Tabel 4.17**  
**Hasil Regresi Model Biaya Utang dengan *Random Effect Method***

Variable	Predicted Sign	Coefficient	t-Statistic	Prob.
CGI	-	-0.068507	-2.87	0.004**
FAM	+	-0.004678	-0.84	0.103
INST	-	-0.012273	-1.68	0.048*
LEV	+	0.000203	2.04	0.035*
MTB	-	0.000335	0.52	0.281
PERFORM	-	-0.011290	-0.61	0.207
INCR	-	-0.000049	-1.77	0.043*
SIZE	-	-0.002285	-2.29	0.011*
C		0.226005	8.72	0.000
F-statistic		2.474719	R-squared	0.1744
Prob (F-statistic)		0.000002	Adjusted R <sup>2</sup>	0.1438
Keterangan: CGI = <i>Corporate Governance Index</i> ; FAM = persentase kepemilikan keluarga; INST = persentase kepemilikan institusional; LEV = <i>leverage (debt to equity ratio)</i> ; MTB = <i>market to book ratio</i> ; PERFORM = kinerja perusahaan ( <i>Return on Assets</i> ); INCR = <i>interest coverage ratio</i> ; SIZE = ukuran perusahaan (logaritma natural total aset). ** Signifikan di tingkat 1% * Signifikan di tingkat 5%				

#### 4.6.2.1 Uji Signifikansi Model (*F-test*)

Berdasarkan tabel 4.17, dapat dilihat bahwa nilai *Prob (F-statistic)* untuk model biaya utang adalah 0,000002. Hasil ini menunjukkan nilai signifikansi model lebih rendah dari  $\alpha = 5\%$ , yang berarti tolak  $H_0$ . Dengan kata lain, variabel-variabel independen dalam model penelitian ini secara keseluruhan berpengaruh terhadap variabel dependen, yaitu biaya utang dengan tingkat keyakinan sebesar 95%. Oleh karena itu, model penelitian ini dapat diterima secara statistik.

#### 4.6.2.2 Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R<sup>2</sup>*)

Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* untuk model penelitian kedua ini adalah 14,38%. Hasil ini menunjukkan bahwa 14,38% variasi pada variabel dependen, yaitu biaya utang (COD) dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen, yaitu CGI, FAM, INST, LEV, MTB, PERFORM, INCR, dan SIZE. Dengan demikian, sebesar 85,62% variasi pada biaya utang (COD) dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diidentifikasi dalam model penelitian ini.

#### 4.6.2.3 Uji Signifikansi Parsial (*t-test*)

##### *Corporate Governance Index (CGI)*

Dalam bab 2, diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

##### **H1b: *Corporate governance index* berpengaruh negatif terhadap biaya utang**

Hipotesis ini menyatakan bahwa penerapan praktek *corporate governance* yang diukur dengan *corporate governance index* memiliki pengaruh negatif terhadap biaya utang yang diterima oleh perusahaan. Hasil pengujian di tabel 4.17 menunjukkan bahwa variabel *corporate governance index* berpengaruh signifikan negatif terhadap *cost of debt* pada tingkat signifikansi 1%. Dengan demikian, hasil pengujian di atas mendukung hipotesis yang diajukan.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003), Chen dan Jian (2006), serta Piot dan Missonier-Piera (2007) yang menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* memiliki pengaruh negatif terhadap *cost of debt*. Dalam hal ini, *corporate governance* dipandang sebagai mekanisme yang dapat digunakan untuk mengurangi potensi *conflict of*

*interest* antara manajemen dan pihak kreditur dengan meningkatkan pemantauan terhadap tindakan manajemen dan mengurangi risiko *misallocation of funds* yang ditanggung oleh kreditur. Penelitian-penelitian sebelumnya juga menyatakan bahwa mekanisme *corporate governance* yang efektif adalah salah satu indikator penting yang sangat dipertimbangkan oleh kreditur ketika menentukan *risk premium* perusahaan. Dengan demikian, *corporate governance* merupakan faktor yang tidak dapat diabaikan dalam pengambilan keputusan kreditur. Hal ini disebabkan praktek *corporate governance* diyakini sebagai alat penjamin bagi kreditur bahwa dana yang diberikan kepada perusahaan dikelola dengan baik dan bertanggung jawab untuk melindungi kepentingan kreditur. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, hasil pengujian hipotesis ini dapat dikatakan mendukung pernyataan-pernyataan tersebut.

### **Kepemilikan Keluarga (FAM)**

Dalam bab 2, diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

#### **H2b: Kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap biaya utang**

Hipotesis ini menyatakan bahwa kepemilikan keluarga yang diukur dengan persentase atau proporsi kepemilikan keluarga dalam perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap biaya utang. Berdasarkan hasil pengujian di tabel 4.17, dapat dilihat bahwa variabel kepemilikan keluarga tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya utang yang diterima oleh perusahaan pada tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian, hasil pengujian di atas tidak membuktikan hipotesis yang diajukan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Boubakri dan Ghouma (2010) yang menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh signifikan positif terhadap biaya utang yang diukur dengan *bond yield-spreads*. Boubakri dan Ghouma (2010) menyatakan bahwa ketika perusahaan dimiliki secara mayoritas oleh keluarga tertentu, mereka cenderung menggunakan kontrol yang dimiliki untuk merugikan pihak kreditur (*debtholders*) sehingga pihak kreditur mengantisipasi risiko tersebut dengan biaya utang yang lebih tinggi. Namun, hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ayub (2008) yang menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan keluarga tidak

berpengaruh signifikan terhadap biaya utang. Hal ini mengindikasikan bahwa pihak kreditur cenderung untuk tidak memperhatikan proporsi kepemilikan keluarga dalam menentukan biaya utang yang akan ditanggung oleh perusahaan. Dengan kata lain, besar kecilnya proporsi kepemilikan keluarga tidak menggambarkan suatu risiko tertentu atau munculnya *agency problem* baru dalam perusahaan. Hal ini juga dapat disebabkan karena *Agency Problem* tipe I, yaitu *agency problem* antara manajer dengan pemegang saham dapat berkurang pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga, walaupun terdapat kemungkinan terjadi *Agency Problem* tipe II, yaitu antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Sebagai hasilnya, kepemilikan keluarga dalam perusahaan tidak terlalu mempengaruhi pengambilan keputusan kreditur dalam menentukan besarnya biaya utang perusahaan.

Hasil pengujian ini juga berbeda dengan hasil pada model biaya ekuitas yang menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh signifikan positif terhadap biaya ekuitas perusahaan. Kemungkinan penyebab dari pengaruh yang berbeda ini adalah *agency problem* yang terjadi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas dalam perusahaan dengan kepemilikan keluarga memberikan risiko yang lebih besar kepada investor dibandingkan kreditur. Hal ini berarti bahwa potensi kerugian yang akan ditanggung oleh investor pun lebih besar daripada kreditur sehingga kepemilikan keluarga dalam perusahaan memberikan pengaruh signifikan positif terhadap biaya ekuitas.

### **Kepemilikan Institusional (INST)**

Dalam bab 2, diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

#### **H3b: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap biaya utang**

Hipotesis ini menyatakan bahwa kepemilikan institusional yang diukur dengan persentase atau proporsi kepemilikan institusional dalam struktur saham perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap biaya utang. Hasil uji di tabel 4.17 menunjukkan tingkat signifikansi variabel kepemilikan institusional adalah 0,048 dengan nilai koefisien sebesar -0,012273. Hal ini berarti bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya utang yang diterima oleh perusahaan pada tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian,

hasil pengujian di atas membuktikan hipotesis yang diajukan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003), Piot dan Missonier-Piera (2007), Roberts dan Yuan (2009), Elyasiani *et al.* (2010), serta Shuto dan Kitagawa (2010). Walaupun penelitian-penelitian tersebut menggunakan pengukuran yang berbeda, namun memberikan hasil yang sama, yaitu kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya utang yang ditanggung oleh perusahaan. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian serupa di Indonesia yang dilakukan oleh Juniarti dan Sentosa (2009) serta Koesnadi (2010) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya utang. Hal ini dikarenakan pihak investor institusional diyakini memiliki kemampuan yang lebih baik untuk memonitor tindakan manajemen dibandingkan dengan investor individual. Selain itu, pihak institusional, yang umumnya berperan sebagai fidusiari, memiliki insentif yang lebih besar untuk melakukan pengawasan yang lebih ketat terhadap pihak manajemen dan kebijakan perusahaan. Adanya *monitoring* yang efektif oleh pihak institusional dapat mengurangi perilaku oportunistik manajemen sehingga menyebabkan risiko perusahaan menjadi lebih kecil dan *return* yang diinginkan oleh kreditur pun menjadi lebih rendah. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa hasil pengujian hipotesis ini mendukung pernyataan-pernyataan tersebut.

