

**PENGARUH DEWAN KOMISARIS TERHADAP BIAYA UTANG
OBLIGASI**

TESIS

**Untuk Memenuhi Persyaratan
Memperoleh Gelar Master**



Oleh:

**CITRA SARASMITHA
146020310011004**

**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI
PASCASARJANA FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
2018**



T E S I S

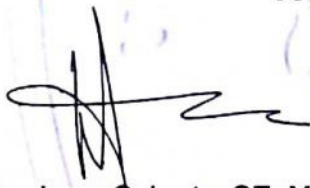
PENGARUH DEWAN KOMISARIS TERHADAP BIAYA UTANG OBLIGASI

Oleh :

CITRA SARASMITHA
146020310011004

Dipertahankan didepan penguji
pada tanggal : **24 Juli 2018**
dan dinyatakan memenuhi syarat

Komisi Pembimbing,



Prof. Dr. Bambang Subroto, SE., MM., AK
Ketua



Dr. Aulia Fuad Rahman, SE., M.Si., Ak
Anggota

Mengetahui,

an. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Brawijaya
Ketua Program Magister Akuntansi



Dr. Erwin Saraswati, Ak., CPMA., CSRA., CA
NIP. 19600124 198601 2 001

LEMBAR IDENTITAS KOMISI PEMBIMBING DAN PENGUJI

Judul : PENGARUH DEWAN KOMISARIS TERHADAP BIAYA UTANG OBLIGASI
Nama Mahasiswa : CITRA SARASMITHA
Program Studi : AKUNTANSI

KOMISI PEMBIMBING

Pembimbing 1 : Prof. Dr. Bambang Subroto., SE., MM., AK
Pembimbing 2 : Dr. Aulia Fuad Rahman, SE., M.Si., Ak

TIM PENGUJI

Dosen Penguji 1 : Dr. Rosidi, SE., MM., Ak
Dosen Penguji 2 : Dr. Erwin saraswati, Ak., CPMA., CSRA, CA

Tanggal Ujian : 24 Juli 2018



a.n Dekan
Ketua Program Studi Magister Akuntansi

Dr. Erwin saraswati, Ak., CPMA., CSRA, CA
NIP. 196211271988021001

PERNYATAAN ORISINALITAS TESIS

Saya menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa sepanjang pengetahuan saya, di dalam naskah TESIS dengan judul:

"PENGARUH DEWAN KOMISARIS TERHADAP BIAYA UTANG OBLIGASI"

Tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh orang lain untuk memperoleh gelar akademik di suatu Perguruan Tinggi, dan tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila ternyata di dalam naskah TESIS ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur PLAGIASI, saya bersedia TESIS ini digugurkan dan gelar akademik yang telah saya peroleh (MAGISTER) dibatalkan, serta diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku. (UU NO. 20 Tahun 2003, Pasal 25 ayat 2 dan pasal 70)

Malang, 24 Juli 2018

Mahasiswa,



NAMA : CITRA SARASMITHA
NIM : 146020310011004
PS : MAGISTER AKUNTANSI
PPS FEB UB

Curriculum Vitae

CITRA SARASMITHA

Bachelor of Economics
Accounting Major
Brawijaya of University



1. INFORMASI PERSONAL

- Nama : Citra Sarasmitha
- Tempat/Tanggal Lahir : Surabaya / 16 April 1992
- Usia : 25 tahun
- Gender : Perempuan
- Alamat : Perumahan Bukit Bambe Blok AN-8 Driyorejo - Gresik
- No.KTP : 3578065604920003
- Agama : Islam
- Status : Menikah
- Nomor hp : 081-357-350-787
- Alamat email : citrasarasmitha@gmail.com
- BB / TB : 60 kg / 164 cm

2. LATAR BELAKANG PENDIDIKAN

- 1998 - 2004 : SD Negeri 1 Bambe
- 2004 - 2007 : SMP Negeri 21 Surabaya
- 2007 - 2010 : SMA Negeri 15 Surabaya
- 2010 - 2014 : Jurusan Akuntansi Universitas Brawijaya Malang, IPK 3,71.
- 2015 - 2015 : Program Pendidikan Profesi Akuntansi IPK 3,64.
- 2015 - sekarang : Magister Akuntansi Universitas Brawijaya Semester 5.

3. PENGALAMAN ORGANISASI

Organisasi Asisten Dosen Akuntansi (OADA) periode 2013-2015 merupakan organisasi mahasiswa jurusan akuntansi fakultas ekonomi dan bisnis universitas brawijaya yang menjadi fasilitator mahasiswa akuntansi S1 untuk dapat menjadi asisten dosen dalam beberapa mata kuliah utama akuntansi. Di dalam organisasi ini, saya pernah bertugas sebagai koordinator dan wakil koordinator divisi akademis serta menjadi asisten dosen mata kuliah *praktikum perpajakan*, *praktikum akuntansi keuangan*, *praktikum sistem informasi*, dan *praktikum audit*. Saya juga pernah bertanggung jawab penuh sebagai koordinator penyusunan Modul Pembelajaran Mahasiswa Praktikum Perpajakan di FEB UB.

4. PENGALAMAN NON FORMAL

Tahun 2013

- Asisten Dosen Praktikum Perpajakan periode semester genap 2012/2013.
- Asisten Penulis penyusunan Modul Pembelajaran Praktikum Perpajakan.
- Wakil Koordinator Divisi Akademis di dalam OADA (Organisasi Asisten Dosen Akuntansi) FEB UB.



- Pelatihan Pajak Terapan **Brevet A dan B** Terpadu diadakan oleh Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) selama 3 bulan.
- Staff Divisi Kesekretariatan dalam acara standar internasional yaitu BICAB (*Brawijaya International Conference on Accounting and Business*).
- Peserta magang sebagai akuntan internal di CV. Duta Paving Mandiri Pasuruan selama 1 bulan.

Tahun 2014

- Asisten Dosen Praktikum Akuntansi Keuangan periode semester ganjil 2013/2014.
- Asisten Dosen Praktikum Sistem Informasi periode semester ganjil 2013/2014.
- Penanggung jawab mata kuliah praktikum akuntansi keuangan periode semester ganjil 2013/2014.
- Koordinator divisi akademis Organisasi Asisten Dosen Akuntansi (OADA) FEB UB.
- Peserta tes IC3 (*Internet and Computing Core Certification*) dan telah dinyatakan lulus.
- Peserta tes TOEIC dengan skor: **550**.

Tahun 2015

- Telah menempuh Program Pendidikan Profesi Akuntansi (PPAk) di Universitas Brawijaya dengan IPK 3,64.
- Menempuh Magister Akuntansi (S2) di Universitas Brawijaya hingga saat ini (Penyusunan Tesis).
- Asisten Dosen Praktikum Sistem Informasi.
- Asisten Dosen Praktikum Audit.

Tahun 2016

- Peserta ujian **Chartered Accountant** periode III yang diselenggarakan oleh Ikatan Akuntan Indonesia dan telah dinyatakan lulus pada mata ujian: Etika Profesi & Tata Kelola Korporat, Manajemen Strategik & Kepemimpinan, Sistem Informasi & Pengendalian Internal, Manajemen Perpajakan.
- Peserta tes TOEFL dengan skor: **527**.

5. PENGALAMAN KERJA

- Staf administrasi marketing PT Frisian Flag Indonesia selama April 2014 – Agustus 2014
- Asisten Brand Development Manager PT Cipta Artha Nadya (*Human Resources*) selama agustus 2014 – februari 2015.

Demikian daftar riwayat hidup ini saya buat dengan sebenar-benarnya, tanpa ada unsur paksaan dari pihak manapun, dan dapat dipertanggungjawabkan kebenarannya.

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur dipanjatkan untuk kehadiran ALLAH SWT atas segala limpahan rahmat dan hidayah-Nya yang senantiasa memudahkan dan melancarkan proses penyusunan tesis ini hingga selesai. Peneliti menyadari bahwa tesis ini dapat diselesaikan dengan baik disebabkan oleh dukungan banyak pihak. Oleh sebab itu, peneliti ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Ir. Nuhfil Hanani AR., MS. selaku Rektor Universitas Brawijaya Malang dan Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang, Prof. Drs. Nurkholis, M.Bus.(Acc)., Ak., Ph.D yang telah menyediakan fasilitas pembelajaran, serta seluruh dosen program magister akuntansi yang telah memberikan bekal ilmu selama proses studi.
2. Prof. Dr. Bambang Subroto, SE., MM., Ak. dan Dr. Aulia Fuad Rahman, SE., M.Si.,Ak. sebagai dosen pembimbing tesis dimana dengan kesabaran, pengertian, keikhlasan, bimbingan, dan perhatian yang diberikan berhasil membuat peneliti memperoleh banyak pemahaman materi dan motivasi dalam menyelesaikan tesis ini. Dr. Drs. Rosidi, Ak., MM. dan Dr. Dra. Erwin saraswati, M.Acc. selaku dosen penguji yang telah memberikan saran perbaikan sehingga tesis ini terselesaikan.
3. Ayahanda Hadi Purwanto dan Ibunda Eva Agustianingsih selaku kedua orangtua peneliti yang selalu memberikan dukungan materi, doa, dan nasihat kepada peneliti sampai tesis ini terselesaikan. Suamiku Andrie Setiadi Putera dan anakku Artshaka Negara Putera yang selalu menemani serta memberikan dukungan materi, doa, dan motivasi kepada peneliti sampai akhir studi ini.
4. Sahabat-sahabat tercinta peneliti Husnunnida Maharani, Areta Widya, dan Monica Audrey yang tidak pernah lelah memberikan dukungan, doa, bantuan, perhatian, dan nasihat kepada peneliti atas penyelesaian tesis ini.
5. Pihak-pihak lain yang tidak dapat peneliti sebutkan satu persatu, namun telah memberikan banyak perhatian, dukungan, bantuan, dan doa kepada peneliti.

Saya akhiri kata pengantar ini dengan harapan semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi banyak pihak.

Malang, 7 Agustus 2018

Penulis

ABSTRAK

Sarasmitha, Citra: Program Magister Akuntansi Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya. 2018. **Pengaruh Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang Obligasi.** Ketua Pembimbing: Prof. Dr. Bambang Subroto, SE., MM., Ak. dan Dr. Aulia Fuad Rahman, SE., M.Si., Ak.

Penelitian ini ingin menguji pengaruh kepemilikan saham oleh dewan komisaris, ukuran dewan komisaris, frekuensi rapat dewan komisaris, dan independensi dewan komisaris terhadap biaya utang (obligasi). Populasi di dalam penelitian ini adalah obligasi yang memiliki angka *yield to maturity* ($t+1$) di periode tahun 2012-2016. Metode sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Metode analisis data menggunakan regresi berganda dengan bantuan aplikasi SPSS 21. Hasil penelitian ini menunjukkan kepemilikan saham oleh dewan komisaris, ukuran dewan komisaris, frekuensi rapat dewan komisaris dan independensi dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang obligasi. Hasil uji sensitivitas pertama menunjukkan kepemilikan saham oleh dewan komisaris, ukuran dewan komisaris, frekuensi rapat dewan komisaris dan independensi dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Hasil uji sensitivitas kedua menunjukkan kepemilikan saham oleh dewan komisaris, ukuran dewan komisaris, frekuensi rapat dewan komisaris dan independensi dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang obligasi. Hal tersebut menunjukkan dewan komisaris belum mampu berkontribusi dalam penurunan biaya utang obligasi. Hasil penelitian ini sejalan dengan fenomena di Indonesia bahwa hanya terdapat 4 perusahaan publik yang masuk ke dalam 50 TOP ASEN penghargaan *Asean Corporate Governance Scorecard* pada tahun 2017. Kondisi tersebut menggambarkan tata kelola perusahaan publik di Indonesia masih lemah. Hasil penelitian ini belum mampu mendukung teori keagenan dan teori perusahaan. Hasil penelitian ini dapat digunakan oleh regulator seperti OJK untuk memperbaiki standar dewan komisaris.

Kata Kunci: Biaya Utang, Obligasi, *Yield to Maturity*, Kepemilikan Saham oleh Dewan Komisaris, Ukuran Dewan Komisaris, Frekuensi Rapat Dewan Komisaris, Independensi Dewan Komisaris, Peringkat Obligasi

ABSTRACT

Sarasmitha, Citra: Master Program in Accounting, Faculty of Economics and Business, Brawijaya Universitas. 2018. **The Influence of Board of Commissioners on Bonds Payable Costs.** Supervisor: Prof. Dr. Bambang Subroto, SE., MM., Ak. and Dr. Aulia Fuad Rahman, SE., M.Si., Ak.

This study examines the influence of board stock ownership, board size, the frequency of board meeting, and the independence of the board from cost of debt (bonds). The population of this study is bond with yield to maturity ($t + 1$) in the period of 2012-2016, from which the sample were selected using purposive sampling. The data were analyzed using multiple regression in SPSS 21. The results of this research indicate that board stock ownership, board size, board's meeting frequency, and board's independence do not affect cost of debt (bond). The results of the first sensitivity test show that board stock ownership, board size, board's meeting frequency, and board's independence do not affect bond rating. The second sensitivity test results show that board stock ownership, board size, the board's meeting frequency, and board's independence do not influence cost of bond debt. Thus, board of commissioners is not able to contribute to the reduction in bond debt costs. The results of this study are analogous to the phenomenon in Indonesia, where only 4 public companies entered the ASEAN TOP 50 award in ASEAN Corporate Governance Scorecard in 2017, illustrating that corporate governance in Indonesia is still weak. They do not support agency theory and theory of the firm, but they can be used by regulators, such as OJK, to improve the standards of the board.

Keywords: Cost of Debt, Bond, Yield to Maturity, Board Stock Ownership, Board Size, Frequency of Board Meeting, Independency of Board, Bond Rating.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
KATA PENGANTAR	ii
ABSTRAK	iii
ABSTRACT	iv
DAFTAR ISI	v
DAFTAR TABEL	vi
DAFTAR GAMBAR	vii
DAFTAR LAMPIRAN	viii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Motivasi Penelitian	9
1.3 Perumusan Masalah	11
1.4 Tujuan Penelitian	13
1.5 Kontribusi Penelitian	13
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	15
2.1 Teori Keagenan	15
2.2 <i>Theory of The Firm</i>	18
2.3 Biaya Utang (<i>Cost of Debt</i>)	21
2.4 Dewan Komisaris	22
2.5 Hasil Penelitian Terdahulu	24
BAB III RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS	31
3.1 Rerangka Teoritis	31
3.2 Perumusan Hipotesis	32
3.2.1 Hipotesis Pengaruh Kepemilikan oleh Dewan terhadap Biaya Utang	32
3.2.2 Hipotesis Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang	33
3.2.3 Hipotesis Pengaruh Frekuensi Rapat Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang	34
3.2.4 Hipotesis Pengaruh Independensi Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang	35
BAB IV METODE PENELITIAN	37
4.1 Jenis Penelitian	37
4.2 Populasi dan Sampel	37
4.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	38
4.3.1 Variabel Dependen	36
4.3.2 Variabel Independen	41
4.3.3 Variabel Kontrol	43
4.4 Metode Analisis Data	44
4.4.1 Uji Asumsi Klasik	44
4.4.1.1 Uji Normalitas Data	44
4.4.1.2 Uji Multikolineritas	45



4.4.1.3 Uji Autokorelasi.....	45
4.4.1.4 Uji Heterokedastisitas.....	46
4.4.2 Pengujian Hipotesis.....	46
4.4.3 Pengujian Sensitivitas.....	47
BAB V HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	48
5.1 Gambaran Objek Penelitian.....	48
5.2 Analisis Statistik Deskriptif.....	49
5.3 Analisis Data.....	52
5.3.1 Hasil Uji Asumsi Klasik.....	52
5.3.2 Hasil Pengujian Hipotesis.....	55
5.3.3 Hasil Pengujian Sensitivitas.....	60
5.3.3.1 Hasil Uji Sensitivitas (I).....	60
5.3.3.2 Hasil Uji Sensitivitas (II).....	67
5.3.4 Rekapitulasi Hasil Pengujian.....	73
5.4 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis.....	73
5.4.1 Kepemilikan Saham oleh Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang – Obligasi.....	73
5.4.2 Ukuran Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang – Obligasi.....	76
5.4.3 Frekuensi Rapat Dewan Komiasaris terhadap Biaya Utang – Obligasi.....	78
5.4.4 Independensi Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang – Obligasi.....	79
5.4.5 Variabel Kontrol: Ukuran Perusahaan dan Tingkat Inflasi terhadap Biaya Utang – Obligasi.....	81
5.5 Pembahasan Hasil Pengujian Sensitivitas.....	82
5.5.1 Penjelasan Uji Sensitivitas (I) dan (II) – Kepemilikan Saham oleh Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang – Obligasi.....	83
5.5.2 Penjelasan Uji Sensitivitas (I) dan (II) – Ukuran Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang – Obligasi.....	83
5.5.3 Penjelasan Uji Sensitivitas (I) dan (II) – Frekuensi Rapat Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang – Obligasi.....	84
5.5.4 Penjelasan Uji Sensitivitas (I) dan (II) – Independensi Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang – Obligasi.....	84
5.5.5 Penjelasan Uji Sensitivitas (I) dan (II) – Ukuran Perusahaan dan Tingkat Inflasi terhadap Biaya Utang – Obligasi.....	85
BAB VI SIMPULAN, IMPLIKASI, KETERBATASAN, DAN SARAN	
6.1 Simpulan dan Implikasi.....	86
6.2 Keterbatasan dan Saran.....	87
DAFTAR PUSTAKA.....	89
LAMPIRAN.....	92

DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Peringkat Obligasi 40

Tabel 5.1 Proses *Sampling*..... 48

Tabel 5.2 Statistik Deskriptif 49

Tabel 5.3 Hasil Uji Multikolineritas – Uji Hipotesis 54

Tabel 5.4 Hasil Uji Heterokedastisitas – Uji Hipotesis 54

Tabel 5.6 Hasil Uji T – Uji Hipotesis..... 56

Tabel 5.7 Uji Multikolineritas – Uji Sensitivitas (I) 61

Tabel 5.8 Uji Heterokedastisitas – Uji Sensitivitas (I) 62

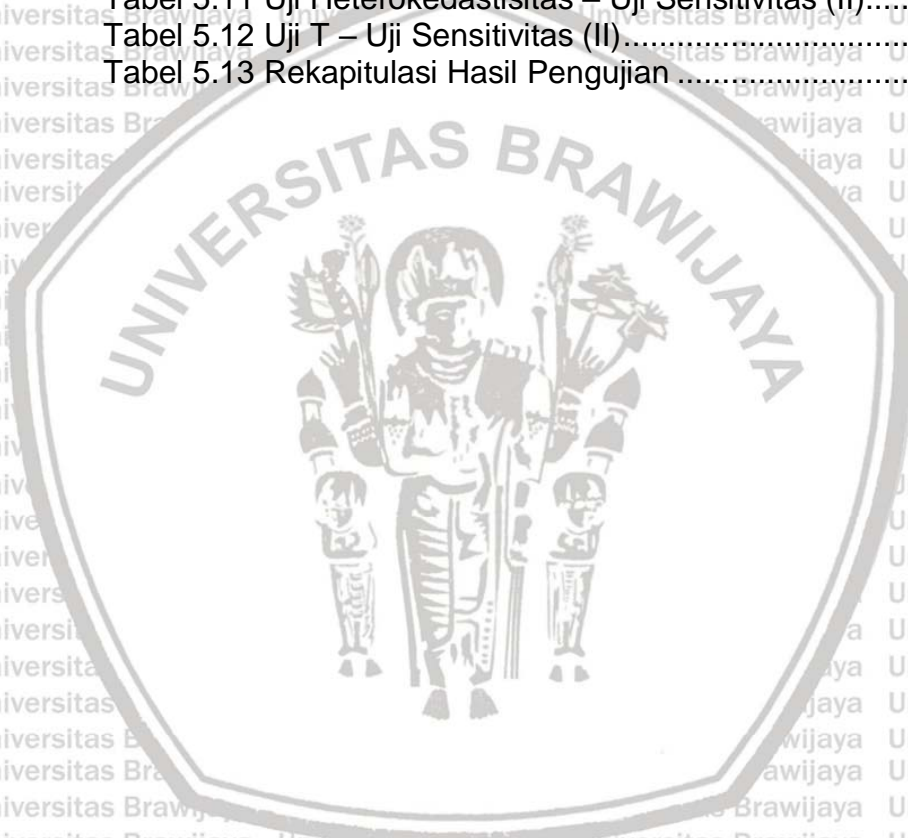
Tabel 5.9 Uji T – Uji Sensitivitas (I)..... 63

Tabel 5.10 Uji Multikolineritas – Uji Sensitivitas (II) 68

Tabel 5.11 Uji Heterokedastisitas – Uji Sensitivitas (II)..... 68

Tabel 5.12 Uji T – Uji Sensitivitas (II)..... 69

Tabel 5.13 Rekapitulasi Hasil Pengujian 73



DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Hubungan Keagenan 19
Gambar 3.1 Rerangka Teoritis 31



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Output spss uji normalitas data – uji hipotesis 92

Lampiran 2 Output spss uji multikolineritas data – uji hipotesis..... 92

Lampiran 3 Output spss uji heterokedastisitas – uji hipotesis..... 92

Lampiran 4 Output spss uji autokorelasi – uji hipotesis 93

Lampiran 5 Output spss uji T – uji hipotesis 93

Lampiran 6 Output spss uji F – uji hipotesis 93

Lampiran 7 Output spss koefisien determinasi – uji hipotesis 94

Lampiran 8 Output spss uji normalitas data – uji sensitivitas (I) 94

Lampiran 9 Output spss uji multikolineritas data – uji sensitivitas (I) 94

Lampiran 10 Output spss uji heterokedastisitas – uji sensitivitas (I) 95

Lampiran 11 Output spss uji autokorelasi – uji sensitivitas (I) 95

Lampiran 12 Output spss uji T – uji sensitivitas (I) 95

Lampiran 13 Output spss uji F – uji sensitivitas (I) 96

Lampiran 14 Output spss koefisien determinasi – uji sensitivitas (I) 96

Lampiran 15 Output spss uji normalitas data – uji sensitivitas (II) 96

Lampiran 16 Output spss uji multikolineritas data – uji sensitivitas (II) .. 97

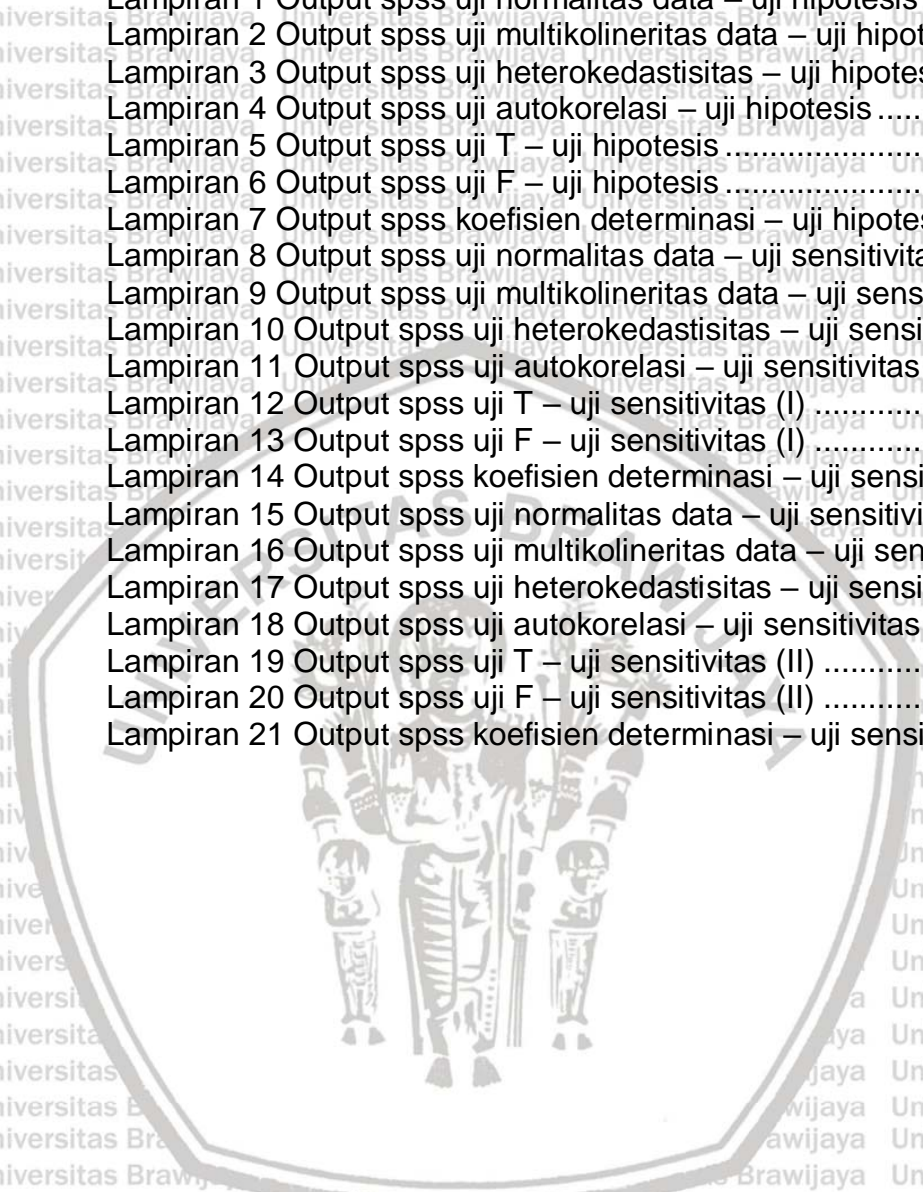
Lampiran 17 Output spss uji heterokedastisitas – uji sensitivitas (II) 97

Lampiran 18 Output spss uji autokorelasi – uji sensitivitas (II) 97

Lampiran 19 Output spss uji T – uji sensitivitas (II) 98

Lampiran 20 Output spss uji F – uji sensitivitas (II) 98

Lampiran 21 Output spss koefisien determinasi – uji sensitivitas (II)..... 98



BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pilihan sumber pendanaan suatu perusahaan publik dapat dikatakan sebagai keputusan yang mampu mempengaruhi nilai perusahaan (Masri & Martani, 2012). Pemilihan sumber pendanaan untuk perusahaan juga dapat memberikan dampak terhadap munculnya permasalahan keagenan (*agency conflict*) antara manajer dan pemberi pinjaman serta antara pemegang saham dan pemberi pinjaman (*lenders*). Konflik antara manajer dan pemberi pinjaman dapat dijelaskan dengan teori keagenan (*agency theory*). Konflik antara pemegang saham dan pemberi pinjaman dijelaskan oleh pendapat Jensen & Meckling (1976) dalam *theory of the firm* terkait adanya transfer kekayaan dari pemberi pinjaman ke pemegang saham. Transfer kekayaan tersebut terjadi pada saat manajer atau Direksi memiliki kepentingan untuk melakukan investasi pada proyek-proyek berisiko tinggi demi memenuhi keinginan para pemegang saham. Namun, investasi pada proyek-proyek berisiko tinggi tersebut menggunakan sumber pendanaan dari utang atau obligasi yang menyebabkan kekhawatiran pemberi pinjaman atas kemampuan perusahaan membayar utang-utang mereka. Pemberi pinjaman akan menetapkan biaya pengawasan atas kinerja Direksi dalam menggunakan obligasi tersebut (Jensen & Meckling, 1976). Biaya pengawasan yang diberikan oleh pemberi pinjaman untuk mengatasi permasalahan tersebut dengan cara menetapkan tingkat pengembalian (*return*) yang tinggi sehingga menyebabkan tingginya biaya utang (*Cost of debt*). Permasalahan keagenan yang menyebabkan tingginya biaya utang dapat diselesaikan dengan solusi mendasar

yaitu membentuk sistem pengendalian internal yang diawasi oleh Dewan Komisaris (Ertugrul & Hegde, 2008), (Jensen, 1993).

Pembentukan dewan komisaris di dalam struktur organisasi perusahaan publik juga merupakan kewajiban sesuai Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 33/POJK.04/2014 tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik. Dewan komisaris memiliki peran dan tugas sebagai pengawas serta penasihat Direksi perusahaan (OJK, 2014, Pasal 1). Hal ini ditujukan agar penyalahgunaan kewenangan oleh Direksi dapat dihindarkan. Dewan komisaris sebagai organ penting di dalam organisasi memiliki kewajiban dalam menjamin terselenggaranya tata kelola perusahaan yang baik.

Penyelenggaraan tata kelola perusahaan yang baik merupakan hasil dari kerja efektif dewan komisaris. Efektivitas dewan komisaris dalam mengawasi penerapan tata kelola perusahaan dapat membuat semua kebutuhan informasi para pemangku kepentingan terpenuhi. Perusahaan berkewajiban mendistribusikan hak dan partisipasi para pemangku kepentingan dalam proses pengambilan keputusan (Fontaine, Harrman, & Schmid, 2006). Dengan demikian, tanggung jawab perusahaan menjadi lebih luas dan tidak terbatas hanya kepada pemegang saham saja. Para pemangku kepentingan meliputi pihak internal dan eksternal perusahaan seperti karyawan, pemberi pinjaman, pemegang saham, supplier, pelanggan, pemerintah, dan masyarakat sekitar tempat perusahaan berdiri (Freeman (1984) dalam Fontaine *et al.*, 2006).

Pembentukan Dewan Komisaris juga memiliki peran terhadap integritas laporan keuangan yang dibuat oleh Direksi (Anderson, Mansi, & Reeb, 2004).

Selain itu, laporan keuangan merupakan salah satu syarat administrasi yang harus

ada dalam perjanjian kontrak utang (Kennedy & Landau, 1967). Hal ini berakibat adanya kewajiban Direksi untuk menyiapkan laporan keuangan sebagai bentuk pertanggungjawaban kepada para pemangku kepentingan. Laporan keuangan yang memiliki integritas tinggi akan mempengaruhi kepercayaan pemberi pinjaman terhadap kinerja perusahaan. Sesuai dengan penjelasan OJK (2014, pasal 1) bahwa Direksi memiliki wewenang dan tanggung jawab penuh terhadap kepengurusan perusahaan.

Permasalahan keagenan di atas dapat dijelaskan menggunakan teori keagenan dan *theory of the firm*. Teori keagenan menjelaskan terkait hubungan keagenan akibat adanya kontrak kerja antara prinsipal (pemilik modal) dan agen (pelaksana mandat). Sedangkan *theory of the firm* juga menjelaskan bahwa organisasi akan mengeluarkan biaya tambahan akibat adanya hubungan keagenan tersebut. Pembentukan dewan komisaris merupakan salah satu bukti adanya pengeluaran tambahan yang dibuat oleh organisasi untuk kepentingan pengawasan. Biaya tambahan ini disebut biaya agensi (*agency cost*). Selain itu, tingkat pengembalian yang ditetapkan oleh pemberi pinjaman atas obligasi juga merupakan biaya agensi. Biaya agensi yang muncul tersebut dikategorikan sebagai biaya perikatan (*bonding cost*). Fungsi biaya perikatan tersebut adalah untuk memberikan jaminan kepada pemberi pinjaman bahwa pihak penerima pinjaman tidak akan melakukan suatu tindakan merugikan (Jensen & Meckling, 1976). Oleh karena itu, pembentukan dewan komisaris diharapkan dapat bekerja secara efektif dan optimal untuk dapat menekan biaya perikatan. Berdasarkan penjelasan-penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa efektivitas Dewan

Komisaris tentu memiliki sensitifitas terhadap biaya utang perusahaan (Smith & Warner, 1979).

Isu terkait biaya utang di Indonesia menjadi sangat penting sebab biaya utang muncul akibat adanya pemilihan sumber pendanaan berupa utang.

Perusahaan-perusahaan terdaftar di Indonesia tentu memiliki kebutuhan atas sumber pendanaan berupa utang tersebut. Hal ini dibuktikan dari adanya keikutsertaan perusahaan-perusahaan terdaftar pada pasar obligasi di Indonesia

(Indonesia Bond Market Directory, 2008). Tingkat kepercayaan yang diberikan oleh pemberi pinjaman diikuti dengan adanya tingkat imbal hasil (*yield*) yang diharapkan pemberi pinjaman. Menurut Bhojraj & Sengupta (2003), tingkat *yield* ditentukan dari probabilitas risiko gagal bayar perusahaan (*default risk*).

Sehingga, semakin tinggi tingkat *yield* maka semakin tinggi pula adanya risiko gagal bayar perusahaan. Angka *yield* di pasar obligasi Indonesia dapat dikatakan cenderung tinggi jika dibandingkan dengan negara-negara berkembang lainnya.

Per November 2017 di tingkat ASEAN, tingkat *yield* di Indonesia dapat mencapai angka 13% untuk obligasi perusahaan (*corporate bonds*). Sedangkan tingkat *yield* obligasi perusahaan di negara lain seperti Malaysia mencapai angka 6%, Thailand mencapai angka 8%, Vietnam 5,67%, dan Filipina 4,98% (www.ibpa.co.id).

Peningkatan angka *yield* obligasi perusahaan dipengaruhi oleh berbagai faktor eksternal dan internal. Faktor eksternal meliputi faktor-faktor yang berhubungan dengan kondisi ekonomi makro suatu negara. Sedangkan faktor internal meliputi kondisi perusahaan terdaftar sebagai contoh yaitu ukuran perusahaan dan mekanisme *good corporate governance* (Bhojraj & Sengupta, 2003; Surya & Nasher, 2011). Penelitian yang dilakukan oleh Bhojraj & Sengupta

menggunakan tingkat *yield to maturity* sebagai proksi biaya utang yang diperoleh perusahaan. Biaya utang yang diperoleh perusahaan juga berkaitan dengan risiko gagal bayar, biaya agensi, dan asimetri informasi (Bhojraj & Sengupta, 2003).

Perusahaan tentunya memiliki cara untuk meminimalkan biaya utang dengan cara mengendalikan faktor internal yang dapat mempengaruhi angka *yield* sebagai biaya utang.

Penerapan mekanisme tata kelola perusahaan yang baik merupakan salah satu solusi untuk menurunkan tingkat biaya utang. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rebecca & Siregar (2012) di Indonesia. Hasil penelitian Rebecca & Siregar (2012) menunjukkan bahwa *corporate governance index* berpengaruh negatif terhadap biaya utang. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan di Indonesia yang telah menerapkan mekanisme tata kelola perusahaan yang baik dan efektif dapat menikmati rendahnya biaya utang.

Berdasarkan hasil penelitian Rebecca & Siregar (2012) tersebut, peneliti dapat menyimpulkan bahwa penerapan tata kelola korporat yang baik merupakan hasil kerja efektif para anggota Dewan Komisaris dalam melakukan tugas pengawasan.

Namun, kesimpulan tersebut bertolak belakang terhadap hasil penelitian lainnya yang telah dilakukan di Indonesia terkait keberadaan Dewan Komisaris.

Penerapan pembentukan Dewan Komisaris di Indonesia dapat dikatakan masih belum efektif. Hasil penelitian oleh (Juniarti & Sentosa, 2009) dan (Yunita, 2012), menyimpulkan bahwa proporsi Dewan Komisaris independen dalam jajaran Dewan Komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang. Hasil tersebut dimungkinkan karena pembentukan Dewan Komisaris independen oleh perusahaan publik hanya sebagai pemenuhan persyaratan *good corporate*

governance atau sebatas fungsi formalitas. Selain itu, terdapat anggapan bahwa pemegang saham mayoritas masih memiliki kendali besar dalam perusahaan sehingga kinerja anggota dewan komisaris tidak optimal (Juniarti & Sentosa, 2009). Sehingga, hasil penelitian di atas dapat menjelaskan bahwa permasalahan terkait dengan Dewan Komisaris muncul sebagai isu utama dalam kegagalan penerapan *good corporate governance*. Oleh sebab itu, variabel Dewan Komisaris seharusnya dapat diuji lebih utuh jika akan dihubungkan terhadap variabel biaya utang yang merupakan dampak dari munculnya permasalahan keagenan.

