

PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN MEKANISME CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP AGENCY COST PERUSAHAAN LQ45 DI BEI TAHUN 2013

Jesica Handoko
Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya
smallbink@yahoo.com

ABSTRACT

As an internal party, manager has more information that can be pushed to benefit himself, at the expense of the principal interests. In the context of agency theory, this conflict of interest raises agency cost, which needs to be reduced. This research examines the effect of capital structure and corporate governance mechanisms in reducing agency cost. Capital structure is tested includes total debt-to-asset ratio and long-term debt-to-asset ratio. Corporate governance mechanisms consist of managerial ownership, institutional ownership, government ownership, the proportion of board of independence commissioners and audit committee. The research object is the companies that at LQ45 index for the year 2013 and data tested using Eviews's Ordinary Least Square Test. The results show that only longterm debt-to-asset ratio and the audit committee have significant effects on agency cost (AC), but not in the hypothesized direction. The results show that debt-to-asset ratio and the audit committee have significant effects on agency cost (AC2), but not in the hypothesized direction. For additional testing, i found a significantly negative effect of the long-term debt structure on the agency cost and also moderating effect of government ownership on CG mechanism.

Keywords: Capital Structure, Corporate Governance Mechanisms, Agency Cost.

PENDAHULUAN

Sebagai pengelola perusahaan, pihak manajemen mengetahui lebih banyak informasi mengenai kondisi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (prinsipal). Ketidakseimbangan penguasaan informasi ini akan memicu munculnya suatu kondisi yang disebut asimetri informasi sebagai akibat dari hubungan keagenan. Biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk mengendalikan masalah keagenan disebut *agency cost* (biaya keagenan) yang meliputi biaya untuk *monitoring*, *bonding* dan *residual loss* (Jensen dan Meckling, 1976).

Penelitian sekarang bertujuan untuk meneliti faktor-faktor apa yang dapat mengurangi *agency costs*, mencakup struktur modal dan mekanisme *corporate governance* (CG), menurut Truong (2006) dan Zheng (2013). Struktur modal menunjukkan proposi atas penggunaan

hutang (baik jangka panjang maupun jangka pendek) untuk membiayai investasinya, sehingga dengan mengetahui struktur modal, investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian investasinya. Menurut Zheng (2013), struktur modal yang optimal dapat meningkatkan efisiensi dan *corporate governance*, mengurangi masalah keagenan yang terjadi antara klien dengan agennya. Dengan kata lain struktur modal yang optimal akan mampu mengurangi biaya keagenan (Zheng, 2013).

Mekanisme CG dalam penelitian ini (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dewan komisaris dan komite audit) diduga akan mengurangi *agency cost*. Kepemilikan manajerial yaitu keadaan di mana manajer dalam suatu perusahaan memiliki saham dari perusahaan tersebut. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa *agency cost* akan rendah jika kepemilikan manajerial tinggi. Hal ini dapat terjadi karena kepemilikan saham manajerial memungkinkan adanya penyatuan kepentingan antara manajer dan pemegang saham, yang berarti makin tingginya proporsi kepemilikan saham manajerial maka manajemen akan berupaya lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham dan juga dirinya sendiri, sehingga akan menurunkan *agency cost* perusahaan tersebut.

Kepemilikan institusional yaitu keadaan di mana institusi (baik pihak swasta maupun pemerintah) memiliki saham dalam suatu perusahaan. Kepemilikan institusional yang tinggi memungkinkan dikendalikannya perilaku manajer agar tidak berusaha memaksimalkan dirinya sendiri karena kepemilikan ini mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung/melarang tindakan/keputusan manajemen, sehingga akan mengurangi *agency cost* perusahaan. Demikian pula dengan kedua mekanisme CG yang lain, yaitu dewan komisaris dan komite audit.

Dewan komisaris perusahaan merupakan pihak yang menjalankan fungsi pengawasan agar manajemen tidak melakukan perilaku yang menyimpang, sedangkan tugas utama dari komite audit pada prinsipnya adalah membantu dewan komisaris dalam melakukan fungsi pengawasan atas kinerja perusahaan. Hal tersebut terutama berkaitan dengan sistem pengendalian internal perusahaan, kemudian memastikan kualitas laporan keuangan dan meningkatkan efektivitas fungsi audit yang kemudian diverifikasi oleh eksternal auditor. Apabila komite audit menjalankan fungsinya dengan baik maka tindakan manajemen akan dapat dimonitor. Makin tingginya dewan komisaris yang diwakili oleh proporsi dewan komisaris independen dan makin efektifnya pelaksanaan fungsi komite audit, maka fungsi pengawasan perilaku manajer akan makin efektif, yang berarti *agency cost* akan menurun.

Menurut Kim dkk (2012), kepemilikan pemerintah pada suatu perusahaan dapat dilihat dari 2 sudut pandang: *development view* dan *political view*. Dari *development view*, kepemilikan pemerintah pada sektor-sektor ekonomi yang strategis seperti perbankan dibutuhkan untuk pengembangan dan pertumbuhan di bidang keuangan maupun ekonomi. Dari *political view*, kepemilikan pemerintah (terutama pada negara-negara dengan sistem keuangan dan hak kepemilikan yang buruk) adalah untuk kebutuhan penyerapan tenaga kerja dan memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang mendukung pemerintah sebagai imbal balik). Besarnya peran kepemilikan pemerintah sebagai suatu institusi, maka akan diuji pengaruh langsung maupun pemoderasi terhadap variabel *agency cost*. Barth dkk. (2000) dalam Kim dkk. (2012) menyebutkan bahwa makin tingginya kepemilikan pemerintah pada suatu bank cenderung diasosiasikan dengan efisiensi yang lebih rendah, kurangnya transaksi simpan pinjam, rendahnya produktivitas dan tingkat pertumbuhan yang rendah.

Penelitian ini merupakan *cross sectional study* yang akan mengamati perusahaan-perusahaan yang masuk dalam Indeks LQ-45 tahun 2013. Menurut Jogiyanto (2007:63) bahwa pasar modal di Indonesia masih tergolong pasar modal yang transaksinya tipis (*thin market*), yaitu pasar modal yang sebagian besar sekuritasnya kurang aktif diperdagangkan. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan data dari Indeks LQ-45 karena saham-saham yang masuk dalam Indeks LQ-45 merupakan saham yang aktif dan diminati oleh investor, terdiri dari saham-saham dengan likuiditas yang tinggi, serta memiliki kondisi keuangan yang relatif baik. Perusahaan yang masuk dalam Indeks LQ-45 terdiri dari berbagai perusahaan yang bergerak di berbagai sektor sehingga diharapkan dapat mewakili perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Keagenan dan *Agency Cost*

Dalam suatu organisasi, teori keagenan menyatakan bahwa pemilik merupakan prinsipal dan manajer merupakan agen dan terdapat kerugian agensi yang diakibatkan adanya kerugiaan akibat penyerahan kendali dari prinsipal kepada agen (Jensen dan Meckling, 1976). Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (prinsipal). Manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Sinyal ini dapat berupa pengungkapan informasi akuntansi melalui laporan keuangan. Laporan

keuangan tersebut penting bagi para pengguna eksternal karena *stakeholders* ini berada dalam kondisi yang paling besar ketidakpastiannya (Ujiyantho dan Pramuka, 2007). Ketidakseimbangan penguasaan informasi akan memicu munculnya suatu kondisi yang disebut asimetri informasi sebagai akibat dari hubungan keagenan.

Masalah keagenan antara prinsipal dan agen dari suatu perusahaan perlu diatasi. Biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk mengurangi masalah keagenan disebut *agency costs* (biaya keagenan) yang meliputi biaya untuk *monitoring*, *bonding* dan *residual loss*. Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa:

1. Biaya *monitoring by the principle* dikeluarkan untuk mengawasi perilaku agen, termasuk usaha untuk membatasi anggaran dan kebijakan kompensasi.
2. Biaya *bonding by the agent* dikeluarkan oleh agen untuk menjamin dirinya tidak akan melakukan tindakan tertentu yang merugikan prinsipal atau untuk menjamin bahwa prinsipal akan diberi kompensasi jika ia tidak mengambil banyak tindakan.
3. *The residual loss* merupakan penurunan tingkat kesejahteraan prinsipal maupun agen setelah adanya hubungan keagenan.