Hasil tersebut berbeda dengan hasil pengujian pada model biaya ekuitas, yaitu kepemilikan institusional menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan terhadap biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan. Perbedaan pengaruh ini mungkin disebabkan karena mayoritas jenis perusahaan publik di Indonesia masih merupakan perusahaan milik keluarga sehingga adanya *monitoring* oleh pihak institusional cenderung tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan investor dalam menentukan biaya ekuitas. Di sisi lain, sebagian besar investor institusional pada umumnya juga merupakan perusahaan kreditur sehingga memiliki persepsi yang sama dengan kreditur yang memberikan pinjaman kepada perusahaan. Oleh karena itu, pihak kreditur cenderung lebih mempertimbangkan *monitoring* yang dilakukan oleh investor institusional ketika menentukan besarnya biaya utang perusahaan.

### Variabel Kontrol

Variabel kontrol *leverage* yang diukur dengan *debt to equity ratio* berpengaruh signifikan positif terhadap biaya utang pada tingkat signifikansi 5%. Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya. Dalam hal ini, semakin besar tingkat *leverage* perusahaan, maka risiko yang dimiliki oleh perusahaan juga semakin meningkat. Risiko ini berhubungan erat dengan *default risk*, yaitu ketidakmampuan perusahaan untuk melunasi seluruh kewajibannya. Dengan kata lain, *leverage* yang tinggi juga meningkatkan risiko kreditur. Oleh karena itu, kreditur akan menginginkan *return* yang lebih besar sehingga menaikkan biaya utang yang diterima oleh perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Roberts dan Yuan (2009), Elyasiani *et al.* (2010), serta Shuto dan Kitagawa (2010).

Variabel *market to book ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya utang perusahaan. Dengan demikian, hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya. *Market to book ratio* digunakan sebagai indikator pertumbuhan perusahaan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Jian (2006) serta Roberts dan Yuan (2009) yang menyatakan bahwa *market to book ratio* memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap besarnya biaya utang. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki *market to book value* yang tinggi memberikan prospek pertumbuhan yang positif di masa depan. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *market to book ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya utang yang ditanggung oleh perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa *market to book value* cenderung bukan merupakan indikator yang digunakan oleh kreditur dalam mengukur pertumbuhan perusahaan ketika menentukan besarnya biaya utang dan terdapat kemungkinan adanya indikator lain yang digunakan oleh pihak kreditur untuk mengukur pertumbuhan perusahaan.

Hasil pengujian di tabel 4.17 menunjukkan bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan variabel ROA tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap biaya utang yang diterima oleh perusahaan. Dengan kata lain, hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya. *Return on Assets* (ROA) digunakan sebagai parameter kinerja manajemen dalam menghasilkan laba dengan utilisasi aset yang

dimiliki oleh perusahaan. Semakin besar nilai ROA, maka mengindikasikan profitabilitas dan produktivitas aset perusahaan yang lebih tinggi. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003) serta Chen dan Jian (2006) yang membuktikan bahwa ROA berpengaruh signifikan negatif terhadap besarnya biaya utang. Hal ini dapat disebabkan karena adanya kemungkinan tidak semua pihak kreditur di Indonesia memperhatikan ROA dalam menentukan biaya utang yang akan ditanggung oleh perusahaan. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki nilai ROA yang tinggi ataupun rendah bukan merupakan faktor utama dalam menentukan besarnya biaya utang perusahaan. Selain itu, hasil di tabel 4.17 juga menunjukkan bahwa variabel *leverage* dan *interest coverage ratio* berpengaruh signifikan terhadap biaya utang sehingga terdapat kemungkinan bahwa kreditur lebih mempertimbangkan kemampuan perusahaan dalam melunasi seluruh kewajibannya dibandingkan dengan profitabilitas perusahaan. Oleh karena itu, profitabilitas suatu perusahaan tidak berpengaruh terhadap biaya utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Habibie (2005).

Berdasarkan hasil pengujian di tabel 4.17, variabel *interest coverage ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya utang perusahaan pada tingkat signifikansi 5%. Hasil ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya. *Interest coverage ratio* digunakan sebagai ukuran dari solvabilitas perusahaan. Pengaruh yang negatif dari *solvency ratio* terhadap biaya utang menunjukkan bahwa solvabilitas perusahaan yang meningkat menyebabkan biaya utang yang semakin rendah. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Jian (2006), Sheila (2010), serta Shuto dan Kitagawa (2010). Hal ini dikarenakan *interest coverage ratio* yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya semakin meningkat sehingga *default risk* perusahaan menjadi lebih kecil.

Variabel kontrol berikutnya, yaitu *size* (ukuran perusahaan) menunjukkan pengaruh signifikan negatif terhadap biaya utang yang diterima oleh perusahaan. Dengan demikian, hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya. Semakin besar total aset yang dimiliki oleh perusahaan, maka diharapkan perusahaan memiliki kemampuan yang lebih besar untuk melunasi seluruh



kewajibannya di masa mendatang sehingga risiko perusahaan mengalami *default* akan menurun. Sebagai hasilnya, biaya utang yang ditanggung oleh perusahaan pun menjadi lebih rendah. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003), Chen dan Jian (2006), serta Shuto dan Kitagawa (2010).

#### 4.7 Analisis Sensitivitas

Dalam bagian ini akan dilakukan pengujian sensitivitas dengan mengubah operasionalisasi pada variabel independen utama, yaitu kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional. Tujuan analisis sensitivitas ini ialah untuk melihat apakah ada tidaknya pengaruh yang signifikan dalam kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional turut mempengaruhi biaya ekuitas dan biaya utang diterima oleh perusahaan.

Variabel kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional dalam analisis ini diukur dengan variabel *dummy*, yaitu 1 untuk perusahaan dengan kepemilikan keluarga (kepemilikan institusional) 20% atau lebih dan 0 untuk perusahaan dengan kepemilikan keluarga (kepemilikan institusional) kurang dari 20%. Ukuran ini mengacu pada PSAK 15 (revisi 2009) dimana investor yang memiliki, secara langsung maupun tidak langsung, 20% atau lebih hak suara *investee*, dianggap telah memiliki pengaruh signifikan, dan sebaliknya. Hal ini berbeda dengan pengujian hipotesis dimana variabel kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional diproksikan sebagai persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh keluarga atau institusional. Dengan kata lain, dalam pengujian hipotesis tidak memperhatikan apakah keluarga atau institusional memiliki pengaruh signifikan atau tidak terhadap perusahaan. Oleh karena itu, dilakukan analisis sensitivitas untuk memberikan gambaran yang lebih jelas.

Berikut ini akan dibahas hasil dari pengujian sensitivitas untuk model biaya ekuitas dan biaya utang.

#### 4.7.1 Biaya Ekuitas

Analisis sensitivitas pertama menguji apakah variabel kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional memberikan pengaruh yang sama terhadap biaya ekuitas dengan mengubah proksi dari kedua variabel tersebut menjadi variabel *dummy*. Tabel 4.18 di bawah ini menyajikan hasil dari pengujian sensitivitas untuk model biaya ekuitas (Lampiran 5).

**Tabel 4.18**  
**Hasil Pengujian Sensitivitas Model Biaya Ekuitas**

Variable	Predicted Sign	Coefficient	t-Statistic	Prob.
CGI	-	-0.053484	-2.13	0.012*
FAM	+	0.007486	1.84	0.040*
INST	-	-0.006488	-0.73	0.185
LEV	+	0.008802	2.01	0.037*
MTB	-	-0.003634	-1.79	0.042*
PERFORM	-	-0.009771	-0.65	0.202
SIZE	-	-0.008193	-2.88	0.004**
C		0.041890	0.54	0.276
F-statistic		5.141058	R-squared	0.1807
Prob (F-statistic)		0.000021	Adjusted R <sup>2</sup>	0.1528
Keterangan: CGI = <i>Corporate Governance Index</i> ; FAM = 1 untuk kepemilikan keluarga 20% atau lebih dan 0 untuk kepemilikan keluarga kurang dari 20%; INST = 1 untuk kepemilikan institusional 20% atau lebih dan 0 untuk kepemilikan institusional kurang dari 20%; LEV = <i>leverage (debt to equity ratio)</i> ; MTB = <i>market to book ratio</i> ; PERFORM = kinerja perusahaan ( <i>Return on Assets</i> ); SIZE = ukuran perusahaan (logaritma natural total aset). ** Signifikan di tingkat 1% * Signifikan di tingkat 5%				

Berdasarkan hasil yang tertera di atas, model penelitian ini menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,000021 yang berarti bahwa seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen, yaitu biaya ekuitas. Nilai *adjusted R*<sup>2</sup> untuk model ini adalah 15,28%, lebih rendah bila dibandingkan dengan model sebelumnya pada pengujian hipotesis. Hasil ini

menunjukkan bahwa 15,28% variasi pada variabel dependen, yaitu biaya ekuitas (COE) dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen dalam penelitian ini.

Selanjutnya, dalam tabel 4.18 dapat dilihat bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh signifikan positif terhadap biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan. Dengan kata lain, hasil uji sensitivitas ini mengindikasikan bahwa adanya pengaruh yang signifikan dalam kepemilikan keluarga menyebabkan biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan menjadi lebih tinggi. Hasil ini mendukung analisis pada pengujian hipotesis.