Penelitian-penelitian sebelumnya terkait dengan biaya utang dan efektivitas Dewan Komisaris banyak dilakukan di negara-negara maju seperti Amerika Serikat, Inggris, dan Spanyol (Anderson *et al.*, 2004; Bhojraj & Sengupta, 2003; Sengupta, 1998; Ertugrul & Hegde, 2008; Piot & Missonier-Piera, 2007; Lorca, Ballesta, & Meca, 2011). Namun, penelitian yang menghususkan terkait biaya utang dan efektivitas Dewan Komisaris masih jarang ditemui di negara Indonesia. Beberapa penelitian di Indonesia menguji karakteristik Dewan Komisaris sebagai salah satu proksi variabel independen *good corporate governance* terhadap biaya utang ((Juniarti & Sentosa, 2009); (Rebecca & Siregar, 2012); (Yunita, 2012)). Hal ini menunjukkan bahwa efektivitas Dewan Komisaris tidak teruji secara utuh. Sedangkan efektivitas Dewan Komisaris sendiri memiliki bermacam-macam proksi seperti yang telah diuji oleh (Anderson *et al.*, 2004); (Bhojraj & Sengupta, 2003); (Sengupta, 1998); (Ertugrul & Hegde, 2008); (Piot & Missonier-Piera, 2007); (Lorca *et al.*, 2011).

Penelitian ini ingin mengembangkan penelitian oleh Lorca *et al.* (2011) dengan cara menggunakan proksi alternatif yang diperkenalkan oleh Sengupta

(1998) dan Bhojraj & Sengupta (2003). Kelebihan proksi alternatif yang diperkenalkan Sengupta (1998) dan Bhojraj & Sengupta (2003) yaitu sangat cocok untuk menghitung biaya utang dengan karakteristik utang jangka panjang seperti obligasi. Hasil penelitian ini dapat dijadikan perbandingan dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang menggunakan proksi variabel dependen dari penelitian Lorca *et al.* (2011). Penelitian ini juga berencana untuk melakukan uji sensitivitas terhadap hasil pengujian hipotesis. Uji sensitivitas dilakukan dengan cara mengganti proksi biaya utang-obligasi yang sebelumnya menggunakan angka *yield to maturity* dengan angka peringkat obligasi. Peringkat obligasi dapat mencerminkan kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang-hutangnya. Semakin baik peringkat obligasi yang diperoleh, maka semakin baik tingkat kemampuan perusahaan dalam melunasi utangnya. Hal tersebut yang akan dijadikan acuan oleh kreditur untuk memberikan kepercayaan kepada perusahaan. Peringkat obligasi yang baik menjelaskan biaya utang obligasi yang rendah.

Salah satu latar belakang Lorca *et al.* (2011) melakukan penelitian terkait efektivitas Dewan Komisaris terhadap biaya utang adalah rendahnya independensi Dewan Komisaris di negara Spanyol yang disebabkan pengaruh kuat dari desakan kepentingan pemegang saham. Sehingga, pengawasan yang dilakukan oleh Dewan Komisaris menjadi tidak maksimal penerapannya. Hal ini menunjukkan bahwa di negara Spanyol juga terjadi kegagalan penerapan efektivitas Dewan Komisaris yang disebabkan oleh permasalahan keagenan. Karakteristik isu di negara Spanyol tersebut memiliki persamaan dengan karakteristik isu di negara Indonesia.

Penelitian yang dilakukan oleh Lorca *et al.* (2011) terkait biaya utang dipengaruhi oleh efektivitas Dewan Komisaris menggunakan sampel perusahaan-perusahaan terdaftar di Bursa Efek Spanyol. Variabel independen efektivitas Dewan Komisaris yang digunakan oleh Lorca *et al.* (2011) tercermin dalam variabel yang digunakan yaitu kepemilikan oleh dewan, ukuran dewan komisaris, frekuensi rapat dewan, *split of CEO*, independensi dewan komisaris, independensi komite audit, dan *board expertise*. Variabel dependen yang digunakan oleh Lorca *et al.* (2011) merupakan biaya utang dengan proksi perhitungan beban bunga dalam periode satu tahun dibagi dengan rata-rata pinjaman jangka panjang dan jangka pendek berbunga pada tahun bersangkutan. Variabel kontrol yang digunakan oleh Lorca *et al.* (2011) terdiri dari angka *return on asset (ROA)*, *interest coverage*, *leverage*, *firm size*, *collateral*, dan *auditor reputation*.

Pengujian sensitivitas juga akan digunakan di dalam penelitian ini yaitu dengan cara mengganti proksi variabel dependen. Maheswari & Agrawal (2015) menjelaskan bahwa uji sensitivitas dilakukan untuk menentukan konsistensi hasil uji hipotesis sebelumnya. Penelitian ini akan menggunakan proksi variabel dependen berupa peringkat obligasi dalam uji sensitivitas. Peringkat obligasi akan diberikan nilai 1-7 berdasarkan urutan dari peringkat terburuk hingga terbaik. Peringkat obligasi yang digunakan di dalam penelitian ini yaitu menggunakan peringkat obligasi dari PEFINDO (PT Pemeringkat Efek Indonesia). Semakin baik peringkat obligasi yang dimiliki mencerminkan biaya utang perusahaan tersebut lebih rendah. Pengujian sensitivitas selanjutnya adalah dengan menggunakan jumlah berbeda pada data diolah. Perbedaan jumlah data dalam pengolahan disebabkan karena dikeluarkannya data-data *outlier*.

Objek penelitian yang digunakan adalah perusahaan (*all sector*) terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selain itu, periode waktu tahun yang digunakan sebagai pengamatan ialah tahun 2012-2016. Pemilihan periode waktu tahun pengamatan berdasarkan asumsi bahwa ketersediaan sampel penelitian pada tahun tersebut telah memadai. Peneliti memungkinkan untuk mendapatkan jumlah sampel yang besar. Dengan demikian, hasil penelitian ini diharapkan dapat menghasilkan tingkat generalisasi yang lebih baik.

1.2 Motivasi Penelitian

Penelitian ini termotivasi dari kurangnya penelitian-penelitian di Indonesia yang mengkhususkan penelitian terkait penerapan efektivitas Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang. Biaya utang merupakan salah satu dampak yang harus ditanggung oleh perusahaan akibat dari adanya permasalahan keagenan.

Pembentukan Dewan Komisaris merupakan solusi mendasar untuk mengatasi permasalahan keagenan antara pemegang saham dan pemberi pinjaman.

Permasalahan keagenan antara pemegang saham dan pemberi pinjaman menyebabkan tingginya biaya utang. Hal ini disebabkan karena adanya

kecenderungan manajemen perusahaan membiayai proyek-proyek berisiko tinggi dengan menggunakan utang atau obligasi. Sehingga, dibutuhkanlah Dewan

Komisaris sebagai fungsi pengawas untuk mengawasi kinerja manajemen atau

Direksi perusahaan. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan bahwa efektivitas Dewan

Komisaris secara otomatis akan mempengaruhi besar kecilnya biaya utang yang diterima oleh perusahaan publik.

Penelitian yang dilakukan oleh Sengupta (1998) dan Bhojraj & Sengupta (2003) menjelaskan bahwa angka *Yield to Maturity* (YTM) yang diterima oleh perusahaan publik merupakan komponen terpenting dalam menentukan besarnya biaya utang yang harus ditanggung. Hal ini memungkinkan bahwa perusahaan publik seharusnya sensitif terhadap angka YTM tersebut. Selain itu, angka YTM merupakan tingkat pengembalian disetahunkan yang diharapkan oleh pemberi pinjaman. Hal ini sesuai dengan definisi biaya utang yang dijelaskan oleh Fabozzi (2007) dalam Masri & Martani (2012) bahwa biaya utang adalah tingkat pengembalian atas pinjaman yang diharapkan oleh pemberi pinjaman.

Angka *yield* di pasar obligasi Indonesia menunjukkan posisi yang tinggi jika dibandingkan dengan negara-negara ASEAN lainnya seperti Malaysia, Vietnam, Filipina dan Thailand. Perusahaan dapat mengendalikan angka *yield* tersebut dengan cara mengendalikan faktor-faktor internal yang mempengaruhi angka *yield*. Salah satu cara yang dapat dilakukan oleh perusahaan adalah menerapkan mekanisme *good corporate governance*. Keberhasilan penerapan *good corporate governance* dapat diawasi oleh fungsi pengawas yang diwakilkan oleh jajaran Dewan Komisaris. Dengan demikian, keberadaan dewan komisaris dapat ikut serta dalam mengurangi biaya utang yang diterima oleh perusahaan.

Menurut penelitian-penelitian sebelumnya di negara Indonesia terdapat bukti bahwa efektivitas penerapan Dewan Komisaris sebagai pengawas masih belum optimal. Hal ini dimungkinkan karena pembentukan Dewan Komisaris sebatas memenuhi fungsi formalitas saja dan adanya kegagalan penerapan *Good Corporate Governance*. Oleh sebab itu, berdasarkan fenomena ini seharusnya penerapan Dewan Komisaris di Indonesia dapat diteliti lebih utuh menggunakan

proksi-proksi penelitian yang beragam untuk mencerminkan efektivitas penerapan Dewan Komisaris.

Berdasarkan kelangkaan penelitian dan hasil penelitian yang tidak konsisten terkait efektivitas Dewan Komisaris dan Biaya Utang tersebut, peneliti ingin meneliti keterkaitan efektivitas Dewan Komisaris dan Biaya Utang menggunakan proksi-proksi penelitian oleh Lorca *et al.* (2011). Namun, penelitian ini juga akan dikembangkan dengan mengadopsi penelitian yang dilakukan oleh Sengupta (1998) dan Bhojraj & Sengupta (2008) dalam menentukan proksi biaya utang menggunakan angka *yield to maturity*. Penelitian ini akan melakukan uji sensitivitas terhadap hasil pengujian hipotesis. Tujuan uji sensitivitas ada melihat apakah hasil uji signifikan sebelumnya memiliki hasil konsisten atau tidak (Maheswari & Agrawal, 2015). Uji sensitivitas penelitian ini dilakukan dengan memberikan proksi alternatif terhadap variabel dependen. Dalam pengujian sensitivitas, pengukuran biaya utang akan menggunakan peringkat obligasi. Peringkat obligasi yang tinggi mencerminkan biaya utang yang rendah. Selain uji sensitivitas menggunakan perbedaan ukuran, uji sensitivitas penelitian ini juga akan menggunakan data dengan jumlah yang berbeda. Perbedaan jumlah data ini dikarenakan data telah bersih dari *outlier*.

1.3 Perumusan Masalah

Pasar obligasi di Indonesia menunjukkan posisi angka *yield* (imbal hasil) yang cukup tinggi jika dibandingkan dengan negara-negara berkembang lainnya di ASEAN seperti negara Malaysia, Thailand, Vietnam dan Filipina. Angka *yield* juga menunjukkan risiko gagal bayar perusahaan (*default risk*). Selain itu, angka

yield yang diterima oleh perusahaan menunjukkan besar kecilnya biaya utang.

Tingginya angka *yield* pada pasar obligasi disebabkan oleh kondisi ekonomi makro negara dan kondisi internal perusahaan. Dalam hal ini, perusahaan memiliki kesempatan dalam mengendalikan angka *yield* dengan cara memperbaiki kondisi internal perusahaan. Penerapan *good corporate governance* merupakan salah satu solusi dalam mengurangi angka *yield* sebagai biaya utang perusahaan.

Keberhasilan penerapan *good corporate governance* tidak terlepas dari peran kerja jajaran Dewan Komisaris sebagai fungsi pengawasan internal perusahaan.

Sehingga, keberadaan dewan komisaris memiliki peran yang cukup penting dalam menurunkan tingkat biaya utang perusahaan tersebut.

Penelitian ini berfokus pada perumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah kepemilikan saham oleh Dewan Komisaris mampu menurunkan biaya utang obligasi?
2. Apakah ukuran Dewan Komisaris mampu menurunkan biaya utang obligasi?
3. Apakah frekuensi rapat Dewan Komisaris mampu menurunkan biaya utang obligasi?
4. Apakah independensi Dewan Komisaris mampu menurunkan biaya utang obligasi?

1.4 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah yang telah dibuat, adapun tujuan penelitian yang ingin dicapai oleh peneliti yaitu sebagai berikut:

1. Untuk menguji pengaruh kepemilikan oleh Dewan Komisaris terhadap penurunan biaya utang obligasi.
2. Untuk menguji pengaruh Komisaris terhadap penurunan biaya utang obligasi.
3. Untuk menguji pengaruh frekuensi rapat Dewan Komisaris terhadap penurunan biaya utang obligasi.
4. Untuk menguji pengaruh independensi Dewan Komisaris terhadap penurunan biaya utang obligasi.

1.5 Kontribusi Penelitian

1.5.1 Kontribusi Teori

Hasil penelitian ini belum mampu mengkonfirmasi *agency theory* dan *theory of the firm* yang menjelaskan adanya permasalahan keagenan dalam suatu organisasi hingga menyebabkan biaya utang. Permasalahan keagenan yang dibahas di dalam penelitian ini ialah permasalahan keagenan yang melibatkan pemberi pinjaman, manajemen, dewan komisaris, dan pemegang saham.

Hasil penelitian ini juga belum mampu mengkonfirmasi *theory of the firm* yang menekankan pentingnya fungsi pengawasan internal di dalam organisasi untuk meminimalkan biaya agensi. Fungsi pengawasan internal yang dibahas di dalam penelitian ini adalah efektivitas Dewan Komisaris dalam menurunkan biaya utang.

1.5.2 Kontribusi Praktik

Melalui hasil penelitian ini, sebaiknya pembentukan dewan komisaris diikuti dengan pembentukan komite remunerasi dalam jajaran dewan komisaris.

Komite remunerasi dapat membuat kebijakan serta standar kerja bagi para anggota dewan komisaris. Pembentukan komite remunerasi ini merupakan salah satu solusi untuk menjaga efektivitas kinerja dewan komisaris.

Hasil penelitian ini juga dapat digunakan oleh calon investor dalam pengambilan keputusan investasi. Para calon investor dapat menggunakan angka *Yield to Maturity* (YTM) sebagai alat ukur melihat besar kecilnya biaya utang suatu perusahaan dan menilai risiko gagal bayar suatu perusahaan.

Hasil penelitian ini juga dapat digunakan oleh pihak regulator. Dalam hal ini pihak regulator yang dimaksud adalah Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Pihak OJK dapat melakukan penilaian dan pengawasan terhadap keberadaan Dewan Komisaris agar pembentukan dewan komisaris tidak sebatas pemenuhan fungsi formalitas penerapan *good corporate governance* saja.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Teori Keagenan

Teori keagenan merupakan teori yang dapat digunakan untuk menjelaskan dan memprediksi permasalahan yang terjadi antara hubungan keagenan. Hubungan keagenan terjadi pada pihak-pihak yang berkepentingan seperti prinsipal (pemilik modal) dengan agen (penerima mandat). Hubungan keagenan bisa terjadi pada banyak pihak seperti contoh antara pemilik dengan manajer, pemegang saham dengan manajer, pemberi pinjaman dengan manajer, masyarakat dengan manajer, dan sebagainya. Penelitian ini menggunakan teori keagenan untuk memahami hubungan keagenan antara manajemen (agen) dengan pemberi pinjaman (prinsipal).

Hubungan keagenan antara manajer dan pemberi pinjaman juga menyebabkan munculnya ketimpangan penerimaan informasi atau informasi asimetri (Scott, 2015 hal 378). Pihak pemberi pinjaman sebagai pemilik modal usaha tidak memiliki cukup informasi terkait kinerja manajer dalam mengelola perusahaan. Sedangkan pada sisi manajer, manajer memiliki informasi dan pengetahuan yang lebih banyak terkait dengan kondisi perusahaan sesungguhnya.

Asimetri informasi yang terjadi di dalam hubungan keagenan menyebabkan munculnya dua permasalahan yang cenderung dilakukan oleh pihak agen yaitu *moral hazard* dan *adverse selection*. *Moral hazard* adalah tindakan agen yang mengingkari atau penyelewengan kesepakatan bersama. Sedangkan *adverse selection* adalah kecenderungan sikap agen menyembunyikan informasi-informasi yang dibutuhkan oleh pihak prinsipal.

Kemunculan teori keagenan ditandai dengan adanya beberapa penelitian terdahulu yang dilakukan oleh pakar ekonomi pada tahun 1960-1970an (Eisenhardt, 1989). Eisenhardt (1989) telah melakukan pengulasan (*review*) terhadap teori keagenan. Pada pengulasan yang dilakukan oleh Eisenhardt dijelaskan bahwa pada awalnya, terdapat pakar ekonomi bernama Wilson (1968) dan Arrow (1971) yang menyelidiki tentang pembagian risiko yang terjadi antara individu di dalam sebuah kelompok. Pembagian risiko di dalam sebuah kelompok tersebut menjadi sebuah permasalahan yang dikenal dengan permasalahan keagenan (*agency problem*). Permasalahan keagenan dalam hal ini muncul disebabkan oleh adanya perbedaan tujuan dan pembagian kerja. Kemudian pada tahun 1976, Jensen & Meckling melanjutkan penelitian-penelitian tersebut dengan membahas hubungan prinsipal dan agen yang terikat oleh sebuah kontrak kerja (Eisenhardt, 1989).

Risiko informasi asimetri menyebabkan pihak prinsipal harus mengeluarkan kompensasi atau biaya untuk menghindarinya. Hal ini yang kemudian disebut dengan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan merupakan dampak dari adanya hubungan keagenan. Hubungan keagenan yang mengikat prinsipal dan agen didasarkan pada adanya pendelegasian wewenang dari pihak prinsipal terhadap agen (Jensen & Meckling, 1976). Hubungan keagenan tersebut menyebabkan pihak prinsipal membutuhkan waktu dan biaya tambahan sebagai bentuk pengawasan terhadap kinerja agen sebagai penerima mandat. Jensen & Meckling (1976) mendeskripsikan biaya keagenan sebagai (1) biaya pengeluaran akibat adanya pengawasan kinerja manajemen atau agen termasuk biaya yang dikeluarkan untuk mengendalikan perilaku manajemen

seperti contoh pembatasan anggaran (*Budget Restriction*), kebijakan kompensasi (*Compensation Policies*), dan peraturan operasional (*Operating Rules*); (2) Biaya perikatan (*Bonding Cost*) yang merupakan pengeluaran oleh prinsipal untuk jaminan bahwa pihak agen tidak akan melakukan suatu tindakan yang merugikan pihak prinsipal; (3) Kerugian Residual (*Residual Loss*) yang merupakan pengurangan tingkat kesejahteraan pihak prinsipal akibat adanya perbedaan keputusan dengan agen.