Besarnya *agency cost* atau biaya pengawasan yang dikeluarkan tercermin dari pemanfaatan aset perusahaan (Faisal, 2005) maupun melalui *administrative expense rate* (Zheng, 2013). Tingkat *agency cost* dapat direfleksikan dari tingginya tingkat perputaran aset. Semakin efisien penggunaan aset perusahaan maka biaya pengawasan yang dikeluarkan akan semakin kecil, sehingga tingkat kepercayaan pemegang saham terhadap manajer akan semakin besar. Semakin tinggi perputaran aset (*asset turnover*) menunjukkan semakin efektif perusahaan dalam menggunakan asetnya untuk menghasilkan penjualan. Semakin tinggi perputaran aset juga menunjukkan bahwa manajemen tidak melakukan pemborosan dalam penggunaan asetnya. Dengan kata lain *asset turnover* yang tinggi menunjukkan biaya keagenan yang rendah. Rumus *asset turnover* (AC) yaitu:

$$AC = \frac{\text{Total Penjualan}}{\text{Rata-rata total Aset}}$$

Menurut Ang dkk. (2000) dalam Zheng (2013), tingkat *agency cost* juga dapat direfleksikan dari *administrative expense rate* (AC2). Semakin efisien biaya administrasi perusahaan menunjukkan semakin efektif perusahaan dalam membiayai kegiatan administratif untuk menghasilkan penjualan. Dengan kata lain *administrative expense rate*

yang rendah menunjukkan biaya keagenan yang rendah. Rumus *administrative expense rate* yaitu:

$$AC2 = \frac{\text{Total biaya administrasi dan umum}}{\text{Total Penjualan}}$$

Struktur Modal

Struktur modal menunjukkan proposi atas penggunaan hutang (baik jangka panjang maupun jangka pendek) untuk membiayai investasinya, sehingga dengan mengetahui struktur modal, investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian investasinya. Menurut Zheng (2013), struktur modal yang optimal dapat meningkatkan efisiensi dan *corporate governance*, mengurangi masalah keagenan yang terjadi antara klien dengan agennya. Dengan kata lain struktur modal yang optimal akan mampu mengurangi biaya keagenan (Zheng, 2013). Variabel struktur modal dalam penelitian ini akan menggunakan 2 proksi seperti penelitian Zheng (2013) yaitu *debt to asset ratio* (DA) dan *long-term debt ratio* (LTD). Rasio DA menunjukkan tingkat *leverage* perusahaan atau menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menanggung kerugian tanpa merugikan kepentingan kreditor (Weygandt dkk., 2011). Makin rendah rasio DA, makin banyak *equity buffer* yang tersedia bagi kreditor. LTD terkait rasio hutang yang perlu dibayar setelah jangka waktu 1 tahun.

$$DA = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$$

$$LTD = \frac{\text{Total Hutang jangka panjang}}{\text{Total Aset}}$$

Good Corporate Governance

Good Corporate Governance (GCG) merupakan prinsip yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar mencapai keseimbangan antara kekuatan dan kewenangan perusahaan dalam memberikan pertanggungjawabannya kepada para pemegang saham khususnya dan kepada *stakeholders* pada umumnya. GCG merupakan seluruh sistem yang dibentuk mulai hak, proses, serta pengendalian yang ada baik di dalam maupun di luar manajemen perusahaan (*Good Corporate Governance*, 2007).

Secara umum terdapat lima prinsip utama dalam GCG (Yanuarto, 2012). Prinsip tersebut yaitu *Transparency*, *Accountability*, *Responsibility*, *Independency* dan *Fairness* yang biasanya diakronimkan menjadi TARIF. Prinsip *transparency* dapat diartikan sebagai

keterbukaan informasi, baik dalam proses pengambilan keputusan maupun dalam mengungkapkan informasi material dan relevan mengenai perusahaan. Prinsip *accountability* menunjukkan kejelasan fungsi, hak, kewajiban, wewenang, dan tanggung jawab antara pemegang saham, dewan komisaris, serta direksi. *Responsibility* atau tanggung jawab mengenai kesesuaian di dalam pengelolaan perusahaan terhadap prinsip korporasi yang sehat serta peraturan perundangan yang berlaku, adanya independensi yaitu bertindak secara mandiri sesuai peran dan fungsi yang dimilikinya tanpa ada tekanan, serta adanya *fairness* yaitu perlakuan yang adil dan setara di dalam memenuhi hak-hak *stakeholder* yang timbul berdasarkan perjanjian serta peraturan perundangan yang berlaku.

GCG bermanfaat untuk (FCGI, 2011):

1. Mengurangi *agency cost*, yaitu suatu biaya yang harus ditanggung pemegang saham sebagai akibat pendelegasian wewenang kepada pihak manajemen. Biaya-biaya ini dapat berupa kerugian yang timbul akibat penyalahgunaan wewenang (*wrong-doing*), ataupun biaya pengawasan yang timbul untuk mencegah terjadinya hal tersebut.
2. Mengurangi biaya modal (*cost of capital*), yaitu sebagai dampak dari pengelolaan perusahaan yang baik tadi menyebabkan tingkat bunga atas dana atau sumber daya yang dipinjam oleh perusahaan semakin kecil seiring dengan menurunnya tingkat risiko perusahaan.
3. Meningkatkan nilai saham perusahaan sekaligus dapat meningkatkan citra perusahaan tersebut kepada publik luas dalam jangka panjang.
4. Menciptakan dukungan para *stakeholder* dalam lingkungan perusahaan terhadap keberadaan dan berbagai strategi dan kebijakan yang ditempuh perusahaan, karena umumnya *stakeholders* mendapat jaminan akan manfaat maksimal dari segala tindakan dan operasi perusahaan dalam menciptakan kemakmuran dan kesejahteraan.

Mekanisme *corporate governance* (CG) merupakan suatu aturan main, prosedur dan hubungan yang jelas antara pihak yang mengambil keputusan dengan pihak yang melakukan kontrol/pengawasan terhadap keputusan tersebut. Mekanisme ini diarahkan untuk menjamin dan mengawasi berjalannya sistem *governance* dalam sebuah organisasi agar perusahaan sebagai salah satu bentuk organisasi pada umumnya, dapat mencapai tujuannya dalam usaha untuk memenuhi kepentingan para anggotanya. Mekanisme CG meliputi mekanisme internal dan eksternal. Mekanisme internal yang diteliti dalam penelitian sekarang mencakup struktur

dewan komisaris (DK), kepemilikan manajerial (KM), serta komite audit (KA) sedangkan mekanisme eksternal mencakup kepemilikan institusional (KI).

Kepemilikan institusional (KI) diukur dengan menggunakan rasio antara jumlah lembar saham yang dimiliki oleh institusi terhadap jumlah lembar saham perusahaan yang beredar secara keseluruhan (Ujiyantho dan Pramuka, 2007). Institusi yang dimaksud dapat mencakup pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian dan institusi lainnya pada akhir tahun. Dari pengertian tersebut, penelitian sekarang akan menggunakan variabel *dummy* untuk mengetahui apakah perusahaan yang sahamnya dimiliki juga oleh pemerintah (dGov) lebih efektif dalam mengurangi *agency cost*. Menurut Handayani (2007) dengan pengawasan yang optimal dari pemegang saham institusi terhadap pihak manajemen maka diharapkan keputusan atau kebijakan yang diambil oleh manajemen dapat lebih meningkatkan kinerja perusahaan melalui pengurangan *agency cost*.

Dengan kepemilikan manajerial (KM), manajer yang sekaligus pemegang saham tentunya akan menyelaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara dalam perusahaan tanpa kepemilikan manajerial, manajer yang bukan pemegang saham kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri. Menurut Rustendi dan Jimmi (2008, dalam Arida, 2010) kepemilikan manajerial diukur dengan menggunakan rasio antara jumlah saham yang dimiliki manajer atau direksi terhadap total saham yang beredar.

Untuk mengatasi kemungkinan adanya asimetri informasi, pemegang saham menunjuk dewan komisaris sebagai perwakilan mereka untuk mengawasi aktivitas manajemen. Dengan asumsi dewan komisaris mewakili pemegang saham, baik pengendali maupun minoritas, maka dewan komisaris merupakan alat pengendalian dan merupakan elemen yang sangat penting dalam mekanisme internal CG. Indonesia mengadopsi sistem *dual board*, yang terdiri dari dewan direksi dan dewan komisaris. Wardhani (2008) menyebutkan bahwa dewan direksi dalam suatu perusahaan akan menentukan kebijakan yang akan diambil atau strategi perusahaan tersebut secara jangka pendek maupun jangka panjang dan peran dewan komisaris dalam suatu perusahaan lebih ditekankan pada fungsi *monitoring* dari kebijakan direksi. Berdasarkan perspektif agensi, fungsi *monitoring* dewan komisaris, terutama dewan komisaris independen (DK), sangat krusial dalam mengurangi tindakan oportunistik agen atau mengurangi *agency cost*.