Hasil pengujian sensitivitas juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap biaya ekuitas. Dengan demikian, hasil ini memperkuat analisis sebelumnya pada pengujian hipotesis yang memberikan kesimpulan yang sama. Hal ini berarti bahwa kepemilikan institusional terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap besarnya biaya ekuitas perusahaan. Kemungkinan penyebabnya adalah tindakan pengawasan yang dilakukan oleh pihak institusional belum cukup efektif untuk mengurangi *agency problem* dan risiko-risiko yang dihadapi oleh investor sehingga kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap biaya ekuitas.

Variabel utama lainnya, yaitu *corporate governance index* menunjukkan hasil yang sama, yaitu berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan. Selain itu, variabel-variabel kontrol, seperti *leverage*, *market to book ratio*, dan *size* (ukuran perusahaan) tetap memberikan pengaruh yang sama, seperti pada hasil pengujian hipotesis, sedangkan kinerja perusahaan (ROA) tetap tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap biaya ekuitas.

#### **4.7.2 Biaya Utang**

Analisis sensitivitas kedua menguji apakah variabel kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional memberikan pengaruh yang sama terhadap biaya utang dengan mengubah proksi dari kedua variabel tersebut menjadi variabel *dummy*. Tabel 4.19 di bawah ini menyajikan hasil dari pengujian sensitivitas untuk model biaya utang (Lampiran 5).

**Tabel 4.19**  
**Hasil Pengujian Sensitivitas Model Biaya Utang**

Variable	Predicted Sign	Coefficient	t-Statistic	Prob.
CGI	-	-0.062540	-2.73	0.006**
FAM	+	-0.002569	-0.82	0.101
INST	-	-0.003315	-1.70	0.047*
LEV	+	0.000121	2.07	0.034*
MTB	-	0.000406	0.43	0.324
PERFORM	-	-0.014341	-0.59	0.272
INCR	-	-0.000536	-1.75	0.044*
SIZE	-	-0.002298	-2.30	0.011*
C		0.221439	8.80	0.000
F-statistic		2.067721	R-squared	0.1719
Prob (F-statistic)		0.000013	Adjusted R <sup>2</sup>	0.1390
Keterangan: CGI = <i>Corporate Governance Index</i> ; FAM = 1 untuk kepemilikan keluarga 20% atau lebih dan 0 untuk kepemilikan keluarga kurang dari 20%; INST = 1 untuk kepemilikan institusional 20% atau lebih dan 0 untuk kepemilikan institusional kurang dari 20%; LEV = <i>leverage (debt to equity ratio)</i> ; MTB = <i>market to book ratio</i> ; PERFORM = kinerja perusahaan ( <i>Return on Assets</i> ); INCR = <i>interest coverage ratio</i> ; SIZE = ukuran perusahaan (logaritma natural total aset). ** Signifikan di tingkat 1% * Signifikan di tingkat 5%				

Berdasarkan hasil yang tertera di atas, model penelitian ini menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,000013 yang berarti seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen, yaitu biaya utang. Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* untuk model ini adalah 13,90%, lebih rendah bila dibandingkan dengan model sebelumnya pada pengujian hipotesis. Hasil ini menunjukkan bahwa 13,90% variasi pada variabel dependen, yaitu biaya utang (COD) dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen dalam penelitian ini.

Dalam tabel 4.19, dapat dilihat bahwa kepemilikan keluarga tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya utang yang ditanggung oleh perusahaan. Hasil ini sesuai dengan hasil pada pengujian utama. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, hal ini dapat disebabkan karena *Agency Problem* tipe II yang biasa terjadi dalam perusahaan dengan kepemilikan keluarga, yaitu antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas dapat digantikan dengan

berkurangnya *Agency Problem* tipe I, yaitu *agency problem* antara manajer dengan pemegang saham. Dengan demikian, kepemilikan keluarga dalam perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap besarnya biaya utang yang diterima oleh perusahaan.

Selanjutnya, hasil pengujian sensitivitas juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya utang. Hal ini berarti bahwa adanya pengaruh yang signifikan oleh pihak investor institusional mengakibatkan biaya utang yang ditanggung oleh perusahaan menjadi lebih rendah. Oleh karena itu, hasil uji sensitivitas ini mendukung analisis pada pengujian hipotesis.

Variabel utama lainnya, yaitu *corporate governance index* menunjukkan hasil yang sama, yaitu berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya utang yang ditanggung oleh perusahaan. Variabel-variabel kontrol, seperti *leverage*, *interest coverage ratio*, dan *size* (ukuran perusahaan) juga memberikan pengaruh signifikan yang sama terhadap biaya utang. Sementara itu, *market to book ratio* dan kinerja perusahaan (ROA) tetap tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap besarnya biaya utang.

## BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan bukti empiris pengaruh dari unsur *corporate governance*, yaitu *Corporate Governance Index*, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan institusional terhadap biaya ekuitas dan biaya utang. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2008-2010 digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini. Berdasarkan hasil pengujian yang sudah dilakukan, diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. *Corporate Governance Index* yang merupakan indikator dari penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) terbukti memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kualitas dari praktek *corporate governance* suatu perusahaan dapat mengurangi biaya ekuitas dan biaya utang yang diterima oleh perusahaan tersebut. Selain itu, penerapan *corporate governance* juga dianggap mampu meningkatkan pengawasan terhadap manajemen untuk mendorong pengambilan keputusan yang efektif, mencegah tindakan oportunistik yang tidak sesuai dengan kepentingan perusahaan, dan mengurangi asimetri informasi antara pihak manajemen, *shareholder*, dan kreditur.
2. Kepemilikan keluarga terbukti memiliki pengaruh signifikan positif terhadap biaya ekuitas perusahaan. Hal ini dapat disebabkan karena dalam perusahaan dengan kepemilikan keluarga muncul *agency problem* lain, yaitu antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Risiko informasi menjadi lebih besar ketika pemegang saham mayoritas memiliki kontrol di dalam perusahaan. Oleh karena itu, *return* yang diinginkan oleh investor menjadi lebih tinggi dan meningkatkan biaya ekuitas perusahaan. Namun, di sisi lain, kepemilikan keluarga tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya utang. Hal ini mungkin disebabkan karena *agency problem* antara manajer dan pemegang saham dapat

berkurang pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga, meskipun terjadi *agency problem* antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Dengan kata lain, *agency problem* antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas yang umumnya terjadi dalam perusahaan dengan kepemilikan keluarga memberikan risiko yang lebih besar kepada investor dibandingkan kreditur sehingga cenderung mempengaruhi keputusan pemegang saham atau calon investor dan tidak terlalu mempengaruhi keputusan kreditur. Analisis sensitivitas menunjukkan bahwa adanya pengaruh yang signifikan dalam kepemilikan keluarga mengakibatkan biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan menjadi lebih tinggi. Namun, ada tidaknya pengaruh yang signifikan tersebut tidak berpengaruh terhadap pengambilan keputusan kreditur ketika menentukan biaya utang perusahaan.

3. Kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap biaya ekuitas. Hal ini dapat disebabkan karena mayoritas jenis perusahaan publik di Indonesia masih merupakan perusahaan milik keluarga sehingga adanya *monitoring* oleh pihak institusional cenderung tidak mempengaruhi keputusan investor dalam menentukan biaya ekuitas perusahaan. Namun, kepemilikan institusional terbukti berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya utang. Dalam hal ini, pihak institusional, yang umumnya juga berperan sebagai fidusiari, dianggap memiliki persepsi yang sama dengan pihak kreditur dan memiliki insentif yang lebih besar untuk melakukan *monitoring* terhadap tindakan manajemen sehingga dapat mengurangi risiko perusahaan dan risiko yang akan ditanggung oleh kreditur. Oleh sebab itu, biaya utang yang diterima oleh perusahaan menjadi lebih rendah. Analisis sensitivitas menunjukkan bahwa ada tidaknya pengaruh yang signifikan oleh investor institusional tidak memiliki pengaruh terhadap biaya ekuitas perusahaan. Namun, di sisi lain, adanya pengaruh yang signifikan oleh investor institusional menyebabkan biaya utang perusahaan menjadi lebih rendah.

## 5.2 Keterbatasan Penelitian dan Saran

Penelitian ini tidak luput dari beberapa keterbatasan yang dapat dijadikan sebagai referensi untuk penelitian selanjutnya. Keterbatasan penelitian ini antara lain:

1. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini belum mencakup seluruh perusahaan dan industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) serta banyaknya data perusahaan yang dibutuhkan tidak lengkap. Oleh karena itu, generalisasi kesimpulan dalam hasil penelitian ini perlu dilakukan dengan hati-hati.
2. Periode penelitian yang digunakan hanya meliputi 3 tahun, yaitu tahun 2008 hingga tahun 2010.
3. *Corporate Governance Index* yang digunakan dalam penelitian ini hanya meliputi tahun 2007 dan 2008 karena adanya keterbatasan data oleh IICD. Selain itu, skor yang diperoleh perusahaan untuk setiap kriteria penilaian praktek *corporate governance* tidak diberikan secara rinci oleh IICD sehingga tidak dapat diuji sejauh mana pengaruh dari setiap unsur penilaian praktek *Good Corporate Governance* (GCG) terhadap biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan.
4. Metode yang digunakan untuk mengukur biaya ekuitas dalam penelitian ini adalah CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) yang memiliki kelemahan (seperti asumsi-asumsi dalam metode ini yang kurang realistis).
5. Metode yang digunakan untuk mengukur biaya utang dalam penelitian ini adalah *weighted average* yang disebabkan karena keterbatasan data lain yang dapat digunakan, seperti tingkat suku bunga obligasi. Di Indonesia, jumlah perusahaan yang menerbitkan obligasi masih sedikit sehingga data yang dapat digunakan pun sangat terbatas jika ingin menggunakan *yield to maturity* (YTM).
6. Unsur-unsur *corporate governance* dalam penelitian ini hanya dilihat dari *Corporate Governance Index* yang diperoleh dari IICD, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan institusional sehingga belum mencerminkan keseluruhan praktek *corporate governance* yang diterapkan oleh perusahaan.