Menurut teori agensi, pembuatan kontrak kerja yang efisien dapat digunakan oleh prinsipal untuk mengecilkan biaya keagenan. Kontrak kerja yang efisien dapat diberikan dengan berbagai macam kondisi dengan *case* hubungan keagenana antara pemberi pinjaman dan manajer yaitu sebagai berikut (Scott, 2015 hal 381-382):

1. Perjanjian kontrak kerja yang efisien dapat berupa penambahan kesepakatan pada perjanjian kontrak utang antara pemberi pinjaman dan manajer. Penambahan tersebut berisikan kesepakatan manajer untuk membatasi pembagian dividen dan tambahan pinjaman selama obligasi beredar atau;
2. Meminta manajer untuk memiliki/membeli obligasi perusahaan. Kepemilikan obligasi oleh manajer akan membuat manajer mendapat posisi yang sama dengan pemberi pinjaman. Hal ini yang kemudian memotivasi manajer untuk melindungi kepentingan pemberi pinjaman.

Penjelasan di atas menyimpulkan bahwa hubungan keagenan yang terjadi antara manajemen dan pemberi pinjaman (kreditur) menimbulkan adanya

kontrak perjanjian utang dan biaya keagenan yang seharusnya dihindari perusahaan. Selanjutnya, *theory of the firm* akan mencoba menjelaskan peran fungsi pengawasan dalam mengurangi biaya keagenan atas perjanjian kontrak utang.

2.2 Theory of the Firm

Theory of The Firm merupakan teori pengembangan yang diciptakan oleh Jensen & Meckling (1976). Teori tersebut mengintegrasikan unsur-unsur dari teori keagenan, teori hak kepemilikan dan teori keuangan untuk mengembangkan teori struktur kepemilikan perusahaan (Jensen & Meckling, 1976 hal 1).

Theory of the firm digunakan di dalam penelitian ini untuk menjelaskan hubungan antara biaya utang dan efektivitas dewan komisaris sebagai fungsi pengawasan serta digunakan peneliti untuk membangun hipotesis penelitian.

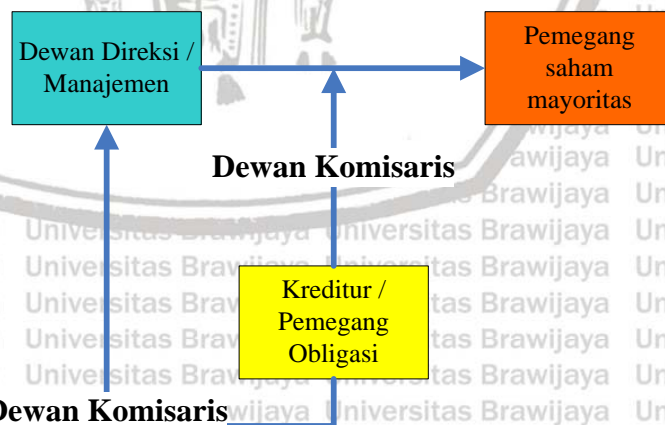
Biaya utang timbul akibat adanya hubungan keagenan antara pihak kreditur atau pemegang obligasi dengan pihak manajemen dan para pemegang saham. Oleh sebab itu, biaya utang di dalam penelitian ini dapat dikategorikan sebagai biaya keagenan yang ditanggung oleh perusahaan publik. Jensen & Meckling (1976) berpendapat biaya keagenan atas utang dapat ditimbulkan akibat dari adanya insentif pemegang saham dalam memperkaya dirinya sendiri dengan cara mendorong manajer melakukan investasi melalui penerbitan utang. Hal ini juga didukung dengan pendapat Scott (2015 hal 379) yang menjelaskan bahwa manajer dapat melakukan tindakan-tindakan oportunistik terhadap kreditur dengan cara antara lain (1) Membayarkan dividen kepada pemegang saham secara berlebihan;

(2) Mengambil tambahan pinjaman; (3) Berinvestasi pada proyek-proyek yang berisiko tinggi.

Pembentukan dewan komisaris merupakan bentuk penerapan fungsi pengawasan di dalam struktur organisasi perusahaan publik yang diharapkan dapat mengurangi biaya agensi atas utang dan asimetri informasi. Hal ini juga sesuai dengan pendapat Nasirwan (2012) bahwa pihak ketiga dibutuhkan dalam mengurangi munculnya asimetri informasi. Langkah yang dapat diambil antara lain yaitu pembentukan dewan komisaris independen, dewan komite audit, penunjukan auditor dan penjamin emisi dengan reputasi baik. Peran pihak ketiga adalah sebagai penengah antara hubungan prinsipal dan agen.

Berikut ini adalah penggambaran atas hubungan keagenan antara kreditur, pihak manajemen, dan para pemegang saham serta peran dewan komisaris sebagai fungsi pengawasan.

Gambar 2.1
Hubungan Keagenan



Berdasarkan gambar di atas, fungsi pengawasan oleh dewan komisaris berperan dalam menjembatani hubungan antara kreditur dan dewan direksi atas perjanjian kontrak utang yang telah disepakati. Fungsi pengawasan di dalam

hubungan ini berperan dalam menjamin pengelolaan dana pinjaman yang diberikan oleh kreditur. Dewan komisaris harus memastikan bahwa dewan direksi tidak melakukan sesuatu hal yang melanggar perjanjian kontrak utang dalam mengelola dana pinjaman tersebut.

Berdasarkan gambar di atas, fungsi pengawasan oleh dewan komisaris juga berperan untuk memastikan bahwa tidak terjadi transfer kekayaan antara kreditur kepada pemegang saham. Transfer kekayaan tersebut terjadi ketika dewan direksi menggunakan dana pinjaman dari kreditur untuk membiayai investasi berisiko tinggi sesuai permintaan para pemegang saham mayoritas. Kreditur mengharapkan dewan komisaris dapat memastikan bahwa transfer kekayaan tersebut tidak dapat terjadi.

Penelitian ini berfokus pada hubungan keagenan antara kreditur, manajemen perusahaan, pemegang saham mayoritas, dan dewan komisaris. Bhojraj & Sengupta (2003) menjelaskan bahwa risiko keagenan yang terjadi di dalam hubungan di atas adalah manajemen akan melakukan suatu tindakan sesuai dengan kepentingan pribadinya yang menyimpang dari peningkatan nilai perusahaan. Pihak manajemen juga cenderung akan mengambil alih hak pemegang saham minoritas dan kreditur. Selain itu, informasi-informasi pribadi yang dimiliki oleh pihak manajemen cenderung secara negatif mempengaruhi risiko kegagalan pinjaman. Nilai *yield to maturity* (YTM) merupakan akibat dari adanya hubungan keagenan di atas.

2.3 Biaya Utang (*Cost of Debt*)

Biaya utang (*cost of debt*) adalah tingkat pengembalian yang diharapkan oleh kreditur atas pendanaan pinjaman yang diberikan kepada suatu perusahaan (Fabozzi, 2007 dalam Masri & Martani, 2012). Pengukuran biaya utang berdasarkan beban bunga yang dibayarkan oleh perusahaan dalam satu tahun dibagi jumlah rata-rata utang jangka panjang dan jangka pendek (yang menghasilkan beban bunga tersebut) (Pittman & Fortin, 2004). Besar kecilnya biaya utang yang ditanggung perusahaan mengandung beberapa informasi antara lain adalah karakteristik perusahaan, besarnya biaya agensi, dan besarnya asimetri informasi (Bhojraj & Sengupta, 2003). Oleh sebab itu, informasi-informasi tersebut tentu akan menjadi sangat penting bagi calon investor untuk menilai biaya utang suatu perusahaan investee.

Penyebab munculnya biaya utang di dalam hubungan keagenan antara kreditur dan manajemen dijelaskan oleh pendapat Anderson, Mansi, & Reeb (2003). Anderson *et al.* (2003) berpendapat bahwa biaya utang merupakan biaya agensi yang timbul dari pendanaan utang. Biaya utang muncul akibat adanya permasalahan transfer kekayaan dari kreditur ke pemegang saham mayoritas. Pemegang saham mayoritas memiliki kebutuhan untuk melakukan investasi pada proyek berisiko tinggi. Berdasarkan sudut pandang tersebut, pemegang saham mayoritas cenderung menerima keuntungan dari adanya investasi sedangkan kreditur cenderung menanggung biaya-biaya besar atas investasi tersebut. Dengan demikian, kreditur memiliki insentif untuk melindungi kontrak utangnya dari risiko transfer kekayaan dengan cara menetapkan tingkat pengembalian yang tinggi. Tingkat pengembalian ini merupakan biaya utang.

Sudut pandang lain berasal dari hasil penelitian Bhojraj & Sengupta (2003) yang mengukur biaya utang dengan menggunakan angka *Yield to Maturity* pada tahun pertama penerbitan surat utang. Tinggi rendahnya nilai YTM yang diterima perusahaan adalah simbol kepercayaan kreditur terhadap manajemen perusahaan. Penerapan mekanisme tata kelola perusahaan yang baik diharapkan dapat mengurangi biaya keagenan yang ditimbulkan. Mekanisme tata kelola perusahaan yang baik dapat mendorong perusahaan untuk melakukan pengungkapan informasi secara tepat waktu. Salah satu bentuk penerapan mekanisme tata kelola perusahaan yang baik yaitu membentuk dewan komisaris yang bekerja secara efektif (Bhojraj & Sengupta, 2003). Pembentukan dewan komisaris diharapkan dapat memberikan fungsi pengawasan independen terhadap kinerja manajemen serta bertanggungjawab melindungi hak-hak para pemangku kepentingan khususnya pihak luar seperti kreditur, pemegang saham, investor, pemerintah, dan sebagainya.

2.4 Dewan Komisaris

Dewan komisaris merupakan salah satu organ perusahaan yang penting dan bertanggung jawab dalam keberhasilan pelaksanaan mekanisme tata kelola perusahaan. Dewan komisaris juga memiliki tugas memberikan nasihat kepada Direksi serta melakukan pengawasan terhadap pelaksanaan mekanisme tata kelola perusahaan. Namun, Dewan komisaris tidak diperbolehkan dalam keikutsertaan pengambilan keputusan operasional. Pengambilan keputusan operasional perusahaan secara penuh merupakan tanggungjawab Direksi. Fungsi pengawasan dan pemberian nasihat yang diberikan oleh Dewan komisaris kepada Direksi

meliputi tindakan pencegahan, perbaikan, hingga pemberhentian sementara (KNKG, 2006).

Tugas, tanggung jawab, dan wewenang dewan komisaris juga telah dijelaskan di dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan nomor 33/POJK.04/2014 pasal 28 ayat 1. Dewan komisaris memiliki tugas melakukan pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan dan kepengurusan perusahaan serta memberikan nasihat-nasihat kepada pihak direksi.

Sesuai dengan peraturan tersebut di atas, jumlah anggota dewan komisaris paling sedikit berjumlah 2 orang. Sedangkan jumlah komisaris independen paling sedikit adalah 30% dari jumlah seluruh anggota dewan komisaris. Jika anggota dewan komisaris hanya terdiri dari 2 orang saja, maka salah satu diantaranya harus diangkat menjadi presiden komisaris. Komisaris independen merupakan anggota dari dewan komisaris yang berasal dari pihak luar perusahaan. POJK Nomor 33 Pasal 21 tahun 2014 juga mengatur syarat keanggotaan yang harus dipenuhi oleh komisaris independen yaitu (1) berasal dari pihak luar perusahaan (2) tidak memiliki kepemilikan saham langsung dan tidak langsung pada perusahaan (3) tidak memiliki hubungan afiliasi dengan perusahaan tersebut (4) tidak memiliki hubungan usaha dengan perusahaan.

Keberadaan dewan komisaris di dalam organ perusahaan sangatlah berperan dalam mempengaruhi investor ketika mempertimbangkan pengambilan keputusan investasi. Hal ini dibuktikan dari hasil survei Coombes & Pitt-Watson (2004) yang mencoba menggali informasi terkait determinan persepsi calon investor dalam pengambilan keputusan investasi. Tiga perempat responden di dalam survei Coombes & Pitt-Watson (2004) berpendapat bahwa keberadaan

dewan komisaris sama pentingnya dengan informasi kinerja keuangan ketika pengambilan keputusan investasi dilakukan. Selain itu, delapan puluh persen responden di dalam survei Coombes & Pitt-Watson (2004) juga bersedia “membayar mahal” atas penerapan mekanisme tata kelola perusahaan yang baik. Dengan demikian, keberadaan dewan komisaris tentu juga akan mempengaruhi sudut pandang pemangku kepentingan lainnya seperti kreditor dalam proses pengambilan keputusan strategis yang dibuat.

Pelaksanaan mekanisme tata kelola perusahaan yang baik menjadi tanggungjawab dewan komisaris. Oleh sebab itu, dewan komisaris diharapkan dapat bekerja dengan efektif dalam melaksanakan fungsi pengawasannya. Adapun variabel-variabel yang akan digunakan di dalam penelitian ini antara lain kepemilikan oleh dewan komisaris, ukuran dewan komisaris, frekuensi rapat dewan komisaris, dan independensi dewan komisaris.

2.5 Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian yang menjelaskan hubungan efektivitas dewan komisaris dengan biaya utang telah banyak ditemukan di negara-negara maju dan berkembang seperti Amerika Serikat, Inggris, Spanyol, dan Indonesia. Salah satu variabel yang telah diteliti di negara-negara tersebut adalah kepemilikan saham oleh dewan komisaris terhadap biaya utang. Hasil penelitian Setyaningrum (2005) di Indonesia menjelaskan bahwa kepemilikan saham oleh pihak dewan direksi dan dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil penelitian oleh Setyaningrum (2005) tersebut tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) dan Lorca *et al.*

(2011). Data yang digunakan oleh Setyaningrum (2005) diketahui bahwa rata-rata kepemilikan saham oleh pihak dewan hanya sebesar 0,53% saja. Hal tersebut yang mungkin menyebabkan hasil penelitian kepemilikan saham oleh pihak dewan tidak berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan di Indonesia. Namun, Setyaningrum (2005) memberikan analisis tambahan atas hasil koefisien positif pada data tersebut. Koefisien positif yang dihasilkan dapat menjelaskan kepemilikan saham oleh dewan berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan. Pada data yang digunakan oleh Setyaningrum (2005), kepemilikan saham oleh pihak dalam (*insiders*) lebih banyak dimiliki oleh dewan komisaris. Kepemilikan saham oleh pihak dewan komisaris tentu akan meningkatkan pengawasan dewan komisaris terhadap praktik oportunistik manajemen perusahaan. Sehingga, hal ini sejalan dengan membaiknya peringkat surat utang perusahaan yang diperoleh (Setyaningrum, 2005).

Hasil penelitian berbeda dijelaskan oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) di Amerika Serikat yang menggunakan variabel kepemilikan saham oleh dewan terhadap peringkat kredit. Hasil penelitian Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh dewan berpengaruh positif terhadap perolehan peringkat kredit perusahaan. Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) menggunakan peringkat kredit perusahaan yang dikeluarkan oleh badan pemeringkat kredit yaitu Standard & Poor's (S&P) Amerika. Semakin banyak anggota dewan yang memiliki saham perusahaan, maka semakin besar pula insentif anggota dewan untuk membatasi praktik oportunistik pihak manajer. Selain itu, anggota dewan juga memiliki insentif lebih besar untuk mengawasi pengambilan keputusan manajemen yang mengarah

pada penurunan risiko kebangkrutan (Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006). Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Lorca *et al.* (2011) di Spanyol yang menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh dewan berpengaruh negatif terhadap biaya utang. Kepemilikan saham oleh pihak dewan dapat mengurangi informasi asimetri yang kemudian menyebabkan turunnya biaya utang (Lorca *et al.*, 2011). Lorca *et al.* (2011) juga melakukan pengujian tambahan dalam penelitiannya yaitu memasukkan unsur independen pada kepemilikan saham oleh dewan terhadap variabel biaya utang. Hasil regresi menjelaskan bahwa tingginya tingkat independensi pada dewan tidak memberikan pengaruh tambahan terhadap proksi kepemilikan saham oleh dewan saat diuji pengaruhnya terhadap variabel biaya utang. Lorca *et al.* (2011) menjelaskan bahwa hal tersebut dapat disebabkan karena komposisi sampel dewan independen yang diuji pada proksi kepemilikan saham oleh dewan terlalu kecil yaitu sebesar 8,35% dewan independen dari 27,97% dewan yang memiliki saham perusahaan.

Variabel kedua yang diteliti di dalam penelitian terdahulu yaitu pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap biaya utang. Hasil penelitian Anderson *et al.* (2004) di Amerika membuktikan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap variabel biaya utang. Piot & Missonier-Piera (2007) berpendapat bahwa besarnya ukuran dewan komisaris akan memberikan keuntungan lebih besar kepada pemberi pinjaman sehingga biaya utang dapat dikurangi. Namun, hasil penelitian tersebut tidak sejalan dengan penelitian Setyaningrum (2005) di Indonesia dan Lorca *et al.*, (2011) di Spanyol. Hasil penelitian Setyaningrum (2005) di Indonesia menjelaskan bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan. Ukuran dewan komisaris

yang besar tidak selalu memberikan keuntungan kepada pemegang obligasi.

Setyaningrum (2005) berpendapat bahwa hal tersebut disebabkan adanya kecenderungan terjadinya kesulitan pengambilan keputusan pada ukuran dewan komisaris yang besar.

Pendapat yang sama dibuktikan dari hasil penelitian Lorca *et al.* (2011) di Prancis bahwa ukuran dewan komisaris tidak berhubungan linear terhadap biaya utang. Lorca *et al.* (2011) menjelaskan pada level tertentu dari besarnya ukuran dewan komisaris akan menyebabkan perusahaan harus menanggung biaya komunikasi yang lebih tinggi serta waktu pengambilan keputusan yang lebih lama. Lorca *et al.* (2011) juga menjelaskan bahwa hasil penelitian tersebut sejalan dengan peraturan pemerintah Spanyol yang membatasi jumlah dewan komisaris perusahaan dengan jumlah minimal 5 dewan komisaris dan maksimal 15 dewan komisaris.