Tugas utama dari komite audit (KA) pada prinsipnya adalah membantu dewan komisaris dalam melakukan fungsi pengawasan atas kinerja perusahaan. Hal tersebut terutama berkaitan dengan sistem pengendalian internal perusahaan, kemudian memastikan kualitas laporan keuangan dan meningkatkan efektivitas fungsi audit yang kemudian diverifikasi oleh eksternal auditor. Dalam gambaran tersebut, dapat dikatakan bahwa komite audit berfungsi sebagai jembatan penghubung antara perusahaan dengan eksternal audit (Balafif, 2010). Menurut peraturan BEI dan BAPEPAM atau-LK, setiap perusahaan publik yang terdaftar di BEI wajib memiliki komite audit yang independen dan minimal beranggotakan tiga orang, terdiri dari satu orang komisaris independen sebagai ketua dan minimal dua orang pihak eksternal yang independen sebagai anggota.

Pengembangan Hipotesis

Menurut Zheng (2013), tingkat hutang dapat mengurangi *agency cost* setidaknya melalui 2 alasan. Pertama, skedul pembayaran pokok dan atau bunga hutang pada tanggal yang telah ditentukan akan mencegah manajemen untuk *overinvestment* dalam menggunakan *free cash flow*. Kedua, pembelian kembali saham yang beredar akan dapat dilakukan apabila perusahaan memperoleh dana yang cukup dari berhutang. Jika terjadi *share purchasing* maka total saham beredar akan berkurang yang akan berarti terdapat peningkatan nilai laba per lembar saham. Kondisi ini dapat menjadi insentif bagi manajer, apalagi jika mereka juga memiliki saham perusahaan.

Seperti yang telah disebutkan pada bagian sebelumnya, struktur hutang dapat mencakup hutang jangka pendek maupun jangka panjang. Penelitian Zheng (2013) masih menunjukkan kontradiksi hasil antara pengaruh total hutang (DA) maupun hutang jangka panjang (LTD) terhadap *agency cost*, sehingga penelitian sekarang pada obyek perusahaan terbuka di Indonesia juga akan menggunakan proksi yang juga digunakan oleh Zheng (2000). Berdasarkan penjelasan tersebut dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

- H₁ : Terdapat pengaruh negatif antara struktur modal *debt to asset* dengan *agency cost*
H₂ : Terdapat pengaruh negatif antara struktur modal *long-term debt to asset* dengan *agency cost*

Biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk mengurangi masalah keagenan disebut *agency costs*. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa *agency cost* akan rendah jika kepemilikan manajerial tinggi. Hal ini dapat terjadi karena kepemilikan saham manajerial memungkinkan adanya penyatuan kepentingan antara manajer dan pemegang saham, yang

berarti makin tingginya proporsi kepemilikan saham manajerial maka manajemen akan berupaya lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham dan juga dirinya sendiri. Dengan demikian, meningkatnya kepemilikan saham manajerial akan meminimumkan *agency cost* yang merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₃ : Terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dengan *agency cost*

Institusi dapat menjadi alat monitoring terhadap kebijakan-kebijakan yang dibuat perusahaan karena institusi dianggap lebih mempunyai pengalaman dalam menjalankan operasional sebuah perusahaan daripada investor publik lainnya (Handayani, 2007). Kepemilikan institusional yang tinggi memungkinkan dikendalikannya perilaku manajer agar tidak berusaha memaksimalkan dirinya sendiri karena kepemilikan ini mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung/melarang tindakan/keputusan manajemen, sehingga manajer akan berupaya untuk meningkatkan kinerja perusahaan, Dengan kata lain makin tingginya kepemilikan institusional akan mengurangi *agency cost*. Berdasarkan penjelasan di atas akan diuji hipotesis:

H₄ : Terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan institusional dengan *agency cost*

Wardhani (2008) menyebutkan bahwa dewan direksi dalam suatu perusahaan akan menentukan kebijakan yang akan diambil atau strategi perusahaan tersebut secara jangka pendek maupun jangka panjang dan peran dewan komisaris dalam suatu perusahaan lebih ditekankan pada fungsi *monitoring* dari kebijakan direksi. Berdasarkan perspektif agensi, fungsi *monitoring* sangat krusial dalam membatasi tindakan oportunistik agen dan mereduksi biaya keagenan. Terkait dengan fungsi pengawasan dan pemberian nasihat tersebut, maka dewan komisaris dengan ukuran yang lebih besar akan mampu menjalankan fungsinya dengan lebih baik, sehingga *agency cost* akan menurun. Berdasarkan penjelasan di atas akan diuji hipotesis:

H₅ : Terdapat pengaruh negatif antara dewan komisaris dengan *agency cost*

Tugas utama dari komite audit pada prinsipnya adalah membantu dewan komisaris dalam melakukan fungsi pengawasan atas kinerja perusahaan. Hal tersebut terutama berkaitan dengan sistem pengendalian internal perusahaan, kemudian memastikan kualitas laporan keuangan dan meningkatkan efektivitas fungsi audit yang kemudian diverifikasi oleh eksternal auditor. Apabila komite audit menjalankan fungsinya dengan baik maka tindakan manajemen akan dapat dimonitor agar tetap berfokus pada peningkatan kinerja untuk

kemakmuran pemegang saham. Dengan kata lain, komite audit yang efektif akan menurunkan *agency cost*. Berdasarkan penjelasan di atas akan diuji hipotesis:

H₆ : Terdapat pengaruh negatif antara komite audit dengan *agency cost*

Institusi yang dimaksud dapat mencakup pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian dan institusi lainnya. Menurut Kim dkk. (2012), kepemilikan pemerintah pada suatu perusahaan dapat dilihat dari 2 sudut pandang: *development view* dan *political view*. Dari *development view*, kepemilikan pemerintah pada sektor-sektor ekonomi yang strategis seperti perbankan dibutuhkan untuk pengembangan dan pertumbuhan di bidang keuangan maupun ekonomi. Dari *political view*, kepemilikan pemerintah (terutama pada negara-negara dengan sistem keuangan dan hak kepemilikan yang buruk) adalah untuk kebutuhan penyerapan tenaga kerja dan memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang mendukung pemerintah sebagai imbal balik. Dari pengertian tersebut, penelitian sekarang akan menggunakan variabel *dummy* untuk mengetahui apakah perusahaan yang sahamnya dimiliki juga oleh pemerintah (dGov) lebih efektif ataukah memperlemah peran mekanisme CG dalam mengurangi *agency cost*.

Barth dkk. (2000) dalam Kim dkk. (2012) menyebutkan bahwa makin tingginya kepemilikan pemerintah pada suatu bank cenderung diasosiasikan dengan efisiensi yang lebih rendah, kurangnya transaksi simpan pinjam, rendahnya produktivitas dan tingkat pertumbuhan yang rendah. Dari pengertian *political view* tersebut, diduga adanya kepemilikan pemerintah dapat memperlemah peran mekanisme CG sebagaimana yang telah dijelaskan pada bagian sebelumnya. Berdasarkan penjelasan di atas akan diuji hipotesis:

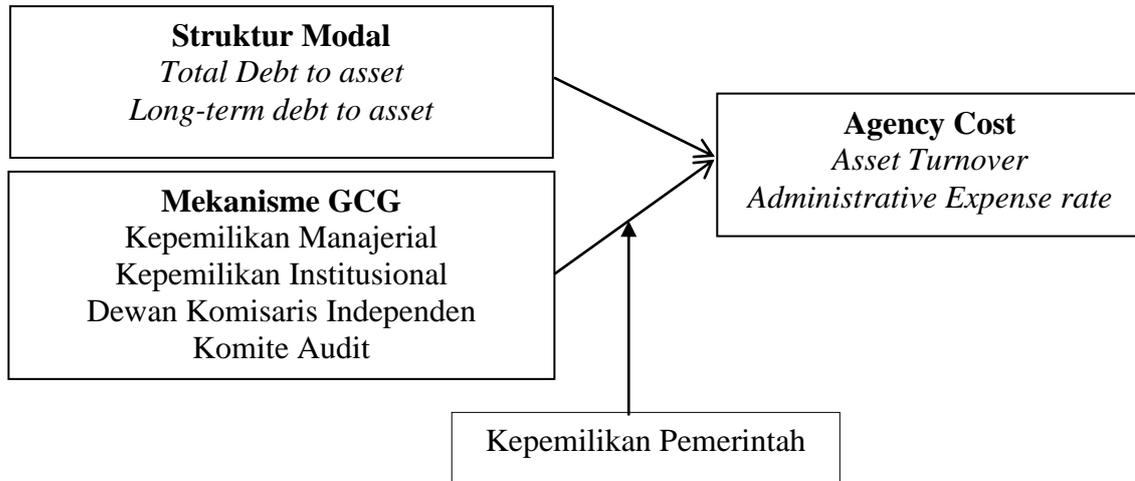
H_{7.1}: Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *agency cost* akan dimoderasi oleh kepemilikan pemerintah

H_{7.2}: Pengaruh kepemilikan institusional terhadap *agency cost* akan dimoderasi oleh kepemilikan pemerintah

H_{7.3}: Pengaruh dewan komisaris terhadap *agency cost* akan dimoderasi oleh kepemilikan pemerintah