Mengingat adanya keterbatasan dalam penelitian ini, maka beberapa saran yang dapat diberikan untuk penelitian berikutnya, antara lain:

1. Penelitian berikutnya dapat menambah sampel penelitian dengan memasukkan industri-industri lain yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sehingga hasil penelitian dapat lebih representatif.
2. Penelitian berikutnya dapat menambah periode penelitian dengan menggunakan waktu tahun yang lebih panjang sehingga total observasi yang diperoleh lebih banyak.
3. Melakukan *scoring* dengan menggunakan kriteria-kriteria penilaian praktek *Good Corporate Governance* (GCG) yang ditetapkan oleh IICD sehingga dapat menguji sejauh mana pengaruh dari setiap kriteria tersebut terhadap biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan.
4. Menggunakan proksi lain yang lebih tepat untuk mengukur biaya ekuitas perusahaan, misalnya dengan menggunakan *dividen growth model* atau *residual income model* dengan periode penelitian yang lebih panjang sehingga total observasi yang diperoleh lebih banyak.
5. Menggunakan proksi lain untuk mengukur biaya utang, misalnya dengan menggunakan *yield to maturity* (YTM) dan menambah periode penelitian sehingga total observasi yang diperoleh lebih banyak.
6. Menambah unsur-unsur *corporate governance* yang lain, seperti mengkaji efektivitas dewan komisaris, efektivitas komite audit, dan lain sebagainya secara lebih mendalam sehingga lebih mencerminkan praktek *corporate governance* yang diterapkan oleh perusahaan.

### **5.3 Implikasi Penelitian**

#### **5.3.1 Implikasi Penelitian untuk Perusahaan**

Mengingat bahwa praktek *corporate governance* yang diterapkan oleh perusahaan di Indonesia masih tergolong rendah, yaitu sekitar 66% atau hanya memenuhi persyaratan peraturan minimum, maka perusahaan perlu mengkaji kembali aspek-aspek *corporate governance* yang belum diimplementasikan oleh perusahaan. Hal ini disebabkan karena kualitas *corporate governance* turut mempengaruhi biaya ekuitas dan biaya utang yang diterima oleh

perusahaan. Dengan kata lain, praktek *corporate governance* yang efektif dapat mengakibatkan biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan menjadi lebih rendah.

### **5.3.2 Implikasi Penelitian untuk Investor**

Berdasarkan hasil penelitian, praktek *corporate governance* yang diterapkan oleh perusahaan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan bagi investor dalam keputusan investasinya. Dalam hal ini, perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang lebih baik memiliki biaya ekuitas yang lebih rendah. Oleh karena itu, investor yang awam ataupun investor potensial diharapkan lebih meningkatkan kewaspadaan terhadap praktek *corporate governance* perusahaan yang dapat mempengaruhi *return* investasi. Selain itu, pemegang saham maupun investor potensial juga diharapkan dapat meningkatkan kemampuan dalam menganalisis praktek *corporate governance* perusahaan dengan tidak hanya berfokus pada salah satu unsur saja, melainkan seluruh unsur yang terkandung dalam prinsip *Good Corporate Governance*.

Perusahaan dengan kepemilikan keluarga terbukti memiliki biaya ekuitas yang lebih tinggi. Dengan kata lain, perusahaan ini dianggap memiliki risiko yang lebih besar dibandingkan perusahaan lainnya. Oleh sebab itu, investor diharapkan dapat lebih berhati-hati dalam setiap keputusan investasinya, terutama karena sebagian besar perusahaan publik di Indonesia masih merupakan perusahaan milik keluarga.

### **5.3.3 Implikasi Penelitian untuk Kreditur**

Penelitian ini membuktikan bahwa praktek *corporate governance* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap biaya utang perusahaan. Dengan demikian, kreditur memperhatikan praktek *corporate governance* yang diterapkan oleh perusahaan dalam menentukan biaya utang perusahaan. Hal ini dikarenakan mekanisme *corporate governance* adalah alat penjamin bagi kreditur bahwa dana yang diberikan telah dikelola dengan baik dan bertanggung jawab. Oleh sebab itu, kreditur maupun kreditur potensial diharapkan dapat meningkatkan pengawasan

terhadap praktek-praktek *corporate governance* yang dilakukan oleh perusahaan yang bertujuan untuk melindungi kepentingan kreditur.

Penelitian ini juga membuktikan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya utang perusahaan. Hal ini disebabkan karena *monitoring* yang dilakukan oleh investor institusional dapat membatasi perilaku oportunistik manajer. Dengan demikian, adanya informasi kepemilikan institusional dalam perusahaan dapat membantu pengambilan keputusan kreditur ketika menentukan biaya utang perusahaan.

#### **5.3.4 Implikasi Penelitian untuk Pihak Regulator**

Implikasi bagi regulator adalah hasil penelitian ini membuktikan bahwa praktek *corporate governance* berpengaruh signifikan dalam mengurangi biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan. Oleh sebab itu, pihak regulator dapat melakukan kajian terhadap implementasi dari praktek *corporate governance* perusahaan emiten dengan membuat peraturan-peraturan atau mengeluarkan kebijakan yang terkait dengan praktek *corporate governance* sehingga efektivitas dan kualitas *corporate governance* dapat terus ditingkatkan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abbott, L. J., Parker, S., dan Peters, G. F. 2000. *The Effectiveness of Blue Ribbon Committee Recommendations in Mitigating Financial Misstatement: An Empirical Study*.
- Abor, J., dan Biekpe, N. 2006. *An Empirical Test of Agency Problem and Capital Structure of South African Quoted SMEs*. SAJAR, Vol. 20, No. 1, 51-65.
- Ali Irfan. 2002. *Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi*. Lintasan Ekonomi Vol. XIX. No. 2. Juli 2002.
- Alijoyo, A., dan S. Zaini. 2004. *Komisaris Independen: Penggerak Praktik GCG di Perusahaan*. PT Indeks Kelompok Gramedia.
- Amurwarni, Aniek. 2006. *Pengaruh Luas Pengungkapan Sukarela dan Asimetri Informasi terhadap Cost of Equity Capital*. Skripsi Universitas Islam Indonesia.
- Anderson, R.C., Mansi S.A., dan Reeb D.M. 2002. *Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt*. Journal of Financial Economics, 68 (May): 263-285.
- Anderson, R.C., Mansi S.A., dan Reeb D.M. 2003. *Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt*. Journal of Accounting and Economics, 37(3), 315-342.
- Arifin, Z. 2003. *Masalah Agensi dan Mekanisme Kontrol pada Perusahaan dengan Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi yang Dikontrol Keluarga: Bukti dari Perusahaan Publik di Indonesia*. Disertasi Pascasarjana FEUI.
- Ariyoto, K. 2000. *Good Corporate Governance dan Konsep Penegakannya di BUMN dan Lingkungan Usahanya*. Usahawan No. 10 Tahun XXIX Oktober.
- Asbaugh, Hollis, Collins, Daniel W., LaFond, Ryan. 2004. *Corporate governance and the cost of equity capital*. Working paper, University of Wisconsin.
- Attig, N., Guedhami, Mishra, D. 2008. *Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity*. Journal of Corporate Finance 14, 721-737.
- Ayub, Maydeliana. 2008. *Pengaruh Family Ownership terhadap Cost of Debt*. Tesis FEUI.
- Beasley, C., Defond, M., Jiambalvo, J., dan Subramaniam, K.R. 1996. *The Effect of Audit on the Quality of Earnings Management*. Contemporary Accounting Research.