Variabel ketiga yang juga diteliti oleh peneliti terdahulu yaitu pengaruh frekuensi rapat dewan komisaris terhadap biaya utang. Hasil penelitian Anderson *et al.* (2004) di Amerika menunjukkan bahwa frekuensi rapat komite audit dalam jajaran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap biaya utang. Frekuensi rapat jajaran dewan komisaris memberikan gambaran kepada pemegang obligasi bahwa dewan komisaris turut aktif atau tidak dalam menjalankan fungsi pengawasan kinerja dewan direksi. Hasil penelitian Anderson *et al.* (2004) sejalan dengan hasil penelitian Lorca *et al.* (2011) di Spanyol bahwa frekuensi rapat dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap biaya utang. Lorca *et al.* (2011) juga berpendapat bahwa aktivitas dewan komisaris yang semakin banyak mampu menurunkan perilaku oportunistik dewan direksi serta mengurangi asimetri

informasi. Hal ini juga akan berdampak pada menurunnya persepsi pemegang obligasi atas kekhawatiran kegagalan pembayaran utang (Lorca *et al.*, 2011).

Pihak luar yang menduduki jajaran dewan komisaris memiliki peran aktif dalam mengurangi sikap opportunistik manajemen dan meningkatkan nilai perusahaan (Bhojraj & Sengupta, 2003). Hasil penelitian Bhojraj & Sengupta (2003) menjelaskan bahwa angka YTM dipengaruhi oleh jumlah dewan komisaris independen di dalam jajaran dewan komisaris. Semakin besar jumlah dewan komisaris independen yang berasal dari pihak luar, maka semakin kecil angka YTM yang diterima oleh perusahaan. Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Anderson *et al.*, (2004). Hasil penelitian Anderson *et al.* (2004) menunjukkan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh negatif terhadap biaya utang perusahaan. Semakin besar komposisi dewan komisaris independen di dalam jajaran dewan komisaris, maka semakin kecil biaya utang yang diterima oleh perusahaan. Anderson *et al.* (2004) menjelaskan bahwa dewan komisaris independen memiliki kegiatan intensif terhadap proses akuntansi perusahaan. Dewan komisaris independen terlibat dalam proses audit laporan keuangan, mekanisme pengendalian internal, dan review laporan keuangan perusahaan. Sehingga, hal ini berpengaruh terhadap pandangan pemegang obligasi dalam mendapatkan laporan keuangan yang terpercaya. Semakin tingginya kepercayaan pemegang obligasi terhadap suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap kecilnya tingkat bunga kredit yang diberikan.

Penelitian terkait independensi dewan komisaris terhadap peringkat kredit juga dilakukan Ashbaugh-Skaife *et al.*, (2006). Hasil penelitian Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) menunjukkan bahwa independensi dewan komisaris berpengaruh

positif terhadap peringkat kredit. Semakin banyak jumlah dewan komisaris independen di dalam jajaran dewan komisaris, maka semakin baik peringkat kredit yang diperoleh perusahaan. Peringkat kredit yang baik menunjukkan bahwa perusahaan memperoleh biaya utang lebih kecil. Sedangkan hasil penelitian Piot & Missonier-Piera (2007) sejalan dengan hasil penelitian Bhojraj & Sengupta (2003), Anderson *et al.* (2004), dan Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006). Hasil penelitian Piot & Missonier-Piera (2007) juga menunjukkan bahwa independensi dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap biaya utang.

Terdapat beberapa hasil penelitian sebelumnya yang tidak sejalan dengan hasil penelitian oleh Bhojraj & Sengupta (2003), Anderson *et al.* (2004), Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006), dan Piot & Missonier-Piera (2007). Hasil penelitian Setyaningrum (2005) dan Lorca *et al.* (2011) menunjukkan bahwa independensi dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang.

Hasil penelitian Setyaningrum (2005) di Indonesia menjelaskan bahwa persentase dewan komisaris independen dalam jajaran dewan tidak berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan. Data penelitian Setyaningrum (2005) menunjukkan bahwa komposisi dewan komisaris independen di dalam jajaran dewan komisaris rata-rata sebesar 37,99%. Jumlah tersebut telah sesuai dengan peraturan Bursa Efek Indonesia yaitu minimum 30%. Namun, hal tersebut masih dianggap belum efektif jika menunjukkan dewan komisaris independen hanya berdasarkan pemenuhan regulasi semata (Setyaningrum, 2005). Sedangkan hasil penelitian Lorca *et al.* (2011) di Spanyol juga menunjukkan independensi dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang. Lorca *et al.* (2011) menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan terdaftar di negara Spanyol

mengalami krisis kepercayaan investor terhadap dewan komisaris independen.

Dewan komisaris dianggap tidak independen sebab anggota dewan komisaris independen ditunjuk dan dipengaruhi oleh kepentingan dewan direksi. Hal tersebut telah banyak disampaikan oleh berbagai pihak berkepentingan di negara Spanyol. Pembentukan komite nominasi merupakan salah satu cara yang diusulkan. Pembentukan komite nominasi bertujuan melakukan penunjukkan dan penilaian independensi dewan komisaris (Lorca *et al.*, 2011).



BAB III RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

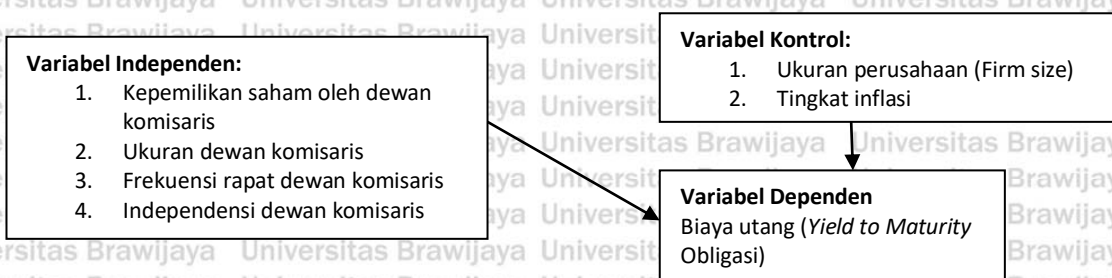
3.1 Rerangka Teoritis

Penelitian ini mencoba mereplikasi dan mengembangkan penelitian oleh Lorca *et al.* (2011) terkait dengan biaya utang yang dipengaruhi oleh efektivitas Dewan Komisaris. Pengembangan di dalam penelitian ini terdapat pada variabel dependen yang menggunakan proksi berbeda dari penelitian Lorca *et al.* (2011). Proksi variabel dependen yang digunakan di dalam penelitian ini mengadopsi dari penelitian oleh Sengupta (1998) dan Bhojraj & Sengupta (2003) yaitu menggunakan angka *yield to maturity* (YTM).

Penelitian ini akan mencoba menguji variabel independen efektivitas dewan komisaris menggunakan variabel kepemilikan oleh dewan, ukuran dewan, frekuensi rapat dewan, dan independensi dewan komisaris terhadap variabel dependen biaya utang yang menggunakan proksi angka *yield to maturity* (YTM).

Selain itu, penelitian ini juga akan menggunakan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (*firm size*) dan tingkat inflasi. Penelitian ini memprediksi efektivitas Dewan Komisaris terhadap biaya utang pada konteks perusahaan dengan bidang semua sektor (*financial sector* dan *non-financial sector*) di Indonesia. Adapun rerangka konseptual ini juga dijelaskan pada gambar 3.1 di bawah ini:

**Gambar 3.1
Rerangka Teoritis**



3.2 Perumusan Hipotesis

3.2.1 Hipotesis Pengaruh Kepemilikan oleh Dewan terhadap Biaya Utang

Proksi kepemilikan oleh dewan merupakan salah satu proksi yang digunakan oleh Lorca *et al.* (2011) dalam menguji variabel independen efektivitas dewan komisaris terhadap variabel dependen biaya utang. Kepemilikan oleh dewan yang dimaksud di dalam penelitian ini adalah ukuran persentase saham yang dimiliki oleh dewan komisaris. Jensen & Meckling (1976) menjelaskan bahwa tingginya kepemilikan modal di dalam perusahaan akan meningkatkan pengawasan pemilik modal tersebut. Hal ini merupakan upaya pemilik modal untuk menghindari adanya praktik oportunistik yang dilakukan oleh agen atau manajemen. Lorca *et al.* (2011) berpendapat jika jajaran dewan komisaris berkontribusi dalam kepemilikan perusahaan dan berkebutuhan untuk meningkatkan pengawasannya, hal ini akan memberikan manfaat bagi para pemegang obligasi. Pendapat Lorca *et al.* (2011) searah dengan hasil penelitian yang dilakukan sebelumnya oleh Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) di Amerika Serikat. Hasil penelitian Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) menunjukkan bahwa perusahaan akan menerima peringkat kredit yang tinggi ketika dewan komisaris memiliki kepemilikan saham besar di dalam perusahaan. Kepemilikan saham yang besar oleh para anggota dewan komisaris akan membuat pengawasan terhadap kinerja manajemen menjadi lebih ketat sebab dewan komisaris memiliki hasrat untuk melindungi asetnya (Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006).

Berdasarkan studi yang telah diuraikan di atas, peneliti merumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

- H1.** Semakin tinggi Kepemilikan saham oleh Dewan Komisaris, maka biaya utang semakin rendah.

3.2.2 Hipotesis Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang

Proksi kedua yang digunakan di dalam penelitian ini untuk mengukur efektivitas dewan komisaris adalah Ukuran Dewan Komisaris. Peran dewan komisaris dalam struktur organisasi perusahaan adalah memberikan nasihat kepada dewan direksi dan mengawasi pelaksanaan kebijakan-kebijakan yang telah dibuat (Muntoro, 2006). Ukuran dewan diukur menggunakan jumlah dewan komisaris yang bergabung. Terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang mencoba menjelaskan ukuran dewan komisaris sebagai proksi efektivitas dewan komisaris. Hasil penelitian Anderson *et al.* (2004) di Amerika membuktikan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap variabel biaya utang. Anderson *et al.* (2004) berpendapat bahwa semakin besar ukuran dewan komisaris akan memberikan fungsi pengawasan yang lebih baik terhadap proses akuntansi. Kemudian, pengawasan yang baik terhadap proses akuntansi akan menurunkan biaya utang perusahaan (Anderson *et al.* 2004). Hasil penelitian Anderson *et al.* (2004) konsisten dengan hasil penelitian Piot & Missonier-Piera (2007) di Prancis. Piot & Missonier-Piera (2007) berpendapat bahwa besarnya ukuran dewan komisaris akan memberikan keuntungan lebih besar kepada pemberi pinjaman sehingga biaya utang dapat dikurangi.

Berdasarkan studi yang telah diuraikan di atas, peneliti merumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H2: Semakin besar Ukuran Dewan Komisaris, maka biaya utang semakin rendah.

3.2.3 Hipotesis Pengaruh Frekuensi Rapat Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang

Proksi ketiga dalam mengukur efektivitas dewan komisaris adalah frekuensi rapat dewan komisaris. Frekuensi rapat dewan komisaris dihitung berdasarkan jumlah rapat dewan komisaris selama satu tahun. Hasil penelitian Anderson *et al.* (2004) di Amerika menunjukkan bahwa frekuensi rapat komite audit dalam jajaran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap biaya utang. Frekuensi rapat jajaran dewan komisaris memberikan gambaran kepada pemegang obligasi bahwa dewan komisaris turut aktif atau tidak dalam menjalankan fungsi pengawasan kinerja dewan direksi. Hasil penelitian Anderson *et al.* (2004) sejalan dengan hasil penelitian Lorca *et al.* (2011) di Spanyol bahwa frekuensi rapat dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap biaya utang. Lorca *et al.* (2011) juga berpendapat bahwa aktivitas dewan komisaris yang semakin banyak mampu menurunkan perilaku oportunistik dewan direksi serta mengurangi asimetri informasi. Hal ini juga akan berdampak pada menurunnya persepsi pemegang obligasi atas kekhawatiran kegagalan pembayaran utang (Lorca *et al.*, 2011). Lin *et al.* (2013) juga berpendapat tingginya frekuensi rapat dewan komisaris menunjukkan kualitas kegiatan supervisi dewan komisaris dalam mengontrol perusahaan. Tingginya kehadiran dewan komisaris mampu meningkatkan performa proses akuntansi perusahaan (Lin *et al.*, 2013). Dengan demikian, frekuensi rapat dewan komisaris tentu juga akan memberikan pengaruh terhadap persepsi para investor perusahaan.

Berdasarkan studi yang telah diuraikan di atas, peneliti merumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H3: Semakin banyak Frekuensi Rapat Dewan Komisaris, maka biaya utang semakin rendah.

3.2.4 Hipotesis Pengaruh Independensi Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang

Proksi keempat dalam mengukur efektivitas dewan komisaris terhadap biaya utang adalah independensi dewan komisaris. Independensi dewan komisaris diukur dengan menggunakan proporsi persentase dewan komisaris independen dalam jajaran dewan komisaris. Terdapat beberapa pandangan yang berbeda terkait dewan komisaris independen dalam jajaran dewan komisaris. Menurut pendapat Fama & Jensen (1983), anggota komisaris independen yang merupakan pihak luar (*outsider*) memiliki peranan penting dalam mengawasi permasalahan agensi di dalam manajemen. Pihak luar (*outsider*) diharapkan memiliki sikap lebih obyektif terhadap permasalahan seperti *fraud* yang ditimbulkan oleh pihak direksi. Hasil penelitian Anderson *et al.* (2004) menunjukkan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh negatif terhadap biaya utang perusahaan. Dewan komisaris independen terlibat dalam proses audit laporan keuangan, mekanisme pengendalian internal, dan review laporan keuangan perusahaan. Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) menunjukkan bahwa independensi dewan komisaris berpengaruh positif terhadap peringkat kredit. Semakin banyak jumlah dewan komisaris independen di dalam jajaran dewan komisaris, maka semakin baik peringkat kredit yang diperoleh perusahaan. Peringkat kredit yang baik menunjukkan perusahaan memperoleh biaya utang lebih kecil. Sedangkan hasil penelitian Piot & Missonier-Piera (2007) sejalan dengan hasil penelitian Bhojraj & Sengupta (2003), Anderson *et al.* (2004), dan Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006).

Hasil penelitian Piot & Missonier-Piera (2007) juga menunjukkan bahwa independensi dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap biaya utang.

Berdasarkan studi yang telah diuraikan di atas, peneliti merumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H4: Semakin banyak jumlah Komisaris Independen, maka biaya utang semakin rendah.



BAB IV METODE PENELITIAN

4.1 Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini termasuk penelitian deskriptif dengan pendekatan paradigma positivis. Penelitian deskriptif memiliki tujuan menjelaskan hubungan antara satu variabel dengan variabel-variabel lainnya (Sekaran & Bougie, 2013, hal. 97). Sumber data di dalam penelitian ini adalah data sekunder dengan jenis pendekatan kuantitatif.

4.2 Populasi dan Sampel

Populasi di dalam penelitian ini adalah seluruh obligasi korporat yang memiliki angka *yield to maturity* ($t+1$) pada periode tahun 2012-2016. Pemilihan sampel di dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang bergerak pada semua jenis industri dan terdaftar secara konsisten pada periode pengamatan yaitu tahun 2012-2016.
2. Obligasi korporasi yang tercatat dalam *Indonesia Bond Market Directory* pada periode pengamatan tahun 2012-2016.
3. Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan dengan tahun buku berakhir per 31 Desember dan menggunakan mata uang pelaporan Rupiah Indonesia pada periode pengamatan tahun 2012-2016.
4. Perusahaan mempublikasikan laporan tahunan pada periode pengamatan tahun 2012-2016.

4.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

4.3.1 Variabel Dependen

Biaya Utang (*Cost of Debt – COD*) – Obligasi

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah biaya utang untuk obligasi. Biaya utang merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh

Kreditur atas pemberian pinjaman yang diberikan. Peneliti memilih menggunakan proksi utama variabel dependen yang diperkenalkan oleh Sengupta (1998) dan

Bhojraj & Sengupta (2003) berdasarkan tujuan peneliti yang ingin mengembangkan penelitian Lorca *et al.* (2011). Selain itu, peneliti juga memiliki

pertimbangan bahwa berdasarkan hasil analisis deskriptif di dalam penelitian Lorca *et al.* (2011) terdapat gangguan atau nilai abnormal dalam proksi variabel

dependen. Nilai abnormal yang dijumpai oleh Lorca *et al.* (2011) pada proksi variabel dependen tersebut juga dijumpai pada penelitian-penelitian sebelumnya

yang menggunakan proksi sama seperti penelitian oleh Francis, LaFond, Olsson, & Schipper (2005); Piot & Missonier-Pierra (2007) dan Pittman & Fortin (2004).

Sedangkan, penelitian-penelitian sebelumnya di Indonesia oleh (Yunita, 2012); (Rebecca & Siregar, 2012); (Juniarti & Sentosa, 2009); (Masri & Martani, 2012)

juga menggunakan proksi variabel dependen yang serupa dengan Lorca *et al.* (2011) atas biaya utang. Nilai abnormal yang ditemukan di penelitian-penelitian

tersebut adalah terdapat pengamatan yang bernilai ekstrem yaitu data biaya utang dengan jumlah sangat kecil maupun sangat besar. Selain itu, peneliti terdahulu

tidak memisahkan karakteristik komponen utang perusahaan. Komponen utang setiap perusahaan tentunya terdiri dari berbagai macam jenis utang seperti utang

jangka pendek dan utang jangka panjang seperti obligasi. Seharusnya kedua karakteristik utang tersebut dipisahkan dan dapat diteliti lebih utuh untuk masing-

masing jenis utang. Penelitian terdahulu memproksikan biaya utang dengan rata-rata bunga yang dibayarkan atas utang yang muncul. Hal ini menyebabkan proksi biaya utang menjadi bias sebab utang tersebut tidak dipisahkan karakteristiknya antara utang jangka pendek dan utang jangka panjang.

Penelitian Sengupta (1998) menggunakan angka *yield to maturity* (YTM) sebagai proksi pengukuran biaya utang. Angka YTM merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor atau kreditur disetahunkan. Menurut pendapat Sengupta (1998), angka YTM mengandung informasi terkait biaya yang dibebankan oleh pemegang obligasi kepada perusahaan. Biaya yang dibebankan oleh pemegang saham tersebut merupakan bentuk dari biaya utang. Angka YTM yang digunakan di dalam penelitian ini merupakan angka YTM pada tahun pertama setelah penerbitan obligasi korporat. Angka YTM tersebut dapat diperoleh dari data yang telah disediakan dalam *Indonesia Bond Market Directory*. Angka YTM dapat menjelaskan risiko premium yang dibebankan oleh pemberi pinjaman dan merupakan komponen terpenting atas penilaian biaya utang suatu perusahaan (Sengupta, 1998) (Bhojraj & Sengupta, 2003). Selain itu, angka YTM merupakan alat ukur yang sangat tepat untuk menghitung biaya utang obligasi perusahaan. Sehingga, penelitian ini mengkhususkan perhitungan biaya utang pada obligasi saja.