H_{7.4}: Pengaruh komite audit terhadap *agency cost* akan dimoderasi oleh kepemilikan pemerintah

Model Penelitian



Gambar 1. Model Penelitian

METODE

Definisi Operasional Variabel

Variabel dependen adalah *agency cost* yang diukur dengan 2 ukuran yaitu *asset turnover* (AC) dan *administrative expense rate* (AC2) seperti penelitian Zheng (2013). Rumus *asset turnover* (AC) dan *administrative expense rate* (AC2) yaitu:

$$AC = \frac{\text{Total Penjualan}}{\text{Rata-rata total Aset}}$$

$$AC2 = \frac{\text{Total biaya administrasi dan umum}}{\text{Total Penjualan}}$$

Variabel independen adalah struktur modal dan mekanisme *corporate governance* (CG). Struktur modal diukur dengan 2 proksi yaitu *debt to asset ratio* (DA) dan *long-term debt ratio* (LTD).

$$DA = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$$

$$LTD = \frac{\text{Total Hutang jangka panjang}}{\text{Total Aset}}$$

CG mencakup keempat mekanisme berikut:

1. Kepemilikan manajerial (KM) adalah situasi di mana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan (Christiawan dan Tarigan, 2007). Kepemilikan manajerial diukur dari jumlah

saham yang dimiliki manajer atau direksi terhadap total saham yang beredar (Rustendi dan Jimmi, 2008; dalam Arida, 2010).

$$KM = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham oleh direksi}}{\text{Total saham yang beredar}}$$

2. Kepemilikan institusional (KI) merupakan proporsi kepemilikan saham oleh institusi seperti perusahaan asuransi, bank, dan perusahaan-perusahaan investasi (Ujiyantho dan Pramuka, 2007; dalam Arida 2010). Kepemilikan institusional diukur dari jumlah lembar saham yang dimiliki oleh institusi terhadap jumlah lembar saham perusahaan yang beredar secara keseluruhan.

$$KI = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham oleh institusi}}{\text{Total saham yang beredar}}$$

3. Proporsi dewan komisaris independen (DK) merupakan jumlah dewan komisaris independen dibagi dengan total dewan komisaris. Informasi ini diperoleh dari laporan keuangan perusahaan dan dari pengumuman yang dikeluarkan BEI.

$$DK = \frac{\text{Jumlah dewan komisaris independen}}{\text{Total jumlah dewan komisaris}}$$

4. Efektivitas peran komite audit dipengaruhi oleh beberapa karakteristik yang telah dibuktikan pada penelitian sebelumnya, yaitu independensi, aktivitas, ukuran, dan kompetensi komite audit. Penelitian sekarang menggunakan ukuran KA yaitu jumlah anggota komite audit.

Jenis Data dan Sumber Data

Jenis data adalah data sekunder yaitu berupa semua informasi dalam laporan keuangan perusahaan, baik laba rugi, neraca, dan informasi lainnya yang dikumpulkan dari laporan keuangan auditan dan laporan tahunan (*annual report*) pada perusahaan yang masuk dalam Indeks LQ-45 periode tahun 2013. Data tersebut terdapat pada *database* BEI yang tersedia secara *online* pada situs www.idx.co.id.

Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang *go public* yang masuk dalam Indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia. Pengambilan sampel berbasis pada non probabilitas (pemilihan non *random*) yang metodenya dilakukan dengan *purposive sampling*, yaitu dengan mengambil sampel dari populasi berdasarkan suatu kriteria *judgment*

(pertimbangan). Berdasarkan masalah dan tujuan penelitian, maka penetapan sampel sasaran penelitian ini dilakukan dengan menggunakan kriteria sebagai berikut:

- a. Perusahaan-perusahaan yang masuk dalam Indeks LQ-45 periode tahun 2013.
- b. Perusahaan memiliki data lengkap yang dibutuhkan.

Teknik Analisis Data

Teknik analisis untuk pengujian regresi berganda akan menggunakan alat statistik Eviews 7. Ada 2 teknik analisis utama yaitu: (a) uji asumsi klasik dan (b) uji-t untuk menerima atau menolak hipotesis alternatif (H1-H6). Uji asumsi klasik untuk data *cross-sectional* penelitian ini akan meliputi: uji normalitas dengan Jarque-Bera, uji multikolinearitas dengan melihat nilai Variance-Inflating Factor (VIF) serta uji heterokedastisitas White *test* menurut Gujarati dan Porter (2010). Persamaan estimasi dapat dituliskan sebagai berikut:

$$AC2 = C_1 + C_2*DA + C_3*LTD + C_4*KM + C_5*KI + C_6*DGOV + C_7*DK + C_8*KA + e$$

Pengujian efek moderasi akan dituliskan dengan persamaan estimasi berikut ini:

$$AC2 = C_1 + C_2*DA + C_3*LTD + C_4*KM + C_5*KI + C_6*DGOV + C_7*DK + C_8*KA + C_9*DGOV*KM + C_9*DGOV*KI + C_9*DGOV*DK + C_9*DGOV*KA + e$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Karakteristik Objek Penelitian dan Statistik Deskriptif

Dalam setahun, Bursa Efek Indonesia akan mengumumkan perusahaan-perusahaan yang termasuk indeks LQ45 sebanyak 2x, yaitu untuk periode Februari s/d Juli dan periode Agustus s/d Januari tahun berikutnya. LQ45 adalah 45 saham yang merupakan saham-saham dengan transaksi terbanyak di Bursa Efek Indonesia. Dengan berfokus pada perusahaan-perusahaan LQ45, maka diharapkan hasil penelitian sekarang dapat berkontribusi bagi sebagian besar investor karena perusahaan-perusahaan yang masuk dalam indeks LQ45 adalah perusahaan dengan likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi. Dari 2 masa pengumuman tersebut (yang diumumkan pada bulan Februari dan Agustus), maka Tabel 1 akan menyajikan nama-nama perusahaan sampel penelitian sekarang yang berjumlah 48 perusahaan.

Tabel 1. Sampel Penelitian

No	Kode dan Nama Perusahaan
1	AALI Astra Agro Lestari Tbk. [S] (Plantation)
2	ADRO Adaro Energy Tbk. [S] (Coal Mining)
3	AKRA AKR Corporindo Tbk. [S] (Wholesale (Durable and Non Durable Goods))
4	ANTM Aneka Tambang (Persero) Tbk. [S] (Metal and Mineral Mining)
5	ASII Astra International Tbk. [S] (Automotive and Components)
6	ASRI Alam Sutera Realty Tbk. [S] (Property and Real Estate)
7	BBCA Bank Central Asia Tbk. (Bank)
8	BBNI Bank Negara Indonesia Tbk. (Persero) (Bank)
9	BBRI Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk. (Bank)
10	BBTN Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk. (Bank)
11	BDMN Bank Danamon Tbk. (Bank)
12	BHIT MNC Investama Tbk. (Investment Company)
13	BKSL Sentul City Tbk. [S] (Property and Real Estate)
14	BMRI Bank Mandiri (Persero) Tbk. (Bank)
15	BMTR Global Mediacom Tbk. [S] (Investment Company)
16	BSDE Bumi Serpong Damai Tbk. [S] (Property and Real Estate)
17	BUMI Bumi Resources Tbk. (Coal Mining)
18	BWPT BW Plantation Tbk. (Plantation)
19	CPIN Charoen Pokphand Indonesia Tbk. [S] (Animal Feed)
20	EXCL XL Axiata Tbk. [S] (Telecommunication)
21	GGRM Gudang Garam Tbk. (Tobacco Manufacturers)
22	GIAA Garuda Indonesia (Persero) Tbk. [S] (Transportation)
23	HRUM Harum Energy Tbk. [S] (Coal Mining)
24	ICBP Indofood CBP Sukses Makmur Tbk. [S] (Food and Beverages)
25	IMAS Indomobil Sukses Internasional Tbk. (Automotive and Components)
26	INCO Vale Indonesia Tbk. [S] (Metal and Mineral Mining)
27	INDF Indofood Sukses Makmur Tbk. [S] (Food and Beverages)
28	INDY Indika Energy Tbk. [S] (Non-Building Construction)
29	INTP Indocement Tunggul Prakasa Tbk. [S] (Cement)
30	ITMG Indo Tambangraya Megah Tbk. [S] (Coal Mining)
31	JSMR Jasa Marga (Persero) Tbk. (Toll Road, Airport, Harbor and Allied Products)
32	KLBF Kalbe Farma Tbk. [S] (Pharmaceuticals)
33	LPKR Lippo Karawaci Tbk. [S] (Property and Real Estate)
34	LSIP PP London Sumatera Tbk. [S] (Plantation)
35	MAIN Malindo Feedmill Tbk. [S] (Animal Feed)
36	MAPI Mitra Adiperkasa Tbk. [S] (Retail Trade)
37	MLPL Multipolar Tbk. [S] (Investment Company)
38	MNCN Media Nusantara Citra Tbk. [S] (Advertising, Printing and Media)
39	PGAS Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk. [S] (Energy)