- Berle, A.A. dan Means, C.G. 1932. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Bhide, A. 1993. *The Hidden Costs of Stock Market Liquidity*. Journal of Financial Economics 34: 31-51.
- Bhojraj, S., dan Sengupta, P. 2003. *Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*. Journal of Business, 76 (3), 455-475.
- Black, B., Jang, H., dan Kim, W. 2003. *Does Corporate Governance Affect Firm Value?* Working Paper.
- Blom, Jasper dan Marc B. J. Schauten. 2006. *Corporate Governance and The Cost of Debt*. Erasmus University, Rotterdam.
- Bodie, Z., Kane, A., dan Marcus, A.J. 2009. *Investment*. 8<sup>th</sup> Edition, The McGraw-Hill Companies, Inc., USA.
- Botosan, C.A. 1997. *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*. The Accounting Review, Vol. 72, No.3, 323-349.
- Boubakri, Narjess, dan H. Ghouma. 2010. *Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence*. Journal of Banking and Finance 34, 2481-2499.
- Brancato, Carolyn Kay. 1997. *Institutional Investors and Corporate Governance*. USA: McGraw-Hill.
- Bunkanwanicha, P., Gupta, J., dan Rokhim, R. 2006. *Debt and entrenchment: Evidence from Thailand and Indonesia*. The Journal of Operational Research 185, 1578-1595.
- Byun, H., L. Hwang, dan S. Kwak. 2008. *The Implied Cost of Equity Capital and Corporate Governance Practices*. Asia-Pacific Journal of Financial Studies 37, 139-184.
- Cadbury-Schweppes. 1992. *The Report of the Cadbury Committee on Financial Aspects of Corporate Governance: The Code of Best Practice*.
- Chaganti, Rajeswararao, dan Damanpour, Fariborz. 1991. *Institutional ownership, capital structure, and firm performance*. Strategic Management Journal, Vol. 12, 479-491.
- Chen, K.C.W., Chen, Z.H., Wei, K.C.J. 2003. *Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets*. Hong Kong University of Science and Technology.
- Chen, Y.M. dan Jian J.Y. 2006. *The Impact of Information Disclosure and Transparency Rankings System (IDTRs) and Corporate Governance*

*Structure on Interest Cost of Debt*. Working Paper, National Yunlin University of Science and Technology, Taiwan.

- Chen, K.C.W., Chen, Z.H., Wei, K.C.J. 2009. *Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital*. Hong Kong University of Science and Technology.
- Chtourou, S.M., Jean B., dan Lucie C. 2001. *Corporate Governance and Earnings Management*. Working Paper, University Laval Quebec City, Canada.
- Claessens *et al.*, 1999. *Who Controls East Asian Corporations*. World Bank.
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L.H.P. 2000. *The separation of ownership and control in East Asian corporations*. *Journal of Financial Economics* 58, 81–112.
- Claessens, Stijn. 2003. *Corporate Governance and Development Focus*. Global Corporate Governance Forum.
- Collins, Denton, and H. Huang. 2010. *Management entrenchment and the cost of equity capital*. *Journal of Business Research* 64, 356-362.
- Cornett M. M, Marcuss, S.J., dan Tehranian, H. 2006. *Earnings management, corporate governance, and true financial performance*.
- Crutchley, C.E, Jensen M.R.H., Jahera, J.S. Jr., dan Raymond, J.E. 1999. *Agency problems and the simultaneity of financial decision making the role of institutional ownership*. *International Review of Financial Analysis*, 8(2), 177-197.
- Daniri, Mas Ahmad. 2005. *Good Corporate Governance: Konsep dan Penerapannya di Indonesia*. Jakarta: Ray Indonesia.
- Demsetz, Harold. 1983. *The Structure of Ownership and the Theory of The Firm*. *Journal of Law and Economics* 26, 375-390.
- Demsetz, H., K., Lehn. 1985. *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*. *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Derwall, Jeroen, dan Patrick Verwijmeren. 2007. *Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from GMI's Governance Rating*. European Centre for Corporate Governance Research Note, RSM Erasmus University, The Netherlands.
- Diamond, D., dan R. Verrecchia. 1991. *Disclosure, Liquidity and the cost of Equity Capital*. *The Journal of Finance* (September), 1325-1360.
- Dyck A., dan L. Zingales. 2004. *Control Premiums and the Effectiveness of Corporate Governance Systems*. *Journal of Applied Corporate Finance* 16, 51-72.

- Eisenhardt, Kathleem. M. 1989. *Agency Theory: An Assesment and Review*. Academy of management Review, 14, 57-74.
- Elton, E.J., 1999. *Expected return, realized return, and asset pricing tests*. Journal of Finance 54, 1199-1220.
- Elyasiani, Elyas, J. Jia, dan Connie X. Mao. 2010. *Institutional ownership stability and the cost of debt*. Journal of Financial Markets 13, 475-500.
- Fabozzi, Frank J. 2007. *Bond Market, Analysis and Strategies*. Prentice-Hall, Inc. 4<sup>th</sup> edition.
- Fajari, A. Adriansyah. 2004. *Good Corporate Governance, Sebuah Keharusan*. 2 September 2011. [http://www.kompas.com/bisnis dan investasi/htm](http://www.kompas.com/bisnis_dan_investasi/htm)
- FCGI. 2001. *Corporate Governance: Tata Kelola Perusahaan*. Jilid 1. FCGI, edisi 3.
- Fidyati, Nisa. 2004. *Pengaruh mekanisme corporate governance terhadap earnings management pada perusahaan seasoned equity offering (SEO)*. Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi 2(1), 1-23.
- Francis, J.R., Khurana, K.I., dan Pereira R. 2005. *Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world*. The Accounting Review, 80(4), 1125-1162.
- Godfrey, Jayne, Allan Hodgson, Ann Tarca, Jane Hamilton, dan Scott Holmes. 2010. *Accounting Theory*. John Wiley & Sons, Inc. 7<sup>th</sup> edition.
- Greene, William H. 2003. *Econometric Analysis*. Prentice-Hall, Inc. 5<sup>th</sup> edition.
- Guedhami, Omrane, dan Dev Mishra. 2006. *Excess control, corporate governance, and implied cost of equity: An international evidence*. Canada: University of Newfoundland.
- Gujarati, Damodar N. 2009. *Basic Econometrics*. McGraw Hill 5<sup>th</sup> edition.
- Gunarsih, Tri. 2003. *Riset Empiris dalam Corporate Governance. Seminar sehari: Issues Application & Research In Corporate Governance dalam Rangka Launching Pusat Studi Corporate Governance*. FE UTY.
- Habibie, Akhmad Akbar. 2005. *Analisis Atas Pengungkapan Sukarela Laporan Tahunan dan Pengaruhnya Terhadap Cost of Debt Perusahaan Penerbit Obligasi yang Terdaftar di Bursa Efek Surabaya dan Jakarta*. Tesis FEUI.
- Hoesada, Jan. 2000. *State of Art: Pengembangan Corporate Governance di Indonesia*. Media Akuntansi No.8/Th. I/April. Jakarta.

## IICD-CIPE Indonesia GCG Scorecard 2007

- Jensen, Michael C., dan William Meckling. 1976. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure*. Journal of Financial Economics, 3: 305-360.
- Jensen, M.C. dan Warner, J.B. 1988. *The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors*. Journal of Financial Economics, 20, 3-24.
- Jensen, M. 1993. *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*. Journal of Finance 48: 831-880.
- Jiambalvo, James, Shivaram Rajgopal, dan MohanVenkatachalam. 2002. *Institutional Ownership and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings*. Contemporary Accounting Research Vol.19, No. 1: 117-45.
- Johnson, Simon, Boone, Peter, Breach, Alasdair, Friedman, Eric. 2000. *Corporate governance in the Asian financial crisis*. Journal of Financial Economics 58, 141-186.
- Juniarti dan A. A. Sentosa. 2009. *Pengaruh Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure terhadap Biaya Utang (Cost of Debt)*. Jurnal Akuntansi Keuangan, Vol. 11, No. 2, November, 88-100.
- Kaihatu, Thomas S. 2006. *Good Corporate Governance dan Penerapannya di Indonesia*. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan, Vol. 8, No. 1, Maret, 1-9.
- Khurana, Inder K., dan K. K. Raman. 2003. *Are Fundamentals Priced in the Bond market?* Contemporary Accounting Research (Fall): 465-494.
- Klock, M.S., Mansi, S. A., dan Maxwell, W. F. 2005. *Does Corporate Governance Matter to Bondholders?* Journal of Financial and Quantitative Analysis, 40, 693-771.
- Koesnadi, Ruddy. 2010. *Pengaruh Tingkat Pengungkapan dan Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Pinjaman: Studi Empiris atas Emiten LQ45*. Tesis FEUI.
- Kraus, Alan dan Litzenberger, Robert. 1973. *A State Preference Model of Optimal Financial Leverage*. Journal of Finance 28, 911-922.
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei. 1998. *Corporate ownership around the world*. Journal of Finance 54, 471-518.
- Lease, R., J.McConnell, dan W. Mikkelson. 1984. *The market value of control in publicly traded corporations*. Journal of Financial Economics 11 (April): 439-471.



- Maksum, Azhar. 2005. *Tinjauan atas Good Corporate Governance di Indonesia*. Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar Tetap dalam Bidang Ilmu Akuntansi Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Sumatera Utara. Medan.
- Mintzberg, H. 1983. *Power In and Around Organizations*. Prentice-Hall.
- Mitton, Todd. 2002. *A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis*. Journal of Financial Economics 64, 215–241.
- Modigliani, F., dan Miller, M.H. 1959. *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. American Economic Review, June, 261-297.
- Murni. 2003. *Pengaruh Luas Ungkapan Sukarela dan Asimetri Informasi terhadap Cost of Equity Capital pada Perusahaan Publik di Indonesia*. Simposium Nasional Akuntansi VI.
- Myers, Stewart C., 1977. *Determinants of corporate borrowing*. Journal of Financial Economics 5, 147–175.
- Nachrowi, dan Usman. 2006. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit FEUI.
- Newell, R., dan Wilson, G. 2002. *A premium for good governance*. The MCKinsey Quartely 3, 20-23.
- Piot, C., dan Piera, F.M. 2007. *Corporate Governance, Audit Quality, and The Cost of Debt Financing of French Listed Companies*.
- Pranoto, Waluyo Joko. 2000. *Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Go Public yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Sebelum dan Selama Krisis Moneter*. Tesis Universitas Diponegoro Semarang.
- Pudjiastuti, Enny dan Suad Husnan. 1993. *Konsistensi Beta: Pengamatan di Bursa Efek Jakarta*. Manajemen Usahawan Indonesia No. 12/Th. XXII/Desember, 2-5.
- Riduan, Zikriati. 2010. *Pengaruh Tingkat Pengungkapan Sukarela terhadap Cost of Equity Capital dengan Likuiditas Saham Sebagai Variabel Mediasi*. Skripsi FEUI.
- Roberts, G.S., dan Yuan, L. 2009. *Does Institutional Ownership Affect the Cost of Bank Borrowing?* Working Paper, York University.
- Sabrina, Anindhita Ira. 2010. *Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan*. Skripsi Universitas Diponegoro. Semarang.