Penelitian ini juga akan melakukan uji sensitivitas terhadap hasil pengujian hipotesis. Pengukuran lain atas biaya utang akan menggunakan peringkat obligasi. Bhojraj & Sengupta (2003) berpendapat bahwa peringkat obligasi dan angka *yield* dapat menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan utang-utangnya. Selain itu, peringkat obligasi dan *yield* juga

menunjukkan tingkat perlindungan bagi kreditur atas perikatan perjanjian utang.

Jika obligasi korporat mendapatkan peringkat obligasi yang baik dan *yield* yang rendah, hal tersebut mencerminkan bahwa perusahaan dipercaya memiliki kemampuan penyelesaian utang yang baik (Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006).

Kondisi ini yang kemudian menunjukkan biaya utang-obligasi perusahaan rendah.

Proksi peringkat obligasi pada penelitian ini akan menggunakan peringkat yang dikeluarkan oleh PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia). Peringkat obligasi di

dalam penelitian ini akan diberikan nilai 1-7 dengan dua kategori yaitu kategori

spekulatif dan kategori investasi. Kategori spekulatif diberikan untuk obligasi

yang memiliki nilai 1-3. Kategori spekulatif mencerminkan obligasi yang rentan

terhadap perubahan ekonomi makro dan mikro serta rentan terhadap risiko gagal

bayar. Sedangkan kategori investasi mencerminkan hal sebaliknya. Berikut ini

tabel peringkat obligasi:

Tabel 4.1
Peringkat Obligasi

No	Urutan Peringkat oleh PEFINDO	Nilai Pengukuran	Kategori
1	idAAA	7	Investasi
2	idAA+	6	Investasi
3	idAA	6	Investasi
4	idAA-	6	Investasi
5	idA+	5	Investasi
6	idA	5	Investasi
7	idA-	5	Investasi
8	idBBB+	4	Investasi
9	idBBB	4	Investasi
10	idBBB-	4	Investasi
11	idBB+	3	Spekulatif
12	idBB	3	Spekulatif
13	idBB-	3	Spekulatif
14	idB+	2	Spekulatif
15	idB	2	Spekulatif
16	idB-	2	Spekulatif
17	idCCC	1	Spekulatif
18	idD	1	Spekulatif

Sumber: Setyaningrum (2005), Ashbaugh-Skaife *et al.*, (2006) dan www.pefindo.com



4.3.2 Variabel Independen

Variabel independen di dalam penelitian ini merupakan kepemilikan oleh dewan komisaris, ukuran dewan komisaris, frekuensi rapat dewan komisaris, dan independensi dewan komisaris. Pengukuran variabel Dewan Komisaris menggunakan skala rasio yang meliputi:

1. Kepemilikan oleh Dewan Komisaris

Kepemilikan oleh Dewan Komisaris adalah kepemilikan saham oleh dewan komisaris dari seluruh jumlah saham perusahaan yang beredar (Lorca *et al.*, 2011). Kepemilikan saham oleh anggota dewan komisaris diharapkan dapat memberikan dorongan kepada dewan komisaris untuk melakukan fungsi pengawasan dengan efektif dan menegakkan mekanisme tata kelola perusahaan yang baik. Kepemilikan saham akan membuat posisi dewan komisaris menjadi pihak prinsipal (pemilik modal) dan pihak pengawas di dalam perusahaan. Dewan komisaris akan memiliki kebutuhan untuk lebih ketat mengawasi kinerja manajemen dan mengurangi praktik oportunistik manajemen. Proksi kepemilikan oleh Dewan Komisaris diukur dengan pegukuran yang mengacu pada penelitian Anderson *et al.*, (2004), Setyaningrum (2005), dan Lorca *et al.* (2011):

$$\%Shm_DK = \frac{\text{Jumlah saham Dewan Komisaris}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

Keterangan:

%Shm_DK: Persentase saham yang dimiliki dewan komisaris

2. Ukuran Dewan Komisaris

Ukuran dewan komisaris memiliki peranan penting dalam menjamin efektivitas kinerja dewan komisaris. Beberapa penelitian terdahulu memiliki

pandangan yang berbeda terkait ukuran dewan komisaris. Ukuran dewan komisaris yang besar merupakan keuntungan bagi perusahaan untuk memperoleh sumber daya manusia yang *expert* dan berkompeten. Selain itu, ukuran dewan komisaris yang kecil memberikan peluang kepada CEO untuk mengendalikan dewan komisaris. Namun, sudut pandang berbeda muncul dari peneliti lainnya.

Mereka berpendapat bahwa ukuran dewan komisaris yang besar menyulitkan proses koordinasi dan komunikasi antar anggota dewan komisaris. Sehingga, proses pengambilan keputusan menjadi tidak efektif dan efisien. Penelitian ini mengukur proksi ukuran dewan komisaris dengan menghitung jumlah seluruh anggota dewan komisaris di dalam perusahaan pengamatan. Pengukuran ini mengacu pada pengukuran yang dilakukan oleh Setyaningrum (2005), Ashbaugh-Skaife *et al.*, (2006) dan Lorca *et al.* (2011).

3. Frekuensi Rapat Dewan Komisaris

Frekuensi rapat dewan komisaris menunjukkan adanya aktivitas komunikasi dan koordinasi antar anggota dewan komisaris. Hal ini juga disampaikan oleh Vafeas (1999) bahwa frekuensi rapat dewan komisaris merupakan proksi yang tepat untuk menjelaskan upaya-upaya dewan komisaris dalam pelaksanaan fungsi pengawasan. Proksi frekuensi rapat dewan komisaris di dalam penelitian ini diukur berdasarkan jumlah rapat yang dilaksanakan oleh dewan komisaris selama 1 tahun. Pengukuran tersebut mengacu pada pengukuran yang dilakukan oleh Anderson *et al.*, (2004) dan Lorca *et al.*, (2011).

4. Independensi Dewan Komisaris

Independensi dewan komisaris diukur dari adanya anggota dewan komisaris independen di dalam jajaran dewan komisaris. Dewan komisaris independen ialah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan perusahaan dan berasal dari pihak luar (*outsider*) (Fama&Jensen, 1983).

Keberadaan pihak luar di dalam jajaran dewan komisaris memiliki kecenderungan sikap yang lebih objektif dalam proses pengambilan keputusan. Selain itu, pihak luar juga diharapkan dapat berkontribusi dalam pengawasan atas permasalahan agensi di perusahaan. Pengukuran proksi independensi dewan komisaris dihitung dari banyaknya jumlah dewan komisaris independen dalam jajaran dewan komisaris. Pengukuran ini mengacu pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ashbaugh-Skaife *et al.*, (2006), Piot & Missonier-Piera (2007), Bhojraj & Sengupta (2003), Anderson *et al.* (2004), dan Lorca *et al.*, (2011).

4.3.3 Variabel Kontrol

Variabel kontrol merupakan variabel yang mengontrol hubungan kausal antara variabel independen dan variabel dependen. Keberadaan variabel kontrol diharapkan dapat memberikan model empiris yang lebih lengkap dan lebih baik (Hartono, 2014, hal. 188). Variabel yang digunakan di dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan.

I. Ukuran perusahaan (*Firm size*)

Ukuran perusahaan (*firm size*) memberikan indikator besar kecilnya risiko gagal bayar perusahaan. Perusahaan besar memiliki kemampuan lebih baik dalam melunasi pinjamannya. Hal ini disebabkan oleh besarnya total aset yang

dimilikinya. Oleh sebab itu, semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil risiko gagal bayar yang diterima oleh kreditur (Anderson *et al.*, 2004; Setyaningrum, 2005; dan Lorca *et al.*, (2011).

$$\text{Size} = \text{Log}(\text{Liabilitas} + \text{Ekuitas})$$

2. Tingkat inflasi

Tingkat inflasi di sebuah negara menunjukkan risiko pada investasi surat-surat berharga seperti obligasi. Semakin tinggi tingkat inflasi suatu negara, maka semakin tinggi pula tingkat risiko yang diterima para investor. Hal ini dikarenakan kegiatan investasi dilakukan pada saat kondisi pasar mengalami kenaikan harga (Nurfauziah & Setyarini, 2004). Rata tingkat inflasi per tahun diperoleh dari website resmi Bank Indonesia dengan alamat website <http://www.bi.go.id/id/moneter/inflasi/data/Default.aspx>.

4.4 Metode Analisis Data

Analisis data di dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda. Perangkat lunak yang digunakan untuk menganalisa data adalah SPSS versi 21. Menurut Gujarati (2003) dalam Ghozali (2013), regresi berganda merupakan studi yang mempelajari keterkaitan variabel independen dengan satu atau lebih variabel independen. Model regresi yang baik yaitu model regresi yang bebas dari asumsi klasik statistik.

4.4.1 Uji Asumsi Klasik

4.4.1.1 Uji Normalitas

Uji normalitas memiliki tujuan untuk menentukan bahwa setiap variabel telah linear dari variabel berdistribusi normal. Jika uji ini terpenuhi, maka nilai residual secara otomatis telah terdistribusi normal dan

independen (Ghozali, 2013 hal 27). Uji normalitas di dalam penelitian ini akan dilakukan dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* (K-S). Nilai residual dapat dikatakan terdistribusi normal jika nilai signifikansi $> \alpha = 0,05$.

4.4.1.2 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas memiliki tujuan untuk menguji model regresi apakah terdapat korelasi antar variabel independen. Permodelan regresi yang baik merupakan regresi yang bebas dari permasalahan multikolinieritas (Ghozali, 2013 hal 103). Permasalahan multikolinieritas dapat dilihat dari output SPSS pada nilai VIF dan Tolerance. Jika nilai VIF < 10 , dan nilai Tolerance $> 0,1$ maka model regresi terbebas dari permasalahan multikolinieritas.

4.4.1.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi memiliki tujuan untuk menguji model regresi linear apakah terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode tahun t dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya (Ghozali, 2013 hal 107). Jika hasil menunjukkan terdapat korelasi, maka hal ini menunjukkan terdapat permasalahan autokorelasi. Permodelan regresi yang baik adalah permodelan yang bebas permasalahan autokorelasi. Ada beberapa cara untuk mendeteksi adanya permasalahan autokorelasi yaitu uji Durbin-Watson (*DW test*), uji Lagrange Multiplier (*LM test*), uji statistics Q: Box-Pierce dan Ljung Box, dan *Run Test*. Penelitian ini akan menggunakan uji *Run Test* untuk mendeteksi permasalahan autokorelasi.

Jika nilai probabilitas lebih dari 0.05, maka menunjukkan tidak terdapat permasalahan autokorelasi.

4.4.1.4 Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas memiliki tujuan untuk menguji apakah di dalam permodelan regresi terdapat ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya (Ghozali, 2013 hal 134). Permodelan regresi yang baik adalah permodelan yang bebas heterokedastisitas.

Terdapat beberapa cara untuk mendeteksi adanya heterokedastisitas yaitu dengan cara melihat grafik Plot, uji park, uji glejser, dan uji white.

Penelitian ini akan menggunakan uji glejser untuk mendeteksi adanya heterokedastisitas. Hasil uji menunjukkan adanya heterokedastisitas jika nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat kepercayaan 5%.

4.4.2 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis di dalam penelitian ini akan menggunakan analisis regresi berganda menggunakan aplikasi SPSS 21. Hipotesis alternatif akan diterima jika nilai p statistik $\leq 5\%$. Penelitian ini mempunyai persamaan sebagai berikut:

$$Y = \beta_i + \beta X_1 + \beta X_2 + \beta X_3 + \beta X_4 + \beta X_5 + \beta X_6 + e \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan:

Y = Biaya Utang (*Cost of Debt*) – Yield To Maturity (t+1)

X₁ = Kepemilikan oleh Dewan Komisaris

X₂ = Ukuran dewan komisaris

X₃ = Frekuensi rapat dewan komisaris

X₄ = Independensi dewan komisaris

$X_5 = Firm\ size$

$X_6 = Tingkat\ inflasi$

$\beta_i = Koefisien$

$e = error$

4.4.3 Pengujian Sensitivitas

Pengujian sensitivitas di dalam penelitian ini bertujuan untuk mengetahui konsistensi hasil uji hipotesis sebelumnya. Uji sensitivitas pertama akan mengganti pengukuran biaya utang menggunakan peringkat obligasi yang sebelumnya menggunakan nilai *yield to maturity*. Berikut ini persamaan regresi yang akan diuji sensitivitas:

$$Y = \beta_i + \beta X_1 + \beta X_2 + \beta X_3 + \beta X_4 + \beta X_5 + \beta X_6 + e \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

Y = Biaya Utang (*Cost of Debt*) – Peringkat Obligasi

X_1 = Kepemilikan oleh Dewan Komisaris

X_2 = Ukuran dewan komisaris

X_3 = Frekuensi rapat dewan komisaris

X_4 = Independensi dewan komisaris

$X_5 = Firm\ size$

$X_6 = Tingkat\ inflasi$

$\beta_i = Koefisien$

$e = error$

Uji sensitivitas kedua yang akan diuji di dalam penelitian ini adalah dengan mengeluarkan *oulier* yang terdapat di dalam sampel penelitian. Setelah *oulier* dikeluarkan, maka akan diuji ulang menggunakan persamaan regresi 1. Hasil uji sensitivitas juga akan diinterpretasikan di dalam bab V pembahasan.

BAB V HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

5.1 Gambaran Objek Penelitian

Populasi di dalam penelitian ini adalah perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2016 yang bergerak dalam bidang *all sector* serta menerbitkan obligasi pada periode pengamatan yaitu 2012-2016. Sampel penelitian diambil berdasarkan metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Berikut ini gambaran proses *sampling* yang dilakukan oleh peneliti yaitu sebagai berikut:

Tabel 5.1
Proses Sampling

Kriteria	2012	2013	2014	2015	2016	Total
Obligasi yang memiliki angka <i>yield to maturity</i> (t+1) pada periode 2012-2016	36	47	48	35	34	200
Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan tahunan periode 2012 - 2016	(9)	(12)	(5)	(9)	(6)	(41)
Data yang terkait dengan variabel-variabel penelitian namun tidak tersedia	(9)	(8)	(14)	(8)	(10)	(49)
JUMLAH SAMPEL						110

Berdasarkan tabel di atas diketahui bahwa jumlah sampel di dalam penelitian ini sebanyak 110 obligasi korporat. Peneliti melakukan pengamatan untuk variabel biaya utang yakni besarnya yield obligasi korporat pada tahun pertama setelah tahun penerbitan obligasi (t+1). Tahun pengamatan yield obligasi korporat menggunakan tahun 2012-2016. Hal ini juga berlaku untuk mendapatkan data laporan tahunan perusahaan yaitu laporan tahunan periode 2012-2016.

5.2 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan oleh peneliti untuk menjelaskan karakteristik sampel penelitian. Karakteristik yang dapat dijelaskan berdasarkan statistik deskriptif yaitu karakteristik sampel secara umum. Analisis statistik deskriptif memuat informasi tentang nilai maksimum data, nilai minimum, rata-rata, dan standar deviasi. Berikut ini hasil statistik deskriptif setelah diolah menggunakan aplikasi *Microsoft Office Excel 2010*:

Tabel 5.2
Statistik Deskriptif

	RATA-RATA	MIN	MAKS	STANDAR DEVIASI
COD	9,76%	7,13%	14,30%	0,01073647
SAHM_OW	0,50%	0,0000%	26,2600%	0,03019964
UK_KOM	5	2	10	1,85944829
RAP_KOM	12	1	51	10
INDEP_KOM	42%	17%	100%	0,1604198
UK_PERUSH	13,2912	10,1575	14,3677	0,598919
TING_INFL	5,86%	3,02%	8,79%	0,01759495

Berdasarkan tabel 5.2 variabel COD yang merupakan simbol Biaya Utang-Obligasi memiliki nilai rata-rata 9,76%, nilai minimum 7,13%, nilai maksimum 14,30%, dan standar deviasi sebesar 0,01%. Hal tersebut menjelaskan bahwa biaya utang obligasi yang diterima oleh perusahaan terdaftar terpusat pada persentase yield 9,76% dengan standar deviasi 0,01. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dari nilai rata-rata menjelaskan bahwa penyimpangan data dari rata-rata hitung juga kecil.

Variabel SAHM_OW yang merupakan simbol Kepemilikan saham oleh dewan komisaris memiliki nilai rata-rata 0,50%, nilai minimum 0,0000%, nilai maksimum 26,26%, dan standar deviasi 0,03. Hasil tersebut menjelaskan bahwa kepemilikan saham oleh dewan komisaris di perusahaan terdaftar terpusat pada

persentase 0,50% dengan kepemilikan saham terbesar sebanyak 26,26% dan kepemilikan saham terkecil sebanyak 0,00%. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dari nilai rata-rata yaitu 0,03 menunjukkan bahwa penyimpangan data juga rendah. Dengan demikian dapat diketahui bahwa rata-rata kepemilikan saham oleh dewan komisaris di perusahaan terdaftar di Indonesia sangat kecil (tidak lebih dari 1%).

Variabel UK_KOM yang merupakan simbol Ukuran Dewan Komisaris memiliki nilai rata-rata 5, nilai minimum 2, nilai maksimum 10, dan standar deviasi 1,86. Hasil tersebut menjelaskan bahwa ukuran dewan komisaris di perusahaan terdaftar di Indonesia rata-rata terdiri dari 5 orang anggota dewan dengan jumlah anggota terkecil sebanyak 2 orang dan jumlah anggota terbesar sebanyak 10 orang. Nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-rata yaitu 1,86 yang menjelaskan bahwa penyimpangan data juga kecil. Dengan demikian, jumlah anggota dewan komisaris di perusahaan terdaftar di Indonesia telah sesuai dengan peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No.33/POJK.04/2014 yang mensyaratkan jumlah anggota dewan komisaris minimal terdiri dari 2 orang anggota.