No	Kode dan Nama Perusahaan
40	PTBA Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk. [S] (Coal Mining)
41	PWON Pakuwon Jati Tbk. [S] (Property and Real Estate)
42	SMCB Holcim Indonesia Tbk. [S] (Cement)
43	SMGR Semen Indonesia (Persero) Tbk. [S] (Cement)
44	SSIA Surya Semesta Internusa Tbk. [S] (Building Construction)
45	TLKM Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk. (Telecommunication)
46	UNTR United Tractors Tbk. [S] (Wholesale (Durable and Non-Durable Goods))
47	UNVR Unilever Indonesia Tbk. [S] (Cosmetics and Household)
48	WIKA Wijaya Karya (Persero) Tbk. [S] (Building Construction)

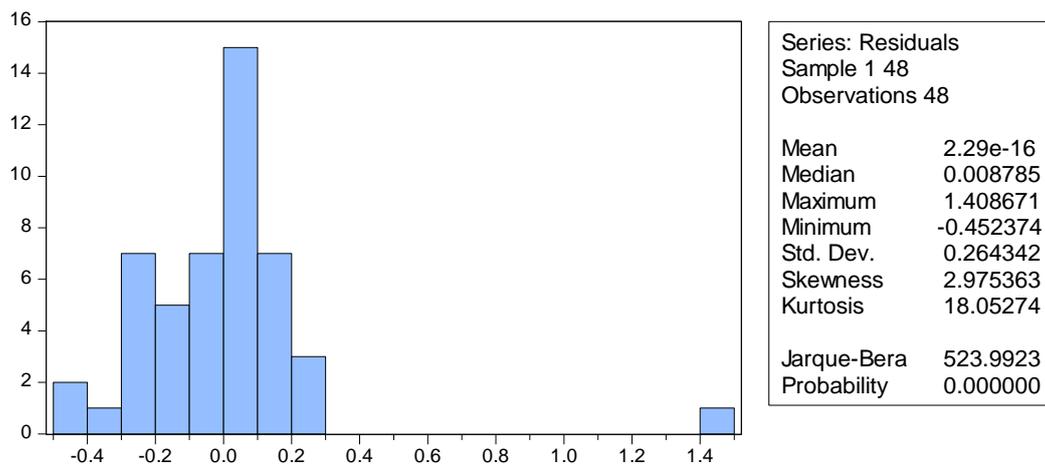
Selanjutnya Tabel 2. akan menyajikan statistik deskriptif sampel penelitian.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	AC2	DA	LTD	KI	KM	DGOV	DK	KA
Mean	0.177504	0.515701	0.186597	0.606408	0.004734	0.250000	0.416964	3.645833
Median	0.063119	0.506201	0.172286	0.633003	0.000111	0.000000	0.400000	3.000000
Maximum	2.335212	1.043256	0.532324	0.975416	0.070748	1.000000	0.800000	8.000000
Minimum	0.014150	0.136412	0.006674	0.000510	0.000000	0.000000	0.250000	2.000000
Std. Dev.	0.367981	0.216785	0.128898	0.179688	0.014084	0.437595	0.111783	1.263052
Skewness	4.598111	0.374272	0.672103	-0.862437	3.896522	1.154701	1.359965	1.907971
Kurtosis	26.20455	2.495285	2.917691	4.908197	17.51547	2.333333	4.637919	5.951995
Jarque-Bera	1246.043	1.630111	3.627333	13.23281	542.8607	11.55556	20.16160	46.55137
Probability	0.000000	0.442615	0.163055	0.001338	0.000000	0.003096	0.000042	0.000000
Sum	8.520213	24.75364	8.956646	29.10757	0.227223	12.00000	20.01429	175.0000
Sum Sq. Dev.	6.364255	2.208795	0.780892	1.517519	0.009323	9.000000	0.587286	74.97917
Observations	48	48	48	48	48	48	48	48

Analisis Data

Gambar 2 menunjukkan hasil uji normalitas dengan Jarque-Bera. Hasil pengujian normalitas menggunakan nilai Jarque-Bera 523,9923 dengan nilai probabilitas 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa *error* tidak terdistribusi normal. Selanjutnya hasil pengujian multikolinearitas pada tabel 3 menghasilkan nilai VIF kurang dari 10 yang berarti tidak terdapat masalah multikolinearitas antar variabel independen. Pada tabel 4 dapat diketahui bahwa hasil pengujian heterokedastisitas White menunjukkan nilai Obs*R-squared sebesar 11,674. Nilai ini apabila dibandingkan dengan tabel Chi-Square untuk $df = 40$ dan probabilitas 0,05 maka nilai Chi-Square hitung lebih kecil dari nilai Chi-Square tabel yang sebesar 55,7585. Dapat dikatakan tidak terjadi masalah heterokedastisitas.



Gambar 2. Hasil Uji Normalitas

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinearitas

Variance Inflation Factors			
Date: 09/11/14 Time: 02:06			
Sample: 1 48			
Included observations: 48			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.096731	56.55046	NA
DA	0.070921	12.93462	1.907935
LTD	0.152649	4.559057	1.451826
KM	9.936181	1.258474	1.128304
KI	0.057046	13.31809	1.054354
DGOV	0.016757	2.449166	1.836875
DK	0.228029	24.80814	1.631058
KA	0.002373	20.60911	2.167257

Tabel 4. Hasil Uji Heterokedastisitas White

F-statistic	1.986237	Prob. F(7,40)	0.0812
Obs*R-squared	12.38090	Prob. Chi-Square(7)	0.0887
Scaled explained SS	73.30840	Prob. Chi-Square(7)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

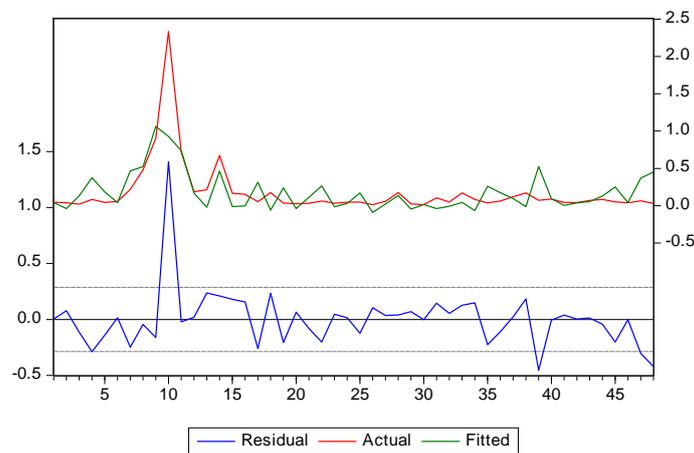
Method: Least Squares

Sample: 1 48

Included observations: 48

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.126893	0.133613	-0.949700	0.3480
DA^2	0.262278	0.208291	1.259191	0.2153
LTD^2	-0.280942	0.722948	-0.388606	0.6996
KM^2	3.024164	44.81374	0.067483	0.9465
KI^2	0.011512	0.203618	0.056537	0.9552
DGOV^2	0.007791	0.116590	0.066826	0.9471
DK^2	-0.037602	0.429739	-0.087499	0.9307
KA^2	0.008593	0.004443	1.934149	0.0602
R-squared	0.257935	Mean dependent var	0.068421	
Adjusted R-squared	0.128074	S.D. dependent var	0.285534	
S.E. of regression	0.266623	Akaike info criterion	0.345046	
Sum squared resid	2.843504	Schwarz criterion	0.656913	
Log likelihood	-0.281113	Hannan-Quinn criter.	0.462901	
F-statistic	1.986237	Durbin-Watson stat	2.903696	
Prob(F-statistic)	0.081194			

Tidak terdistribusinya *error* secara normal yang dapat dilihat pada Gambar 2, maka dilakukan pembuangan terhadap data *outlier*. Gambar 3 menunjukkan grafik data aktual, *fitted* dan residual yang menjadi pedoman untuk menelusur data *outlier*.