- Sakai, H., dan Asaoka, H., 2003, *The Japanese Corporate Governance System and Firm Performance: toward sustainable growth*. Working Paper, Research Center for Policy and Economy Mitsubishi Research Institute, Inc.
- Scott, William R. 2009. *Financial Accounting Theory*. Fifth Edition. Canada: Prentice Hall.
- Sengupta, P. 1998. *Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt*. The Accounting Review 73 (October): 459-474.
- Sheila. 2010. *Pengaruh Efektivitas Corporate Governance terhadap Cost of Debt*. Skripsi FEUI.
- Shleifer, Andrei, Vishny, Robert W., 1997. *A survey of corporate governance*. Journal of Finance 52, 737-783.
- Shuto, A., dan Norio Kitagawa. 2010. *The effect of managerial ownership on the cost of debt: Evidence from Japan*. RIEB Discussion Paper Series, Kobe University.
- Singih, M.L. 2008. *Pengukuran kinerja perusahaan dengan metode economic value added*. Tesis Universitas ITS Surabaya.
- Sodiq, Mohamad Nur. 2002. *Potret GCG di Indonesia*. Jakarta: Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia & Sinergy Communication.
- Solomon, J., dan Solomon, A. 2004. *Corporate Governance and Accountability*. John Wiley & Sons, Ltd.
- Stein, Jeremy C. 1989. *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior*. Quarterly Journal of Economics 104(4): 655-69.
- Syakhroza, Akhmad. 2003. *Teori Corporate Governance*. Usahawan No.08/Th. XXXII/Agustus. Jakarta.
- Tjager, I.N., Alijoyo, F.A., Djemat, H.R., dan Soembodo, B. 2003. *Corporate governance: Tantangan dan kesempatan bagi komunitas bisnis Indonesia*. Jakarta: PT. Prenhallindo.
- Ujiyantho, Muh. Arief dan Bambang Agus Pramuka. 2007. *Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba, dan Kinerja Keuangan*. Simposium Nasional Akuntansi X.
- Villalonga, Belen, dan Raphael Amit. 2005. *How do family ownership, control, and management affect firm value?* Journal of Financial Economics 80, 385-417.

Wang, Ashley W., dan G. Zhang. 2009. *Institutional ownership and credit spreads: An information asymmetry perspective*. Journal of Empirical Finance 16, 597-612.

Warsono. 2000. *Penerapan CAPM dalam Pengambilan Keputusan Investasi di Pasar Modal*. Usahawan No. 09/Th. XXIX/September. Jakarta.

Watts, Ross L., 2003. *Conservatism in Accounting Part 1: Explanation and Implications*. Accounting Horizon, Vol. 17, 207-221.

[www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)

[www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)

Yao, Alex. J., dan Sunny Y. J. Sun. 2008. *Ownership Structure and Cost of Equity Capital in East Asian Corporations*. School of Accounting and Finance, The Hong Kong Polytechnic University.

Yunior, William Susilo. 2009. *Pengaruh Kualitas AkruaI Sebagai Risiko Informasi terhadap Biaya Modal Perusahaan (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007)*. Skripsi FEUI.

Zubir, Zalmi. 2011. *Manajemen Portofolio: Penerapannya dalam Investasi Saham*. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.

**LAMPIRAN 1**  
**Daftar Checklist IICD**

<b>Questions for Corporate Governance Scorecard:</b>	
<b>A. Rights of Shareholders</b>	
A.1. Rights Defined	
A.1.	<i>Does the company offer other ownership right beyond voting?</i>
A.2.	<i>Is the decision on the remuneration of board members (directors and commissioners) approved by the shareholders annually?</i>
A.3.	<i>How is remuneration of the board presented?</i>
A.4.	<i>Does the company allow shareholders to elect board member individually?</i>
A.2. Rights Disclosed	
A.5.1.	<i>Appointment of directors and commissioners, providing names and profiles</i>
A.5.2.	<i>Appointment of auditors, providing names and fees</i>
A.5.3.	<i>Dividend policy, providing the amount and explanation</i>
A.5.4.	<i>Objective and reason for each agenda item</i>
A.5.5.	<i>Director's comment and opinion for each agenda item</i>
A.6.1.	<i>Evaluate the voting method and vote counting system</i>
A.6.2.	<i>Do AGM minutes record that there was an opportunity allowing for shareholders to ask questions / raise issues in the past one year? also, is there record of answers and questions?</i>
A.6.3.	<i>Do the AGM minutes include resolutions with voting results, including both agreeing and dissenting votes for each agenda item?</i>
A.7.	<i>Is a name list of board attendance available?</i>
A.8.	<i>Did the chairman of the board attend at least one of the last two annual general shareholders' meeting?</i>
A.9.	<i>Did the CEO / managing director of the board attend at least one of the last two annual general shareholders' meeting?</i>
A.12.	<i>There was an additional agenda item(s) at the AGM / EGM that was not included in the notice to call the meeting</i>
A.10.1.	<i>Did the chairman of audit committee attend at least one of the last two AGMs?</i>
A.10.2.	<i>Did the chairman of the compensation committee attend at least one of the last two AGMs?</i>
A.10.3.	<i>Did the chairman of the nomination committee attend at least one of the last two AGMs?</i>

<b>A.3. Takeover Rules</b>	
<i>A.11.1.</i>	<i>Is cross-holding apparent?</i>
<i>A.11.2.</i>	<i>Is pyramid-holding apparent?</i>
<i>A.11.3.</i>	<i>Do board members hold more than 25 % of outstanding shares?</i>
<i>A.11.4.</i>	<i>What is the proportion of outstanding shares considered as “free float”?</i>
<b>B. Equitable Treatment of Shareholders</b>	
<b>B.1. Voting Rights For Share</b>	
<i>B.1.</i>	<i>Does the company offer one-share-one-vote?</i>
<i>B.2.</i>	<i>Is there any mechanism that the company has to allow minority shareholders to influence board composition (BOC and BOD)?</i>
<b>B.2. Shareholders Conflict</b>	
<i>B.3.1.</i>	<i>Does the company establish a system to prevent the use of material inside information and inform to all employees, management, and board members?</i>
<i>B.3.2.</i>	<i>Have there been any cases if insider trading involving company directors and management in the past two years?</i>
<i>B.4.1.</i>	<i>Does the company provide rationale / explanation for related-party transactions affecting the corporation?</i>
<i>B.4.2.</i>	<i>Is the company a part of an economic group where the parents / controlling shareholders also controls key suppliers, customers, and / or similar businesses?</i>
<i>B.5.</i>	<i>Has there been any non-compliance case regarding related-party transaction in the past two years?</i>
<i>B.6.</i>	<i>Does the company facilitate voting by proxy?</i>
<b>B.3. Proxy Voting/ AGM Procedures</b>	
<i>B.7.1.</i>	<i>Does the notice to shareholders specify the documents required to be proxy?</i>
<i>B.7.2.</i>	<i>Is there any requirement for a proxy appointment to be notarized?</i>
<i>B.8.</i>	<i>How many days in advance does the company sent out notice of general shareholders meeting?</i>
<i>B.9.</i>	<i>Were there any related party transactions that can be classified as financial assistance to non-subsidiary companies?</i>
<b>C. Role of Stakeholders</b>	
<b>C.1. Rights Recognition</b>	
<i>C.1.1.</i>	<i>Does the company explicitly mention the safety and welfare of its employees?</i>