Variabel RAP_KOM merupakan simbol dari Frekuensi Rapat Dewan Komisaris dalam 1 tahun memiliki nilai rata-rata 12, nilai minimum 1, nilai maksimum 51, dan standar deviasi 10. Hasil tersebut menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan terdaftar di Indonesia mengadakan rapat dewan komisaris sebanyak 12 kali dalam setahun, dengan jumlah rapat minimal sebanyak 1 kali dan jumlah rapat terbanyak yaitu 51 kali dalam setahun. Perusahaan yang terdaftar rata-rata memiliki peraturan anggaran di awal tahun yang menyebutkan bahwa

dewan komisaris melakukan rapat dan koordinasi kerja minimal sebanyak 1 kali dalam sebulan. Hal ini yang kemudian melatarbelakangi banyak perusahaan melakukan rapat dewan komisaris dengan frekuensi 12 kali dalam setahun atau 1 kali dalam sebulan. Selain itu, perusahaan-perusahaan tersebut juga memiliki peraturan bahwa rapat oleh dewan komisaris boleh dilakukan lebih dari 1 kali dalam sebulan jika memang dibutuhkan pada situasi tertentu. Oleh sebab itu, terdapat perusahaan yang dapat melakukan rapat dewan komisaris hingga 51 kali dalam 1 tahun. Nilai standar deviasi terbilang tinggi untuk variabel rapat dewan komisaris yaitu sebesar 10. Hal tersebut menunjukkan penyimpangan data dari rata-rata hitungannya terbilang besar.

Variabel INDEP_KOM merupakan simbol Independensi Dewan Komisaris memiliki nilai rata-rata 42%, nilai minimum 17%, nilai maksimum 100%, dan standar deviasi 0,16. Hasil tersebut menjelaskan bahwa jumlah anggota komisaris independen pada perusahaan terdaftar di Indonesia rata-rata sebanyak 42% dari seluruh anggota dewan komisaris. Selain itu, persentase terendah sebanyak 17% dan persentase tertinggi sebanyak 100% dari seluruh anggota dewan komisaris. Hal ini juga telah sesuai dengan peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No.33/POJK.04/2014 yang menyebutkan bahwa jumlah komisaris independen minimal sebanyak 30% dari seluruh anggota dewan komisaris. Nilai standar deviasi sebanyak 0,16 lebih kecil dari rata-rata sampel sehingga penyimpangan data dapat dikatakan rendah.

Variabel UK_PERUSH merupakan simbol variabel Ukuran Perusahaan yang dinilai dari Log jumlah Aset memiliki nilai rata-rata 13,9212, nilai minimum 10,1575, nilai minimum 14,3677, dan standar deviasi 0,59. Hasil tersebut

menunjukkan bahwa ukuran perusahaan terdaftar di Indonesia rata-rata berada pada ukuran Log Aset sebesar 13,9212 dengan standar deviasi yang lebih kecil yaitu 0,59. Nilai standar deviasi tersebut menunjukkan bahwa penyimpangan data terbilang rendah.

Variabel TING_INFL merupakan simbol variabel Tingkat Inflasi memiliki nilai rata-rata 5,86%, nilai minimum 3,02%, nilai maksimum 8,79%, dan nilai standar deviasi 0,018. Hasil tersebut menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan berada pada tingkat inflasi sebesar 5,86% dengan tingkat inflasi terendah 3,02% dan tingkat inflasi tertinggi sebesar 8,79%. Nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-rata yaitu 0,018. Artinya, penyimpangan data dalam sampel terbilang rendah.

5.3 Analisis Data

Pengujian hipotesis di dalam penelitian ini akan menggunakan bantuan aplikasi software *SPSS 21*. Pengujian regresi berganda di dalam penelitian ini akan diawali dengan uji asumsi klasik. Model regresi berganda yang lolos uji asumsi klasik adalah model regresi yang baik. Setelah data dinyatakan lolos uji asumsi klasik, maka langkah selanjutnya adalah dengan uji regresi.

5.3.1 Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik akan dibagi menjadi 4 tahap uji yaitu uji normalitas data, uji heterokedastisitas, uji autokorelasi, dan uji multikolineritas.

i. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data untuk mengetahui residual di dalam model penelitian terdistribusi normal atau tidak. Distribusi normal di dalam permodelan dibutuhkan untuk memenuhi asumsi uji t dan uji f dalam pengujian hipotesis selanjutnya. Uji normalitas data akan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) dengan *rule of thumb*, jika nilai signifikansi $> \alpha$ 0.05 maka nilai residual berdistribusi normal. Sebaliknya, jika signifikansi $< \alpha$ 0.05 maka nilai residual tidak berdistribusi normal.

Hasil output spss menunjukkan nilai *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) sebesar 0,755 dan nilai signifikan 0,619 $> \alpha$ 0,05 (Lampiran 1). Hal tersebut menjelaskan bahwa residual dalam model penelitian telah terdistribusi normal dan dinyatakan lolos uji normalitas data.

ii. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dapat mendeteksi hubungan korelasi antar variabel independen. Model penelitian yang baik seharusnya terhindar dari adanya hubungan korelasi antar variabel independennya. Permasalahan kolineritas dapat dideteksi dengan mengamati nilai Tolerance dan VIF. Parameter uji multikolinieritas yaitu VIF < 10 dan nilai Tolerance $> 0,1$. Jika suatu permodelan memenuhi parameter tersebut maka dapat dinyatakan telah terbebas dari masalah multikolinieritas. Berikut ini hasil uji multikolinieritas data menggunakan aplikasi SPSS 21 (Lampiran 2):

Tabel 5.3
Hasil Uji Multikolinieritas - Hipotesis

Variabel	Nilai Kolineritas	
	Tolerance	VIF
SAHM_OWN	0,964	1,038
UK_KOM	0,752	1,330
RAP_KOM	0,844	1,185
INDEP_KOM	0,852	1,173
UK_PERUSH	0,730	1,370
TING_INFL	0,945	1,058

Berdasarkan tabel 5.3 di atas, dapat dilihat nilai tolerance setiap variabel independen telah lebih dari 0,1 dan nilai VIF kurang dari 10. Dengan demikian, dapat disimpulkan model penelitian telah terbebas multikolinieritas.

iii. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk medeteksi ketidaksamaan varian atas residual satu pengamatan dengan pengamatan lainnya. Model penelitian yang baik seharusnya lolos uji heterokedastisitas. Penelitian ini akan melakukan uji heterokedastisitas menggunakan uji park. Berikut ini hasil uji heterokedastisitas menggunakan aplikasi SPSS 21 (lampiran 3):

Tabel 5.4
Hasil Uji Heterokedastisitas - Hipotesis

Variabel	sig-
SAHM_OWN	0,110
UK_KOM	0,110
RAP_KOM	0,192
INDEP_KOM	0,417
UK_PERUSH	0,622
TING_INFL	0,816

Tabel 5.4 di atas menunjukkan semua variabel independen memiliki nilai signifikansi $> \alpha 0,05$. Hal ini menjelaskan bahwa semua variabel telah lolos uji heterokedastisitas.

iv. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mendeteksi apakah terdapat korelasi antara eror pada tahun pengamatan satu terhadap tahun pengamatan sebelumnya. Uji autokorelasi di dalam penelitian ini akan menggunakan uji runs test. Hasil uji autokorelasi (lampiran 4) menggunakan aplikasi SPSS 21 menunjukkan nilai signifikansi sebesar $1,000 > 0,05$. Hal tersebut menjelaskan bahwa tidak terdapat permasalahan autokorelasi di dalam model regresi yang diajukan.

5.3.2 Hasil Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan bantuan aplikasi SPSS 21. Interpretasi hasil regresi penelitian ini terdiri dari interpretasi uji T, uji F, dan koefisien determinasi.

i. Uji T

Hasil uji T digunakan untuk mengetahui nilai pengaruh parsial tiap variabel independen terhadap variabel dependennya. Adapun *rule of thumbs* atas uji T yaitu jika nilai probabilitas $< \text{sig } \alpha 0,05$ dan nilai $T \text{ statistics} > T \text{ tabel}$, maka hal tersebut menunjukkan terdapat pengaruh signifikan variabel independen terhadap variabel

dependen. Berikut ini hasil pengujian menggunakan SPSS 21 (lampiran 5):

Tabel 5.6
Hasil Uji T - Hipotesis

Variabel	t	sig. (one tailed)
sahm_ own => cod-ytm	-0,092	0,464
uk_kom => cod-ytm	1,332	0,907
rap_kom => cod-ytm	2,120	0,982
indep_kom => cod-ytm	2,618	0,995
uk prush => cod-ytm	-2,425	0,009
ting_infl => cod-ytm	3,966	0,000

1. Hipotesis alternatif 1

Hipotesis alternatif 1 menyebutkan bahwa semakin tinggi Kepemilikan saham oleh Dewan Komisaris, maka biaya utang semakin rendah. Berdasarkan tabel 5.6 di atas dapat diketahui nilai probabilitas variabel independen SAHM_OWN *one tailed* adalah $0,464 > \alpha 0,05$ dan nilai t statistics $-0,092 < t$ tabel 1,64. Maka, variabel SAHM_OWN tidak berpengaruh terhadap variabel COD. Hasil tersebut menjelaskan bahwa kepemilikan saham oleh dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa **hipotesis alternatif 1 ditolak**.

2. Hipotesis alternatif 2

Hipotesis alternatif 2 menyebutkan bahwa semakin besar Ukuran Dewan Komisaris, maka biaya utang semakin rendah. Berdasarkan tabel 5.6 di atas nilai probabilitas variabel UK_KOM *one tailed* adalah $0,907 > \alpha 0,05$ dan nilai t statistic $1,332 < 1,64$. Maka,

variabel UK_KOM tidak berpengaruh terhadap variabel COD.

Hasil tersebut menjelaskan bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa **hipotesis alternatif 2 ditolak**.

3. Hipotesis alternatif 3

Hipotesis alternatif 3 menyebutkan bahwa semakin banyak Frekuensi Rapat Dewan Komisaris, maka biaya utang semakin rendah. Berdasarkan tabel 5.6 di atas nilai probabilitas variabel RAP_KOM adalah $0,982 > \alpha 0,05$, nilai t statistic adalah $2,120 > 1,64$, dan koefisien beta positif. Maka, variabel RAP_KOM tidak berpengaruh terhadap variabel COD. Hasil tersebut menjelaskan frekuensi rapat dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa **hipotesis alternatif 3 ditolak**.

4. Hipotesis alternatif 4

Hipotesis alternatif 4 menyebutkan bahwa semakin banyak jumlah Komisaris Independen, maka biaya utang semakin rendah. Berdasarkan tabel 5.6 di atas nilai probabilitas variabel INDEP_KOM adalah $0,995 > \alpha 0,05$, nilai t statistic adalah $2,618 > 1,64$, dan koefisien beta positif. Maka, variabel INDEP_KOM tidak berpengaruh terhadap variabel COD. Hasil tersebut menjelaskan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap biaya utang-

obligasi. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa **hipotesis alternatif 4 ditolak.**

5. Variabel kontrol terhadap Variabel Dependen

Variabel kontrol di dalam penelitian ini terdiri dari variabel ukuran perusahaan dan variabel tingkat inflasi. Variabel kontrol merupakan variabel yang dapat memberikan pengaruh terhadap variabel dependen namun tidak menjadi fokus penelitian (Abdillah & Hartono, 2015, hal 19). Berdasarkan tabel 5.6 di atas nilai probabilitas variabel UK_PERUSH adalah $0,009 < \alpha 0,05$, nilai t statistic adalah $2,425 > 1,64$, dan koefisien beta negatif. Maka, variabel UK_PERUSH berpengaruh negatif terhadap variabel COD. Hasil tersebut menjelaskan bahwa semakin besar perusahaan, maka biaya utang semakin rendah.

Berdasarkan tabel 5.6 di atas nilai probabilitas variabel TING_INFL adalah $0,000 < \alpha 0,05$, nilai t statistic adalah $3,966 > 1,64$, dan koefisien beta positif. Maka, variabel TING_INFL berpengaruh positif terhadap variabel COD. Hasil tersebut menjelaskan bahwa semakin tinggi tingkat inflasi, maka semakin tinggi biaya utang-obligasi. Kedua variabel tersebut sesuai dengan prediksi peneliti bahwa keduanya memiliki pengaruh terhadap biaya utang-obligasi.

ii. Uji F

Hasil uji F digunakan untuk mengetahui pengaruh simultan (bersama-sama) variabel independen terhadap variabel dependennya. Adapun *rule of thumb* atas uji f yaitu jika nilai probabilitas $< \text{sig } \alpha 0,05$ dan nilai $F \text{ statistic} > F \text{ tabel}$, maka hal tersebut menunjukkan terdapat pengaruh simultan variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil uji F menggunakan aplikasi SPSS 21 (lampiran 6) menunjukkan nilai probabilitas $0,000 < \alpha 0,05$ dan nilai $f \text{ statistic } 5,520 > f \text{ tabel } 2,791$. Maka, hasil tersebut menjelaskan bahwa variabel TING_INFL, SAHM_OW, UK_KOM, RAP_KOM, INDEP_KOM, dan UK_PERUSH bersama-sama dapat mempengaruhi variabel COD.

iii. Koefisien Determinasi

Nilai koefisien determinasi dapat digunakan untuk mengetahui besar persentase pengaruh variabel independen secara simultan (bersama-sama) terhadap variabel dependennya. Persentase tersebut dapat dilihat dari nilai R^2 . Semakin tinggi nilai R^2 maka semakin baik model prediksi yang diajukan oleh peneliti. Namun, hal ini tidak menjadi acuan mutlak untuk menentukan baik tidaknya suatu model penelitian. Sebab, hubungan kausalitas dapat dijelaskan berdasarkan teori-teori yang mendasarinya (Abdillah & Hartono, 2015, hal 197). Nilai R^2 dari hasil uji SPSS 21 (lampiran 7) diketahui sebesar 24,3%. Hal ini menjelaskan bahwa variabel TING_INFL, SAHM_OW, UK_KOM, LnPAP_KOM,

INDEP_KOM, dan UK_PERUSH bersama-sama mempengaruhi variabel COD sebesar 24,3% sedangkan sebesar 75,7% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model penelitian yang diajukan.

5.3.3 Hasil Pengujian Sensitivitas

Penelitian ini juga menggunakan pengujian sensitivitas yang bertujuan untuk melihat konsistensi hasil signifikan pada uji hipotesis sebelumnya. Uji sensitivitas (I) yaitu dengan cara mengganti pengukuran variabel dependen biaya utang-obligasi yang sebelumnya nilai *yield to maturity* diganti dengan peringkat obligasi. Uji sensitivitas (II) yaitu dengan cara mengeluarkan *outlier* yang ada pada data sampel penelitian sehingga jumlah sampel pada pengujian sensitivitas (II) lebih kecil dari uji hipotesis sebelumnya. Berikut ini peneliti sajikan hasil pengujian sensitivitas menggunakan aplikasi SPSS 21.

5.3.3.1 Hasil Uji Sensitivitas (I)

Uji sensitivitas (I) di dalam penelitian ialah dengan mengganti parameter biaya-utang obligasi yang sebelumnya menggunakan *yield to maturity* diganti dengan peringkat obligasi. Berikut ini peneliti sajikan hasil uji sensitivitas (I) menggunakan aplikasi SPSS 21.

i. Uji Normalitas Data – Uji Sensitivitas (I)

Uji normalitas data juga dilakukan pada uji sensitivitas (I) yang bertujuan untuk mengetahui distribusi residual model penelitian normal atau tidak. Uji normalitas yang digunakan juga sama

dengan uji hipotesis sebelumnya yaitu menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov (K-S)*. Jika nilai signifikansi $> \alpha 0,05$ maka residual data telah terdistribusi normal. Hasil pengujian normalitas data – uji sensitivitas (I) pada lampiran 8 diketahui nilai signifikansi adalah $0,572 > \alpha 0,05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa residual data telah terdistribusi normal dan lolos uji normalitas data.

ii. Uji Multikorelasi Data – Uji Sensitivitas (I)

Uji multikorelasi data juga dilakukan pada uji sensitivitas (I) ini yang memiliki tujuan untuk mengetahui adanya korelasi antar variabel independen. Parameter yang digunakan adalah nilai Tolerance $> 0,1$ dan nilai VIF < 10 . Jika parameter terpenuhi maka dapat dinyatakan bahwa data penelitian telah bebas permasalahan multikolinieritas. Berikut ini hasil uji multikolinieritas–uji sensitivitas (I) dengan menggunakan aplikasi SPSS 21 (lampiran 9):

Tabel 5.7
Uji Multikolinieritas – Uji Sensitivitas (I)

Variabel	Nilai Kolineritas	
	Tolerance	VIF
SAHM_OWN	0,964	1,038
UK_KOM	0,752	1,330
RAP_KOM	0,844	1,185
INDEP_KOM	0,852	1,173
UK_PERUSH	0,730	1,370
TING_INFL	0,945	1,058

Berdasarkan tabel 5.7 di atas diketahui bahwa semua variabel telah memenuhi parameter uji multikolinieritas yaitu nilai Tolerance $>$

0,10 dan nilai VIF < 10. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa data penelitian tidak terdapat permasalahan multikolinieritas.

iii. Uji Heterokedastisitas Data – Uji Sensitivitas (I)

Uji heterokedastisitas juga dilakukan dalam uji sensitivitas (I) yang bertujuan untuk menguji varians residual antar pengamatan. Uji heterokedastisitas akan menggunakan uji park dengan parameter yang sama dengan pengujian hipotesis sebelumnya yaitu nilai signifikansi variabel independen harus kurang dari 0,05. Berikut ini hasil uji heterokedastisitas-uji sensitivitas (I) menggunakan aplikasi SPSS 21(lampiran 10):

Tabel 5.8
Uji Heterokedastisitas – Uji Sensitivitas (I)

Variabel	sig-
SAHM_OWN	0,994
UK_KOM	0,692
LnRAP_KOM	0,195
INDEP_KOM	0,734
UK_PERUSH	0,321
TING_INFL	0,694

Berdasarkan tabel 5.8 di atas, diketahui nilai signifikansi setiap variabel independen telah lebih dari α 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa data penelitian tidak terjadi permasalahan heterokedastisitas.

iv. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mendeteksi apakah terdapat korelasi antara eror pada tahun pengamatan satu terhadap tahun pengamatan sebelumnya. Uji autokorelasi di dalam penelitian ini akan menggunakan uji runs test. Hasil uji autokorelasi (lampiran

11) menggunakan aplikasi SPSS 21 menunjukkan nilai signifikansi sebesar $0,085 > 0,05$. Hal tersebut menjelaskan bahwa tidak terdapat permasalahan autokorelasi di dalam model regresi yang diajukan.

v. Uji T– Uji Sensitivitas (I)

Uji T juga digunakan dalam uji sensitivitas (I) untuk mengetahui pengaruh parsial semua variabel independen terhadap variabel dependen. Parameter yang digunakan adalah jika nilai probabilitas $< \text{sig } \alpha 0,05$ dan nilai $T \text{ statistics} > T \text{ tabel}$, maka hal tersebut menunjukkan terdapat pengaruh signifikan variabel independen terhadap variabel dependennya. Berikut ini hasil uji T menggunakan aplikasi SPSS 21 (lampiran 12):

Tabel 5.9
Uji T – Uji Sensitivitas (I)

Variabel	t	sig. (one tailed)
sahm_ own => cod-rank	-1,237	0,891
uk_kom => cod-rank	0,682	0,752
rap_kom => cod-rank	-2,347	0,990
indep_kom => cod-rank	-2,500	0,930
uk_prush => cod-rank	5,078	0,000
ting_infl => cod-rank	-1,819	0,036

Berdasarkan tabel 5.9 di atas dapat diketahui nilai signifikansi variabel SAHM_OWN *one tailed* sebesar $0,891 > \alpha 0,05$ dan nilai $t\text{-statistic } -1,237 < t \text{ tabel } 1,64$. Dengan demikian, dapat disimpulkan variabel SAHM_OWN tidak berpengaruh terhadap variabel RANK_OBL. Artinya, kepemilikan saham oleh dewan komisaris tidak mempengaruhi peringkat obligasi korporat.