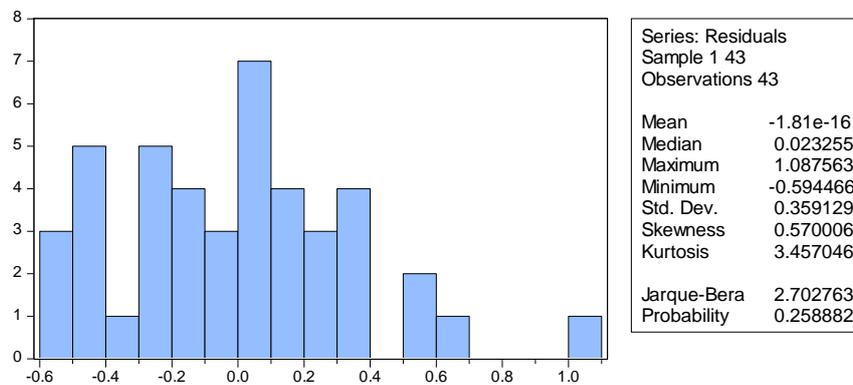
Gambar 3. Grafik Data Aktual, *Fitted* dan Residual

Setelah menghilangkan data *outlier*, hasil pengujian Ordinary Least Square menggunakan Eviews 7 menunjukkan koefisien dan uji asumsi klasik yang dapat dilihat pada tabel-tabel berikut. Hasil pengujian dengan tes Jarque-Bera menunjukkan bahwa error telah

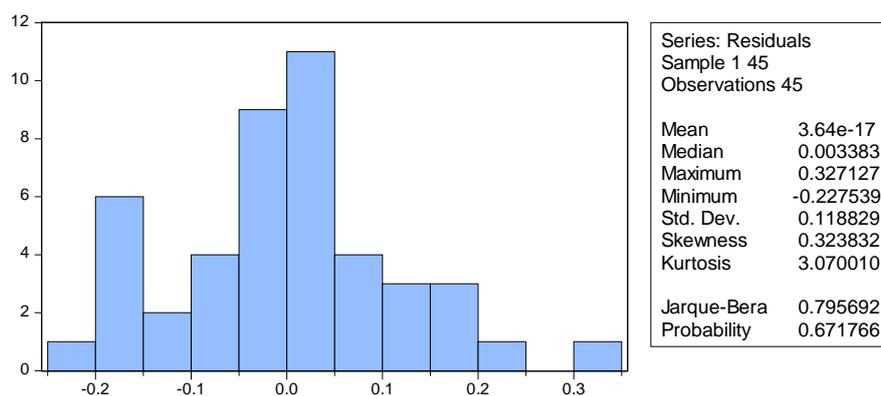
terdistribusi normal, disamping tidak terdapat masalah multikolinieritas maupun masalah heterokedastisitas, baik untuk variabel dependen yang diukur dengan AC maupun AC2.

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinieritas Tanpa Data *Outlier*

Variable	Proksi AC			Proksi AC2		
	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.251359	69.83591	NA	0.021404	57.36078	NA
DA	0.163243	13.93830	2.238776	0.016721	13.39206	1.966446
LTD	0.328493	4.791680	1.592695	0.032721	4.657439	1.494670
KM	18.95523	1.270186	1.131224	2.034805	1.259350	1.124605
KI	0.121004	13.10723	1.099193	0.011687	12.52301	1.052259
DGOV	0.038137	2.710548	2.017152	0.003587	1.922543	1.538035
DK	0.737124	36.19302	1.827822	0.049846	25.11411	1.680878
KA	0.005117	21.09352	2.381997	0.000619	21.74601	1.813396



Gambar 4. Hasil Uji Normalitas Proksi AC Tanpa Data *Outlier*



Gambar 5. Hasil Uji Normalitas Proksi AC2 Tanpa Data *Outlier*

Tabel 6. Hasil Uji Heterokedastisitas White Test Tanpa Data Outlier

Proksi AC				Proksi AC2			
F-statistic	0.584118	Prob. F(7,35)	0.7641	F-statistic	2.558221	Prob. F(7,37)	0.0297
Obs*R-squared	4.497945	Prob. Chi-Square(7)	0.7210	Obs*R-squared	14.67630	Prob. Chi-Square(7)	0.0404
Scaled explained SS	3.660974	Prob. Chi-Square(7)	0.8179	Scaled explained SS	10.26922	Prob. Chi-Square(7)	0.1738

Tabel 7. Hasil Uji Hipotesis Proksi AC Tanpa Data Outlier

Dependent Variable: AC

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 1 43

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.703741	0.501357	5.392849	0.0000
DA	0.257059	0.404033	0.636231	0.5288
LTD	-1.739731	0.573143	-3.035424	0.0045
KM	-3.621659	4.353761	-0.831846	0.4111
KI	-0.242396	0.347856	-0.696829	0.4905
DGOV	0.001032	0.195287	0.005287	0.9958
DK	-2.896994	0.858559	-3.374251	0.0018
KA	-0.136117	0.071533	-1.902859	0.0653
R-squared	0.440984	Mean dependent var	0.664853	
Adjusted R-squared	0.329181	S.D. dependent var	0.480329	
S.E. of regression	0.393407	Akaike info criterion	1.138295	
Sum squared resid	5.416906	Schwarz criterion	1.465960	
Log likelihood	-16.47334	Hannan-Quinn criter.	1.259128	
F-statistic	3.944291	Durbin-Watson stat	1.478546	
Prob(F-statistic)	0.002850			

Hasil uji regresi berganda dapat disajikan di bawah ini.

$$AC = 2.703741 + 0.257059*DA - 1,739731*LTD - 3,621659*KM - 0.0242396*KI +$$

$$SE \quad (0.501357) \quad (0.404033) \quad (0.573143) \quad (4.353761) \quad (0.347856)$$

$$t-stat \quad (5,392849)^* \quad (0.636231) \quad (-3.035424)^* \quad (-0.831846) \quad (-0.696829)$$

$$0.001032*DGOV - 2,896994*DK - 0.136117*KA$$

$$SE \quad (0.195287) \quad (0.858559) \quad (0.024878)$$

$$t-stat \quad (0.005287) \quad (-3.374251)^* \quad (-1.902859)$$

F-stat = 3.944291, prob 0.002850; $R^2 = 0.440984$

* Signifikan pada tingkat 0.05

Analisis penelitian menunjukkan bahwa:

1. Konstanta C_1 memiliki probabilitas sebesar 0.000 atau signifikan. Hal ini berarti saat tidak terdapat struktur hutang maupun mekanisme CG, terdapat *agency cost* perusahaan sampel sebesar 0.41 satuan.
2. Ditemukan pengaruh signifikan (dengan tingkat signifikansi 5%) dari variabel struktur hutang untuk proksi *long-debt to asset* serta pengaruh signifikan dari variabel dewan komisaris. Ditemukan pula pengaruh signifikan (dengan tingkat signifikansi 10%) dari variabel komite audit. Akan tetapi karena arah yang dihipotesiskan berlawanan dengan temuan, maka hipotesis H2, H5 dan H6 ditolak.
3. Tidak ditemukan pengaruh signifikan dari variabel struktur hutang *debt to asset* maupun mekanisme CG KM, dan KI. Dengan kata lain, hipotesis H1, H3, dan H4 ditolak.
4. Nilai R^2 (*goodness of fit*) adalah 44,1%

Tabel 8. Hasil Uji Hipotesis Proksi AC2 Tanpa Data *Outlier*

Dependent Variable: AC2

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 1 42

Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.513047	0.129403	-3.964719	0.0004
DA	0.170221	0.119102	1.429212	0.1621
LTD	-0.080157	0.163350	-0.490709	0.6268
KM	2.420924	1.691227	1.431460	0.1614
KI	0.045950	0.093164	0.493211	0.6250
DGOV	-0.036914	0.054774	-0.673930	0.5049
DK	0.245357	0.193992	1.264777	0.2146
KA	0.127008	0.023093	5.499775	0.0000
R-squared	0.675485	Mean dependent var	0.122279	
Adjusted R-squared	0.608673	S.D. dependent var	0.177551	
S.E. of regression	0.111069	Akaike info criterion	-1.387689	
Sum squared resid	0.419434	Schwarz criterion	-1.056705	
Log likelihood	37.14147	Hannan-Quinn criter.	-1.266370	
F-statistic	10.11026	Durbin-Watson stat	1.527440	
Prob(F-statistic)	0.000001			

Hasil uji regresi berganda dapat disajikan di bawah ini.

AC2 =	-0.513047	+ 0.170221*DA	- 0.080157*LTD	+ 2.420924*KM	+ 0.045950*KI	
SE	(0.129403)	(0.119102)	(0.163350)	(1.691227)	(0.093164)	
t-stat	(-3.964719)*	(1.429212)	(-0.490709)	(1.431460)	(0.493211)	

$$0.009286*DG\text{OV} + 0.215223*DK + 0.094710*KA$$

SE	(0.054774)	(0.193992)	(0.023093)
t-stat	(-0.673930)	(1.264777)	(5.499775)*

$$F\text{-stat} = 10.11026, \text{ prob } 0.000001; R^2 = 0.675485$$

* Signifikan pada tingkat 0.05

Analisis penelitian menunjukkan bahwa:

1. Konstanta C_1 memiliki probabilitas sebesar 0.0004 atau signifikan. Hal ini berarti saat tidak terdapat struktur hutang maupun mekanisme CG, *agency cost* perusahaan sampel akan menurun sebesar 0.51 satuan. Diduga hal ini disebabkan oleh mekanisme lain yang dimiliki oleh perusahaan sampel yang merupakan perusahaan publik, yang dapat mencakup sistem, audit, pengaturan Bapepam dan sebagainya yang membatasi perilaku manajemen sehingga *agency cost* dapat dikurangi.
2. Ditemukan pengaruh signifikan dari variabel struktur hutang untuk proksi *debt to asset* serta pengaruh signifikan dari variabel komite audit. Akan tetapi karena arah yang dihipotesiskan berlawanan dengan temuan, maka hipotesis H1 dan H6 ditolak.
3. Tidak ditemukan pengaruh signifikan dari variabel struktur hutang LTD maupun mekanisme CG lainnya (KM, KI, dan DK). Dengan kata lain, hipotesis H2 s/d H5 juga ditolak.
4. Nilai R^2 (*goodness of fit*) adalah 61,0517%.