C.1.2.	<i>Does the company explicitly mention program to develop and train employees?</i>
C.2.	<i>Does the company explicitly mention the role of customers?</i>
C.3.	<i>Does the company explicitly mention the role of suppliers?</i>
C.4.	<i>Does the company explicitly mention the obligation of shareholders?</i>
C.5.	<i>Does the company explicitly mention its broader obligations to society and / or the community?</i>
C.6.	<i>Does the company explicitly mention its obligation to creditors?</i>
C.7.	<i>Does the company explicitly mention environmental issues in its public communication?</i>
<b>D. Disclosure and Transparency</b>	
<b>D.1. Ownership Structure</b>	
D.1.	<i>Does the company have a transparent ownership structure?</i>
D.1.1.	<i>Is a breakdown of shareholdings provided?</i>
D.1.2.	<i>Is it easy to identify beneficial ownership?</i>
D.1.3.	<i>Are commissioners shareholdings disclosed?</i>
D.1.4.	<i>Are director shareholdings disclosed?</i>
<b>D.2. Annual Report</b>	
D.2.	<i>Assess the quality of annual report in each of the following areas (D.2.1. – D.2.8.) :</i>
D.2.1.	<i>Financial performance</i>
D.2.2.	<i>Business operations and competitive position</i>
D.2.3.	<i>Board member background</i>
D.2.4.	<i>Basis of the board remuneration</i>
D.2.5.	<i>Operating risk</i>
D.2.6.	<i>Identification of independent directors</i>
D.2.7.	<i>Disclosure of individual directors' remunerations</i>
D.2.8.	<i>Board meeting attendance of individual directors</i>
<b>D.3. Related Party Transaction and Investor Relation</b>	
D.3.	<i>Does the company fully disclose details of related-party transaction?</i>
D.4.	<i>Does the company have a specific policy requiring director to report their transactions of company shares?</i>

D.5.	<i>Does the company perform an annual audit using independent and reputable auditors?</i>
D.6.	<i>Are there any accounting qualifications in the audited financial statements apart from the qualification on uncertainty of situation?</i>
D.8.	<i>Is the financial report disclosed in a timely manner?</i>
D.10.	<i>Does the company provide contact details for a specific investor relations person or unit that are easily accessible to outside investors?</i>
D.11.	<i>Was there any record of sanctions by the Securities Exchange Commission to revise the firm's financial statement?</i>
D.4. Financial Statements	
Questions D.5, D.6, D.8 and D.11 are related to financial statement and thus are discussed together. Bapepam requires financial statement to be audited by external auditors registered in Bapepam and these include some auditors that do not have any international affiliation.	
D.5. Access to Information	
D.7.	<i>Does the company offer multiple channels of access to information, include (D.7.1.-D.7.4.):</i>
D.7.1.	<i>Annual report</i>
D.7.2.	<i>Company websites</i>
D.7.3.	<i>Analyst briefing</i>
D.7.4.	<i>Press conference / press briefing</i>
D.6. Disclosure in Company Website	
D.9.	<i>Does the company have a website disclosing up-to-date information, include (D.9.1.-D.9.9.):</i>
D.9.1.	<i>Business operation</i>
D.9.2.	<i>Financial statements</i>
D.9.3.	<i>Press release</i>
D.9.4.	<i>Shareholding structure</i>
D.9.5.	<i>Organization structure</i>
D.9.6.	<i>Corporate group structure</i>
D.9.7.	<i>Downloadable annual report</i>
D.9.8.	<i>Notice to call shareholders meeting</i>
D.9.9.	<i>Available of both Indonesian and English</i>

<b>E. Responsibility of the Board</b>	
<b>E.1. Monitoring Control</b>	
<i>E.1.</i>	<i>Does the company have its own written corporate governance rules that clearly describe its value system and board responsibility?</i>
<i>E.2.</i>	<i>Does the board of commissioner provide the code of ethics or statement of business conduct to all directors and employees to ensure that they are aware of and understand it?</i>
<i>E.3.</i>	<i>Does the company have a statement of corporate visions or missions?</i>
<i>E.4.</i>	<i>Does the Serurities Exchange Commisions have any evidence of non-compliance of the company with Serurities Exchange Commisions rules and regulation over the last three years?</i>
<i>E.5.</i>	<i>Does the company have an internal audit operation established as a separate unit in the company?</i>
<i>E.6.</i>	<i>Please identify to whom the internal audit function reported?</i>
<i>E.7.</i>	<i>Assess the quality of the audit committee report in the annual report, which includes the following items :</i>
<i>E.7.1.</i>	<i>Attendance</i>
<i>E.7.2.</i>	<i>Internal control</i>
<i>E.7.3.</i>	<i>Management control</i>
<i>E.7.4.</i>	<i>Proposed auditors</i>
<i>E.7.5.</i>	<i>Financial report review</i>
<i>E.7.6.</i>	<i>Legal compliance</i>
<i>E.7.7.</i>	<i>Conclusion or opinion</i>
<i>E.8.</i>	<i>Does the company provide orientation for newly-appointed directors?</i>
<i>E.9.</i>	<i>Have board members participated in corporate governance training?</i>
<i>E.10.</i>	<i>How many meetings were held in the past year?</i>
<i>E.11.</i>	<i>What is attendance record of the board members during the past 12 months?</i>
<i>E.12.</i>	<i>Does company provide a risk management policy?</i>
<i>E.13.</i>	<i>Does the company clearly distinguish the roles and the responsibilities of the BOC and the BOD?</i>
<b>E.2. Board Performance Evaluation</b>	
<i>E.14.</i>	<i>Does the BOC conduct the annual performance assessment of the BOD?</i>
<i>E.15.</i>	<i>Does the board conduct the annual self-assessment?</i>
<b>E.3. Conflicts of Interests</b>	
<i>E.16.</i>	<i>Is the chairman an independent commissioner?</i>



E.17.	<i>Is the chairman also a CEO?</i>
E.18.1.	<i>Does the board appoint an independent audit committee with independent members?</i>
E.18.2.	<i>If yes, are the following items (E.18.2.1.-E.18.2.4.) disclosed? :</i>
E.18.2.1.	<i>Charter / role and responsibilities</i>
E.18.2.2.	<i>Profile / qualifications</i>
E.18.2.3.	<i>Independence</i>
E.18.2.4.	<i>Performance / Attendance</i>
E.19.1.	<i>Does the board appoint a compensation committee, chaired by an independent commissioner, with most or all of the committee members being non-executive director?</i>
E.19.2.	<i>If yes, are the following items (E.19.2.1.-E.19.2.3.) disclosed? :</i>
E.19.2.1.	<i>Charter / roles and responsibilities</i>
E.19.2.2.	<i>Independence</i>
E.19.2.3.	<i>Performance / attendance</i>
E.20.1.	<i>Does the board appoint a nomination committee, chaired by an independent director, with most or all of the committee members being non-executive directors?</i>
E.20.2.	<i>If yes, are the following items (E.20.2.1.-E.20.2.3.) disclosed? :</i>
E.20.2.1.	<i>Charter / roles and responsibilities</i>
E.20.2.2.	<i>Independence</i>
E.20.2.3.	<i>Performance / attendance</i>
-	
<b>E.4. Board Composition</b>	
E.21.	<i>What is the size of the board of commissioners?</i>
E.22.	<i>How many board members are non-executive directors?</i>
E.23.	<i>Within the board of commissioners, how many of them are independent commissioners?</i>
E.24.	<i>Does the company state in its annual report the definition of independence?</i>
<b>E.5. Communication and Bonus</b>	
E.25.	<i>Does the company have a separate board of commissioner's report describing their responsibilities in reviewing the firm's financial statement?</i>
E.26.	<i>The company provides an option scheme to encourage the top management with an exercise period over three years and an exercise price above the market value</i>

## LAMPIRAN 2

### Daftar Sampel Penelitian

No.	Kode	Nama Perusahaan
1	SMCB	Holcim Indonesia Tbk
2	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk
3	SMGR	Semen Gresik (Persero) Tbk
4	ARNA	Arwana Citramulia Tbk
5	IKAI	Intikeramik Alamasri Industry Tbk
6	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk
7	INAI	Indal Aluminium Industry Tbk
8	LMSH	Lionmesh Prima Tbk
9	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk
10	BRPT	Barito Pacific Tbk
11	BUDI	Budi Acid Jaya Tbk
12	EKAD	Ekadharna International Tbk
13	ETWA	Eterindo Wahanatama Tbk
14	SRSN	Indo Acidatama Tbk
15	SOBI	Sorini Agro Asia Corporindo Tbk
16	AKKU	Aneka Kemasindo Utama Tbk
17	AKPI	Argha Karya Prima Industry Tbk
18	APLI	Asiaplast Industries Tbk
19	BRNA	Berlina Tbk
20	DYNA	Dynaplast Tbk
21	IGAR	Champion Pasific Indonesia Tbk
22	SIMA	Siwani Makmur Tbk
23	TRST	Trias Sentosa Tbk
24	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
25	JPFA	JAPFA Comfeed Indonesia Tbk
26	SIPD	Sierad Produce Tbk
27	SULI	Sumalindo Lestari Jaya Tbk
28	TIRT	Tirta Mahakam Resources Tbk
29	FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk
30	SPMA	Suparma Tbk
31	ASII	Astra International Tbk
32	AUTO	Astra Otoparts Tbk
33	GJTL	Gajah Tunggul Tbk
34	BRAM	Indo Kordsa Tbk
35	IMAS	Indomobil Sukses Internasional Tbk
36	INDS	Indospring Tbk