Selanjutnya pengujian regresi dengan variabel pemoderasi, dapat disajikan hasil uji regresi berganda sebagai berikut berdasarkan tabel 9:

Hasil uji regresi berganda dapat disajikan di bawah ini.

AC2 = -0.368212 + 0.202656*DA - 0.136183*LTD + 1.990766*KM + 6.90E-05*KI - 0.356526*DGOV + 0.131177*DK
 SE (0.179240) (0.134405) (0.184835) (1.378772) (0.140261) (0.272319) (0.224535)
 t-stat (-2.054293)* (1.507797) (-0.736782) (1.443870) (0.000492) (-1.309223) (0.584217)

+ 0.103858*KA + 33.81258*DGOV*KM - 0.290825*DGOV*KI + 1.130085*DGOV*DK + 0.005248*DGOV*KA
 SE (0.034666) (27.64428) (0.262361) (0.459158) (0.045623)
 t-stat(2.996003)* (1.223131) (-1.108494) (2.461212)* (0.115026)

F-stat = 6.469762, prob 0.000013; R² = 0.683202

* Signifikan pada tingkat 0.05

Tabel 9. Hasil Uji Hipotesis Proksi AC dengan Variabel Moderasi Tanpa Data Outlier

Dependent Variable: AC

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 1 43

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.653902	0.630061	4.212136	0.0002
DA	0.735120	0.423236	1.736901	0.0923
LTD	-2.372113	0.574757	-4.127159	0.0003
KM	-3.038996	4.048805	-0.750591	0.4586
KI	-0.024894	0.457956	-0.054359	0.9570
DGOV	1.078575	0.836492	1.289403	0.2068
DK	-2.329121	0.851850	-2.734193	0.0102
KA	-0.271135	0.123479	-2.195801	0.0357
DGOV*KI	0.107804	0.809367	0.133196	0.8949
DGOV*KM	45.18064	89.01314	0.507573	0.6153
DGOV*DK	-4.851147	1.568617	-3.092627	0.0042
DGOV*KA	0.187920	0.142218	1.321345	0.1961
R-squared	0.580186	Mean dependent var	0.664853	
Adjusted R-squared	0.431220	S.D. dependent var	0.480329	
S.E. of regression	0.362252	Akaike info criterion	1.037975	
Sum squared resid	4.068027	Schwarz criterion	1.529472	
Log likelihood	-10.31645	Hannan-Quinn criter.	1.219224	
F-statistic	3.894752	Durbin-Watson stat	1.922200	
Prob(F-statistic)	0.001365			

Saat diuji dengan variabel pemoderasi kepemilikan pemerintah (dGov), hasil pada tabel 9 tetap ditemukan pengaruh signifikan dari konstanta, variabel *long-debt to asset*, variabel dewan komisaris maupun komite audit, sama seperti tabel 7. Akan tetapi karena arah yang dihipotesiskan berlawanan dengan temuan, maka hipotesis H2, H4 dan H5 ditolak. Demikian juga dengan hipotesis H1, H3 dan H6 yang juga ditolak karena tidak ditemukan pengaruh signifikan dari variabel struktur hutang *debt to asset* maupun mekanisme CG KM, KI, dan KA. Terkait dengan efek pemoderasi hanya hipotesis H7-3 yang diterima.

Tabel 10. Hasil Uji Hipotesis Proksi AC2 dengan Variabel Moderasi Tanpa Data *Outlier*

Dependent Variable: AC2

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 1 42

Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.450365	0.148469	-3.033400	0.0050
DA	0.032052	0.117728	0.272251	0.7873
LTD	0.074409	0.158372	0.469838	0.6419
KM	2.192848	1.540759	1.423225	0.1650
KI	0.006962	0.114743	0.060673	0.9520
DGOV	-0.353330	0.221867	-1.592529	0.1217
DK	0.297922	0.188806	1.577927	0.1251
KA	0.119918	0.028526	4.203774	0.0002
DGOV*KM	77.30178	24.98259	3.094226	0.0042
DGOV*KI	-0.124776	0.219379	-0.568769	0.5737
DGOV*DK	-0.076587	0.463321	-0.165299	0.8698
DGOV*KA	0.077098	0.040730	1.892901	0.0681
R-squared	0.764417	Mean dependent var		0.122279
Adjusted R-squared	0.678037	S.D. dependent var		0.177551
S.E. of regression	0.100745	Akaike info criterion		-1.517482
Sum squared resid	0.304490	Schwarz criterion		-1.021005
Log likelihood	43.86713	Hannan-Quinn criter.		-1.335504
F-statistic	8.849437	Durbin-Watson stat		1.492672
Prob(F-statistic)	0.000001			

Saat diuji dengan variabel pemoderasi kepemilikan pemerintah (dGov), hasil pada tabel 10 tetap ditemukan pengaruh signifikan dari konstanta dan variabel komite audit, sama seperti tabel 8. Akan tetapi karena arah yang dihipotesiskan berlawanan dengan temuan, maka hipotesis H6 ditolak. Demikian juga dengan hipotesis H1 s/d H5 yang juga ditolak karena tidak ditemukan pengaruh signifikan. Terkait dengan efek pemoderasi hanya hipotesis H7-1 yang diterima.

Analisis Tambahan

Tujuan analisis tambahan ini adalah untuk mencari model yang terbaik. Data sampel tanpa *outlier* diolah lebih lanjut. Persamaan estimasi model 1 (*unrestricted model*) dapat dibandingkan dengan model 2 atau model 3 atau model 4 (*restricted model*) sebagai berikut:

$$AC = C_1 + C_2*DA + C_3*LTD + C_4*KM + C_5*KI + C_6*DGOV + C_7*DK + C_8*KA + C_9*DGOV*KM + C_9*DGOV*KI + C_9*DGOV*DK + C_9*DGOV*KA + e \dots\dots\dots[1]$$

$$AC = C_1 + C_2*DA + C_3*LTD + C_4*KM + C_5*KI + C_6*DGOV + C_7*DK + C_8*KA + e \dots [2]$$

$$AC = C_1 + C_2*DA + C_3*LTD + e \dots [3]$$

$$AC = C_1 + C_2*KM + C_3*KI + C_4*DK + C_5*KA + e \dots [4]$$

Selanjutnya, persamaan estimasi model 5 (*unrestricted model*) dapat dibandingkan dengan model 6 atau model 7 atau model 8 (*restricted model*) sebagai berikut:

$$AC2 = C_1 + C_2*DA + C_3*LTD + C_4*KM + C_5*KI + C_6*DGOV + C_7*DK + C_8*KA + C_9*DGOV*KM + C_9*DGOV*KI + C_9*DGOV*DK + C_9*DGOV*KA + e \dots [5]$$

$$AC2 = C_1 + C_2*DA + C_3*LTD + C_4*KM + C_5*KI + C_6*DGOV + C_7*DK + C_8*KA + e \dots [6]$$

$$AC2 = C_1 + C_2*DA + C_3*LTD + e \dots [7]$$

$$AC2 = C_1 + C_2*KM + C_3*KI + C_4*DK + C_5*KA + e \dots [8]$$

Tabel 11 merangkum hasil F-test ke delapan model, yang menyimpulkan *unrestricted model* lebih baik, baik untuk proksi AC maupun AC2. Selanjutnya pada tabel 12 dapat disimpulkan bahwa variabel *long-term debt to asset* mampu mengurangi *agency cost* (H2 diterima).

Tabel 11. Perbandingan Hasil Uji F

Perbandingan Model	Adj R ² awal	Adj R ²	Model yang Lebih Baik
Model 1 → Model 2	0.431220	0.329181	Model 1
Model 1 → Model 3	0.431220	0.187750	Model 1
Model 1 → Model 4	0.431220	0.202747	Model 1
Model 5 → Model 6	0.678037	0.608673	Model 5
Model 5 → Model 7	0.678037	0.286510	Model 5
Model 5 → Model 8	0.678037	0.611925	Model 5

Tabel 12. Hasil Uji t dengan Restricted Model

Dependent Variable: AC2

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 1 42

Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.041581	0.061650	-0.674456	0.5040
DA	0.487003	0.116218	4.190424	0.0002
LTD	-0.424187	0.185914	-2.281627	0.0281
R-squared	0.321315	Mean dependent var		0.122279
Adjusted R-squared	0.286510	S.D. dependent var		0.177551
S.E. of regression	0.149974	Akaike info criterion		-0.887958
Sum squared resid	0.877198	Schwarz criterion		-0.763839
Log likelihood	21.64712	Hannan-Quinn criter.		-0.842464
F-statistic	9.232025	Durbin-Watson stat		1.074962
Prob(F-statistic)	0.000522			

Pembahasan

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti faktor-faktor apa yang dapat mengurangi *agency cost*, mencakup struktur modal dan mekanisme *corporate governance* (CG), menurut Truong (2006) dan Zheng (2013). Terdapat 2 proksi yang digunakan untuk mengukur *agency cost* seperti yang dilakukan oleh Truong (2006) maupun Zheng (2013), yaitu *asset turnover* dan *administrative expense rate*. Apabila saat suatu mekanisme CG diterapkan atau terdapat penambahan struktur modal dan *asset turnover* meningkat maka dapat dikatakan bahwa faktor-faktor tersebut dapat mengurangi *agency cost*. Sebaliknya, apabila saat suatu mekanisme CG diterapkan atau terdapat penambahan struktur modal dan *administrative expense rate* menurun maka dapat dikatakan bahwa faktor-faktor tersebut dapat mengurangi *agency cost*.

Temuan penelitian ini menunjukkan beberapa pengaruh signifikan yaitu ditemukan pengaruh signifikan (dengan tingkat signifikansi 5%) dari variabel struktur hutang untuk *long-debt to asset* serta pengaruh signifikan dari variabel dewan komisaris terhadap *agency cost* (AC). Untuk proksi AC2, ditemukan pengaruh signifikan dari variabel struktur hutang untuk proksi *debt to asset* serta pengaruh signifikan dari variabel komite audit. Akan tetapi arah temuan berlawanan dengan yang dihipotesiskan. Penelitian ini menduga 2 hal: (a) sama dengan Zheng (2013) yaitu adanya *some practical problems* pada mekanisme CG pada perusahaan sampel, (b) kurang panjangnya waktu pengamatan data (hanya *cross sectional study*) sehingga dimungkinkan saat pengamatan terdapat *noise* dari peristiwa eksternal. Tidak ditemukan pengaruh signifikan dari variabel kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional terhadap *agency cost*, baik untuk proksi AC maupun AC2, menunjukkan ketidakkonsistenan hasil dengan temuan Truong (2006). Diduga, terdapat perbedaan superioritas dewan direksi antara negara Australia yang menjadi sampel penelitian dengan sampel sekarang, seperti yang dijelaskan Truong (2006).

Selain keenam variabel independen lain, penelitian ini mencoba mengeksplorasi variabel pemoderasi kepemilikan pemerintah yang mendominasi 20% dari perusahaan sampel. Barth dkk. (2000) dalam Kim dkk. (2012) menyebutkan bahwa makin tingginya kepemilikan pemerintah pada suatu bank cenderung diasosiasikan dengan efisiensi yang lebih rendah, kurangnya transaksi simpan pinjam, rendahnya produktivitas dan tingkat pertumbuhan yang rendah. Dari pengertian *political view* tersebut, diduga adanya

kepemilikan pemerintah dapat memperlemah peran mekanisme CG. Temuan penelitian ini menemukan efek moderasi pada variabel KM (untuk proksi AC2) dan pada variabel DK (untuk proksi AC). Temuan ini perlu dieksplorasi lebih lanjut untuk mengetahui efek prediksiannya.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti faktor-faktor apa yang dapat mengurangi *agency cost*, mencakup struktur modal dan mekanisme *corporate governance* (CG). Temuan menyimpulkan sebagai berikut:

1. Meskipun ditemukan pengaruh signifikan dari variabel struktur hutang untuk *long-term-debt to asset*, dari variabel dewan komisaris dan dari variabel komite audit (tingkat signifikansi 10%) terhadap *agency cost* (AC), akan tetapi karena tidak sesuai dengan arah yang dihipotesiskan, maka H2, H5 dan H6 ditolak.
2. Meskipun ditemukan pengaruh signifikan dari variabel struktur hutang untuk *debt to asset* dan dari variabel komite audit (tingkat signifikansi 10%) terhadap *agency cost* (AC2), akan tetapi karena tidak sesuai dengan arah yang dihipotesiskan, maka H1 dan H6 ditolak.
3. Tidak ditemukan pengaruh signifikan dari variabel kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional terhadap *agency cost*, baik untuk proksi AC maupun AC2.
4. Ditemukan efek variabel pemoderasi kepemilikan pemerintah pada pengaruh beberapa mekanisme CG ke *agency cost*.
5. Pada analisis terpisah, ditemukan pengaruh variabel *long-term debt to asset* terhadap pengurangan *agency cost* (H2 diterima).

Penelitian ini merupakan *cross sectional study* yang akan mengamati perusahaan-perusahaan yang masuk dalam Indeks LQ-45 tahun 2013. Sampel adalah data terbaru dan merupakan data dari perusahaan yang terlibat aktif dalam aktivitas perdagangan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Akan tetapi dapat dikatakan bahwa datanya hanya menjangkau +/- 10% anggota BEI untuk 1 tahun pengamatan, sehingga penelitian mendatang dapat mengeksplorasi sampel yang lebih luas (*panel data*) dengan *unrestricted model* seperti yang telah dijabarkan pada bagian sebelumnya, baik untuk proksi AC maupun AC2. Lebih jauh, penelitian mendatang dapat mengaitkan efek penurunan *agency cost* dengan kinerja keuangan maupun kinerja saham perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Arida, C. 2010. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan (Studi pada Perusahaan Manufaktur Go Public di Bursa Efek Indonesia). *Thesis Pasasarjana Tidak Dipublikasikan*. Universitas Syiah Kuala Darussalam, Banda Aceh. http://uilis.unsyiah.ac.id/opac/index.php?p=show_detail&id=45836. Diunduh tanggal 5 Februari 2014).
- Balafif, S. 2010. Pengaruh Efektifitas Komite Audit, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Keluarga, dan Kepemilikan Asing terhadap Pemilihan Auditor Eksternal Berkualitas. *Thesis Tidak Dipublikasikan*. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Faisal. 2005. Analisis Agency Costs, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance. *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi VII*. Bali. Desember. p.197-207.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI). 2011. *What is Corporate Governance*. <http://www.fcgi.or.id/corporate-governance/about-good-corporate-governance.html>. Diunduh tanggal 25 Agustus 2014.
- Gujarati, D. N., dan D. C. Porter. 2010. *Basic Econometrics*. 5th Edition. McGraw-Hill Education. Terjemahan Salemba Empat tahun 2013.
- Handayani, C. 2007. Analisis Pengaruh Proporsi Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Pendanaan dalam Meningkatkan Kinerja Perusahaan (Studi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2001-2005). *Tesis Dipublikasikan*. Universitas Diponegoro Semarang. http://eprints.undip.ac.id/15442/1/Citra_Handayani.pdf. Diunduh tanggal 25 Agustus 2014.
- Jensen, M. C., dan W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. No. 4. Oktober. p.305-360.
- Jogiyanto, H. M. 2007. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2007. BPFE. Yogyakarta
- Kim, P. K., D. Rasiah, dan R. B. Tasnim. 2012. A Review of Corporate Governance: Ownership Structure of Domestic-Owned Banks in Term of Government Connected Ownership, and Foreign Ownership of Commercial Banks in Malaysia. *Journal of Organizational Management Studies*. Vol. 2012. p.1-18.
- Truong, T. 2006. Corporate Boards, Ownership and Agency Costs: Evidence from Australia. *The Business Review*. Vol. 5. No. 2. Summer. p.162-167.

- Ujiyantho, M. A., dan B. A. Pramuka. 2007. Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba, dan Kinerja Keuangan (Studi pada Perusahaan Go-Public Sektor Manufaktur). *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi X*. Makasar.
- Wardhani, R. 2008. Tingkat Konservatisme Akuntansi di Indonesia dan Hubungannya dengan Karakteristik Dewan sebagai Salah Satu Mekanisme Corporate Governance. *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak.
- Weygandt, J. J., P. D. Kimmel, dan D. E. Kieso. 2011. *Financial Accounting: IFRS Edition*. John Wiley and Sons, Inc.
- Yanuarto. 2012. *5 (Lima) Prinsip GCG*. <http://yanuarto-berbagi.blogspot.com/2012/02/5-lima-prinsip-gcg.html>. Diakses tanggal 5 Februari 2014.
- Zheng, M. 2013. Empirical Research of the Impact of Capital Structure on Agency Cost of Chinese Listed Companies. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 5. No. 10. p.118-125.