37	LPIN	Multi Prima Sejahtera Tbk
38	MASA	Multistrada Arah Sarana Tbk
39	NIPS	Nipress Tbk
40	PRAS	Prima Alloy Steel Tbk
41	SMSM	Selamat Sempurna Tbk
42	MYTX	Apac Citra Centertex Tbk
43	ESTI	Ever Shine Textile Industry Tbk
44	PBRX	Pan Brothers Tex Tbk
45	RICY	Ricky Putra Globalindo Tbk
46	SSTM	Sunson Textile Manufacture Tbk
47	BATA	Sepatu Bata Tbk
48	JECC	Jembo Cable Company Tbk
49	KBLM	Kabelindo Murni Tbk
50	SCCO	Sucaco Tbk
51	VOKS	Voksel Electric Tbk
52	ADES	Akasha Wira International Tbk
53	CEKA	Cahaya Kalbar Tbk
54	DAVO	Davomas Abadi Tbk
55	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
56	MYOR	Mayora Indah Tbk
57	AISA	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk
58	ULTJ	Ultra Jaya Milk Tbk
59	RMBA	Bentoel International Investama Tbk
60	GGRM	Gudang Garam Tbk
61	HMSP	HM Sampoerna Tbk
62	INAF	Indofarma Tbk
63	KLBF	Kalbe Farma Tbk
64	KAEF	Kimia Farma Tbk
65	PYFA	Pyridam Farma Tbk
66	SCPI	Schering Plough Indonesia Tbk
67	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk
68	MRAT	Mustika Ratu Tbk
69	KICI	Kedaung Indah Can Tbk
70	KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk
71	LMPI	Langgeng Makmur Industri Tbk

## LAMPIRAN 3

### Hasil Uji Model Penelitian

#### Model Biaya Ekuitas

##### *Chow Test*

F test that all  $u_i=0$ :       $F(72, 134) = 1.98$        $\text{Prob} > F = 0.0003$

##### *Hausman Test*

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fe	re	Difference	S.E.
<hr style="border-top: 1px dashed black;"/>				
fam	-.0114034	.0161312	-.0275346	.0387826
inst	-.0374394	-.0064557	-.0309837	.0492305
lev	.0084331	.0090702	-.0006371	.0023772
mtb	-.007941	-.0040159	-.0039251	.0023842
size	.0039566	.0084126	-.004456	.0043725
perform	-.0063291	-.0084118	.0020827	.0566224

b = consistent under  $H_0$  and  $H_a$ ; obtained from xtreg

B = inconsistent under  $H_a$ , efficient under  $H_0$ ; obtained from xtreg

Test:  $H_0$ : difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(6) &= (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B) \\ &= 4.30 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 0.6356 \end{aligned}$$

*Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM Test)*

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{coe}[\text{firm},t] = Xb + u[\text{firm}] + e[\text{firm},t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
coe	.0028921	.0537784
e	.0018015	.0424435
u	.0006648	.0257834

Test: Var(u) = 0

chi2(1) = 12.72

Prob > chi2 = 0.0004

## Model Biaya Utang

### *Chow Test*

F test that all  $u_i=0$ :  $F(70, 134) = 2.11$   $\text{Prob} > F = 0.0001$

### *Hausman Test*

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	$\text{sqrt}(\text{diag}(V_b-V_B))$
	fe	re	Difference	S.E.
cgi	-.1144531	-.0685069	-.0459462	.0396802
fam	-.018101	-.0046783	-.0134227	.0163944
inst	-.0296899	-.0122725	-.0174174	.0173009
lev	.0005849	.0002025	.0003825	.0007458
mtb	-.0001883	.0003354	-.0005237	.000793
size	-.012937	-.0022845	-.0106525	.0079058
perform	.0102634	-.0112901	.0215535	.0158073
incr	-.0000203	.0000431	-.0000634	.0000849

b = consistent under  $H_0$  and  $H_a$ ; obtained from xtreg

B = inconsistent under  $H_a$ , efficient under  $H_0$ ; obtained from xtreg

Test:  $H_0$ : difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(8) = (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B)$$

$$= 10.55$$

$$\text{Prob}>\text{chi2} = 0.2287$$

### *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM Test)*

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

```
cod[firm,t] = Xb + u[firm] + e[firm,t]
```

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
cod	.0002532	.0159118
e	.0001642	.0128143
u	.0000641	.0080089

Test: Var(u) = 0

chi2(1) = 11.74

Prob > chi2 = 0.0006

## LAMPIRAN 4

### Hasil Uji Hipotesis

#### Hasil Regresi Model Biaya Ekuitas (*Random Effect Method*)

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       213
Group variable: firm                   Number of groups =        73

R-sq:  within = 0.1596                 Obs per group:  min =         1
      between = 0.2636                   avg =             2.9
      overall = 0.1873                   max =             3

Random effects u_i ~ Gaussian           Wald chi2(7)    =       37.41
corr(u_i, X) = 0 (assumed)             Prob > chi2    =       0.0000

```

---

coe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
cgi	-.1144331	.0827468	-2.47	0.016	-.2043555	.1200058
fam	.0161312	.0191486	1.90	0.076	-.0213994	.0536619
inst	-.0064557	.023575	-0.36	0.688	-.0526619	.0397505
lev	.0090702	.0019372	1.85	0.080	.0052733	.0128671
mtb	-.0040159	.0027856	-1.67	0.096	-.0094756	.0014437
perform	-.0212362	.0028355	-0.49	0.586	.0028551	.0139701
size	-.0084128	.0547477	-2.97	0.004	-.1157153	.0988917
_cons	.0585520	.0814965	0.72	0.494	-.2182822	.1011782

---

```

sigma_u | .02578336
sigma_e | .0424435
rho | .26955357 (fraction of variance due to u_i)

```

---



### Hasil Regresi Model Biaya Utang (*Random Effect Method*)

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =       213
Group variable: firm                       Number of groups =       71

R-sq:  within = 0.1438                    Obs per group: min =       3
      between = 0.2559                               avg =       3.0
      overall = 0.1744                               max =       3

Random effects u_i ~ Gaussian              Wald chi2(8)     =       26.60
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Prob > chi2      =       0.0008
-----+-----
      cod |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      cgi |  -.0685069   .0238523    -2.87  0.008    -.1152565   -.0217573
      fam |  -.0046783   .0056961    -0.84  0.206    -.0158424    .0064858
      inst | -.0122725   .0072028    -1.68  0.096    -.0263897    .0018447
      lev |   .0002025   .0005884     2.04  0.070    -.0009508    .0013557
      mtb |   .0003354   .0007829     0.52  0.562    -.0011991    .0018699
perform | -.0112903   .000998     -0.61  0.414    -.0042405   -.0003285
      incr | -.0000491   .0191891    -1.77  0.086    -.0488999    .0263198
      size | -.0022854   .0000636    -2.29  0.022    -.0000816    .0001678
      _cons |   .2260048   .025905     8.72  0.000     .175232     .2767776
-----+-----
sigma_u |   .00800893
sigma_e |   .01281427
      rho |   .28089947   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

```

## LAMPIRAN 5

### Hasil Uji Sensitivitas

#### Hasil Uji Sensitivitas Model Biaya Ekuitas

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       213
Group variable: firm                   Number of groups =        73

R-sq:  within = 0.1528                 Obs per group:  min =         1
      between = 0.2686                   avg =           2.9
      overall  = 0.1807                   max =           3

Random effects u_i ~ Gaussian          Wald chi2(7)    =       36.91
corr(u_i, X) = 0 (assumed)            Prob > chi2     =       0.0000
  
```

---

coe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
cgi	-.0534843	.0767952	-2.13	0.024	-.2040002	.0970316
fam	.0074859	.0115366	1.84	0.080	-.0156164	.0296061
inst	-.0064881	.0089138	-0.73	0.370	-.0239589	.0109827
lev	.0088018	.001918	2.01	0.074	.0050425	.012561
mtb	-.0036342	.0027491	-1.79	0.084	-.0090224	.001754
perform	-.0097706	.0549453	-0.65	0.404	-.1174613	.0979202
size	-.0081928	.002844	-2.88	0.008	.0026185	.013767
_cons	.04189	.0770062	0.54	0.552	-.1928193	.1090393

---

```

sigma_u | .02525905
sigma_e | .04243948
rho | .26157678 (fraction of variance due to u_i)
  
```

---

## Hasil Uji Sensitivitas Model Biaya Utang

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       213
Group variable: firm                   Number of groups =        71

R-sq:  within = 0.1390                 Obs per group:  min =         3
      between = 0.2508                                     avg =         3.0
      overall  = 0.1719                                     max =         3

Random effects u_i ~ Gaussian          Wald chi2(8)    =       25.34
corr(u_i, X) = 0 (assumed)            Prob > chi2     =       0.0014

```

---

cod	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
cgi	-.0625403	.0229331	-2.73	0.012	-.1074884	-.0175922
fam	-.0025699	.0036472	-0.82	0.202	-.0097183	.0045785
inst	-.0033153	.0027908	-1.70	0.094	-.0087851	.0021545
lev	.000121	.0005819	2.07	0.068	-.0010196	.0012615
mtb	.0004064	.0007723	0.43	0.648	-.0011072	.00192
perform	-.0143407	.0193231	-0.59	0.544	-.0522132	.0235318
incr	-.0000536	.0000634	-1.75	0.088	-.0000707	.0001779
size	-.002298	.0010001	-2.30	0.022	-.0042581	-.0003379
_cons	.221439	.0251742	8.80	0.000	.1720985	.2707796

---

sigma_u	.00785557					
sigma_e	.012936					
rho	.269417	(fraction of variance due to u_i)				

---