Hal ini konsisten dengan hasil pengujian hipotesis sebelumnya yang menyatakan kepemilikan saham oleh dewan komisaris juga tidak mempengaruhi biaya utang-obligasi.

Berdasarkan tabel 5.9 di atas dapat diketahui nilai signifikansi variabel UK_KOM sebesar $0,752 > \alpha 0,05$ dan nilai t statistic $0,682 < t$ tabel 1,64. Dengan demikian, dapat disimpulkan variabel UK_KOM tidak berpengaruh terhadap variabel RANK_OBL. Artinya, ukuran dewan komisaris juga tidak mampu mempengaruhi peringkat obligasi korporat. Hal ini juga konsisten dengan hasil pengujian hipotesis sebelumnya yang menyatakan ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi.

Berdasarkan tabel 5.9 di atas diketahui nilai signifikansi variabel RAP_KOM sebesar $0,990 < \alpha 0,05$ dan nilai t statistic $2,347 > t$ tabel 1,64. Dengan demikian, dapat disimpulkan variabel RAP_KOM tidak berpengaruh terhadap variabel RANK_OBL. Artinya, frekuensi rapat dewan komisaris tidak mempengaruhi peringkat obligasi yang diterima perusahaan. Hal ini juga konsisten dengan hasil uji hipotesis sebelumnya yang menjelaskan bahwa frekuensi rapat dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi.

Berdasarkan tabel 5.9 di atas diketahui nilai signifikansi variabel INDEP_KOM sebesar $0,930 < 0,05$ dan nilai t-statistic $2,500 > t$ tabel 1,64. Dengan demikian, dapat disimpulkan variabel

INDEP_KOM tidak berpengaruh terhadap variabel RANK_OBL.

Artinya, banyaknya komisaris independen tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Berdasarkan tabel 5.9 di atas, nilai signifikansi variabel kontrol UK_PERUSH yaitu sebesar $0,000 < \alpha 0,05$ dan nilai t-statistic $2,347 > t$ tabel $1,64$ serta koefisien beta positif. Dengan demikian, dapat disimpulkan variabel UK_PERUSH berpengaruh positif terhadap variabel RANK_OBL. Artinya, semakin besar suatu perusahaan, maka peringkat obligasi yang diperoleh semakin baik. Hal ini juga mengkonfirmasi hasil uji hipotesis sebelumnya yang menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap biaya utang.

Berdasarkan tabel 5.9 di atas, nilai signifikansi variabel kontrol TING_INFL yaitu sebesar $0,036 > \alpha 0,05$ dan nilai t-statistic $1,819 > 1,64$ serta koefisien beta negatif. Dengan demikian, dapat disimpulkan variabel TING_INFL berpengaruh negatif terhadap variabel RANK_OBL. Artinya, semakin tinggi tingkat inflasi, maka semakin buruk peringkat obligasi yang diterima. Hal ini sesuai dengan hasil pengujian hipotesis sebelumnya yang menyatakan tingkat inflasi berpengaruh positif terhadap biaya utang-obligasi.

vi. Uji F– Uji Sensitivitas (I)

Uji F juga dilakukan di dalam uji sensitivitas (I) dengan tujuan mengetahui pengaruh simultan semua variabel independen terhadap

variabel dependen. Jika nilai probabilitas $< \text{sig } \alpha 0,05$ dan nilai F statistic $> F$ tabel, maka dapat disimpulkan semua variabel independen secara bersama-sama signifikan berpengaruh terhadap variabel dependennya. Hasil uji F-uji sensitivitas (I) menggunakan aplikasi SPSS 21 (lampiran 13) menunjukkan nilai signifikansi $0,000 < \alpha 0,05$ dan f statistic $9,608 > 2,791$. Hasil tersebut menjelaskan bahwa semua variabel SAHM_OW, UK_KOM, RAP_KOM, INDEP_KOM, UK_PERUSH, dan TING_INFL berpengaruh secara simultan terhadap variabel RANK_OBL.

vii. Koefisien Determinasi– Uji Sensitivitas (I)

Nilai koefisien determinasi akan digunakan dalam mengetahui persentase pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen. Persentase tersebut dapat dilihat dari nilai R^2 . Berikut ini hasil koefisien determinasi – uji sensitivitas (I) menggunakan aplikasi SPSS 21 (lampiran 14) diketahui nilai R^2 adalah sebesar 35,9%. Hasil tersebut menjelaskan variabel independen yang terdiri dari SAHM_OW, UK_KOM, RAP_KOM, INDEP_KOM, UK_PERUSH, dan TING_INFL bersama-sama mempengaruhi variabel RANK_OBL sebesar 35,9% sedangkan sebesar 64,1% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model penelitian.

5.3.3.2 Hasil Uji Sensitivitas (II)

Uji sensitivitas (II) di dalam penelitian ialah dengan menggunakan data yang telah terbebas dari *outlier* dan tetap menggunakan pengukuran angka YTM pada variabel biaya utang-obligasi.

Outlier adalah data yang memiliki karakteristik berbeda dari observasi-observasi lainnya dalam bentuk nilai ekstrim (Ghozali, 2013, hal 41). Dengan demikian, data sampel yang telah terbebas dari *outlier* hanya berjumlah (n) 91 data. Berikut ini peneliti sajikan hasil uji sensitivitas (II) menggunakan aplikasi SPSS 21.

i. Uji Normalitas Data – Uji Sensitivitas (II)

Uji normalitas data juga digunakan dalam uji sensitivitas (II) untuk mengetahui distribusi residual model penelitian. Berikut ini merupakan hasil uji normalitas data – uji sensitivitas (II) pada lampiran 15 menunjukkan nilai signifikansi sebesar $0,794 > \alpha 0,05$. Hal ini menjelaskan bahwa residual data telah terdistribusi normal atau tidak terjadi permasalahan normalitas data.

ii. Uji Multikorelasi Data – Uji Sensitivitas (II)

Uji multikorelasi di dalam uji sensitivitas (II) juga dilakukan untuk mengetahui korelasi antara variabel independen. Model penelitian yang baik adalah terbebas dari permasalahan multikolinieritas.

Berikut ini hasil uji multikolinieritas – uji sensitivitas (II) menggunakan aplikasi SPSS 21 (lampiran 16):

Tabel 5.10
Uji Multikolineritas – Uji Sensitivitas (II)

Variabel	Nilai Kolineritas	
	Tolerance	VIF
SAHM_OWN	0,915	1,093
UK_KOM	0,695	1,439
RAP_KOM	0,883	1,133
INDEP_KOM	0,829	1,207
UK_PERUSH	0,717	1,395
TING_INFL	0,937	1,067

Tabel 5.10 menunjukkan bahwa semua nilai tolerance variabel independen telah lebih dari 0,1 dan nilai VIF kurang dari 10. Hal ini menunjukkan model penelitian telah terbebas permasalahan multikolineritas.

iii. Uji Heterokedastisitas Data – Uji Sensitivitas (II)

Uji heterokedastisitas juga dilakukan pada uji sensitivitas (II) untuk mendeteksi variasi residual dari satu pengamatan dengan pengamatan lainnya. Berikut ini hasil uji heterokedastisitas menggunakan uji glesjer pada uji sensitivitas (II) menggunakan aplikasi SPSS 21 (lampiran 17):

Tabel 5.11
Uji Heterokedastisitas – Uji Sensitivitas (II)

Variabel	sig.
SAHM_OWN	0,887
UK_KOM	0,136
RAP_KOM	0,667
INDEP_KOM	0,717
UK_PERUSH	0,983
TING_INFL	0,215

Tabel 5.11 di atas menunjukkan semua nilai signifikansi telah lebih dari 0,05 sehingga disimpulkan bahwa model penelitian telah terbebas masalah heterokedastisitas.

viii. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mendeteksi apakah terdapat korelasi antara eror pada tahun pengamatan satu terhadap tahun pengamatan sebelumnya. Uji autokorelasi di dalam penelitian ini akan menggunakan uji runs test. Hasil uji autokorelasi (lampiran 18) menggunakan aplikasi SPSS 21 menunjukkan nilai signifikansi sebesar $0,343 > 0,05$. Hal tersebut menjelaskan bahwa tidak terdapat permasalahan autokorelasi di dalam model regresi yang diajukan.

iv. Uji T= Uji Sensitivitas (II)

Hasil Uji T digunakan untuk mengetahui pengaruh parsial setiap variabel independen terhadap variabel dependennya. Uji T juga dilakukan di dalam uji sensitivitas (II). Berikut ini hasil Uji T – Uji Sensitivitas (II) menggunakan SPSS 21 (lampiran 19):

Tabel 5.12
Uji T – Uji Sensitivitas (II)

Variabel	t	sig. (one tailed)
sahm_ own => cod-ytm	1,636	0,947
uk_kom => cod-ytm	1,527	0,935
rap_kom => cod-ytm	1,984	0,975
indep_kom => cod-ytm	2,331	0,989
uk prush => cod-ytm	-3,082	0,0015
ting_infl => cod-ytm	3,503	0,0005

Berdasarkan tabel 5.12 di atas dapat diketahui nilai signifikansi variabel SAHM_OWN sebesar $0,947 > \alpha 0,05$ dan nilai t -statistic $1,636 < t$ tabel $1,64$. Dengan demikian, dapat disimpulkan variabel SAHM_OWN tidak berpengaruh terhadap variabel COD. Artinya, kepemilikan saham oleh dewan komisaris tidak mempengaruhi biaya utang-obligasi. Hal ini konsisten dengan hasil pengujian hipotesis sebelumnya dengan menggunakan parameter *yield to maturity*.

Berdasarkan tabel 5.12 di atas dapat diketahui nilai signifikansi variabel UK_KOM sebesar $0,935 > \alpha 0,05$ dan nilai t -statistic $1,527 < t$ tabel $1,64$. Dengan demikian, dapat disimpulkan variabel UK_KOM tidak berpengaruh terhadap variabel COD. Artinya, ukuran dewan komisaris juga tidak mampu mempengaruhi biaya utang-obligasi. Hal ini konsisten dengan hasil pengujian hipotesis sebelumnya dengan menggunakan parameter *yield to maturity*.

Berdasarkan tabel 5.12 di atas diketahui nilai signifikansi variabel RAP_KOM sebesar $0,975 > \alpha 0,05$ dan nilai t -statistic $1,984 > t$ tabel $1,64$. Dengan demikian, dapat disimpulkan variabel RAP_KOM tidak berpengaruh terhadap variabel COD. Artinya, frekuensi rapat dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Hal ini konsisten dengan hasil pengujian hipotesis sebelumnya dengan menggunakan parameter *yield to maturity*.

Berdasarkan tabel 5.12 di atas diketahui nilai signifikansi variabel INDEP_KOM sebesar $0,989 > 0,05$ dan nilai t-statistic $2,331 > t$ tabel $1,64$. Dengan demikian, dapat disimpulkan variabel INDEP_KOM tidak berpengaruh terhadap variabel COD. Artinya, jumlah dewan komisaris di dalam jajaran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Hal ini konsisten dengan hasil pengujian hipotesis sebelumnya dengan menggunakan parameter *yield to maturity*.

Berdasarkan tabel 5.12 di atas, nilai signifikansi variabel kontrol UK_PERUSH yaitu sebesar $0,0015 < \alpha 0,05$ dan nilai t-statistic $3,082 > t$ tabel $1,64$ serta koefisien beta negatif. Dengan demikian, dapat disimpulkan variabel UK_PERUSH berpengaruh negatif terhadap variabel COD. Artinya, semakin besar suatu perusahaan, maka biaya utang-obligasi semakin rendah. Hal ini konsisten dengan hasil pengujian hipotesis sebelumnya dengan menggunakan parameter *yield to maturity*.

Berdasarkan tabel 5.9 di atas, nilai signifikansi variabel kontrol TING_INFL yaitu sebesar $0,0005 < \alpha 0,05$ dan nilai t-statistic $3,446 > 1,64$ serta koefisien beta positif. Dengan demikian, dapat disimpulkan variabel TING_INFL berpengaruh positif terhadap variabel COD. Artinya, semakin tinggi tingkat inflasi, maka biaya utang-obligasi juga semakin tinggi. Hal ini konsisten dengan hasil pengujian hipotesis sebelumnya dengan menggunakan parameter *yield to maturity*.

v. Uji F– Uji Sensitivitas (II)

Hasil uji F pada uji sensitivitas (II) untuk mengetahui pengaruh simultan variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil uji

F – uji sensitivitas (II) menggunakan SPSS (lampiran 20)

menunjukkan nilai signifikansi $0,00 < \alpha 0,05$ dan t statistic $6,219 >$

2,791. Hasil tersebut menjelaskan bahwa semua variabel

SAHM_OW, UK_KOM, RAP_KOM, INDEP_KOM,

UK_PERUSH, dan TING_INFL berpengaruh secara simultan

terhadap variabel COD.

vi. Koefisien Determinasi– Uji Sensitivitas (II)

Nilai koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui besar

pengaruh simultan semua variabel independen terhadap variabel

dependen. Nilai koefisien determinasi dapat diamati dari besar R^2 .

Hasil nilai koefisien determinasi – uji sensitivitas (II) menggunakan

SPSS 21 (lampiran 21) diketahui nilai R^2 adalah sebesar 30,8%.

Hasil tersebut menjelaskan variabel independen yang terdiri dari

SAHM_OW, UK_KOM, RAP_KOM, INDEP_KOM,

UK_PERUSH, dan TING_INFL bersama-sama mempengaruhi

variabel COD sebesar 30,8% sedangkan sebesar 69,2% dipengaruhi

oleh variabel lain diluar model penelitian.

5.3.4 Rekapitulasi Hasil Pengujian

Tabel berikut ini digunakan oleh peneliti untuk memudahkan pembaca dalam memahami dan membandingkan hasil-hasil uji regresi yang telah dilakukan sebelumnya.

Tabel 5.13
Rekapitulasi Hasil Pengujian

No	Hubungan Variabel	Hasil Uji			Keterangan	KEPUTUSAN HIPOTESIS
		Pengujian Hipotesis	Uji Sensitivitas (I)	Uji Sensitivitas (II)		
		Proksi: YTM	Proksi: RANK OBL	Proksi: YTM		
1	SAHM OWN \Rightarrow COD	tidak sig	tidak sig	tidak sig	Konsisten	DITOLAK
2	UK_KOM \Rightarrow COD	tidak sig	tidak sig	tidak sig	Konsisten	DITOLAK
3	RAP_KOM \Rightarrow COD	tidak sig	tidak sig	tidak sig	Konsisten	DITOLAK
4	INDEP_KOM \Rightarrow COD	tidak sig	tidak sig	tidak sig	Konsisten	DITOLAK
5	UK_PERUSH \Rightarrow COD	sig (-)	sig (+)	sig (-)	Konsisten	X
6	TING_INFL \Rightarrow COD	sig (+)	sig (-)	sig (+)	Konsisten	X

5.4 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pada tabel 5.6 maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen kepemilikan saham oleh dewan komisaris dan variabel independen ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Namun, variabel independen rapat dewan komisaris dan variabel independensi dewan komisaris menunjukkan berpengaruh positif terhadap biaya utang-obligasi. Pada bagian berikutnya, peneliti akan memberikan penjelasan lebih detail dan mendalam sebagai pendukung hasil pengujian hipotesis yang ada. Penjelasan tersebut akan didukung dengan acuan jurnal-jurnal penelitian sebelumnya yang mendukung hasil pengujian hipotesis.

5.4.1 Kepemilikan Saham oleh Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang-Obligasi

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan variabel independen Kepemilikan Saham oleh Dewan Komisaris tidak berpengaruh terhadap Biaya

Utang-Obligasi. Hasil pengujian hipotesis penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu oleh Setyaningrum (2005) dan Juniarti & Sentosa (2010) di Indonesia. Setyaningrum (2005) melakukan penelitian yang menggunakan variabel independen kepemilikan oleh dewan komisaris dan variabel dependen peringkat surat utang. Sedangkan Juniarti & Sentosa (2010) melakukan penelitian dengan menggunakan variabel independen kepemilikan manajerial terhadap biaya utang. Hasil penelitian oleh Setyaningrum (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap peringkat surat utang. Setyaningrum (2005) berpendapat hal tersebut terjadi disebabkan karena persentase kepemilikan saham oleh dewan komisaris di perusahaan terdaftar di Indonesia relatif sangat kecil (kurang dari 1%). Hal tersebut yang kemudian menyebabkan hasil pengujian tidak signifikan. Kepemilikan saham oleh dewan komisaris dengan persentase rendah tidak mampu mempengaruhi kreditur untuk mengambil keputusan atas penilaiannya terhadap perusahaan. Hal ini didukung dengan hasil penelitian oleh Juniarti & Sentosa (2010) di Indonesia. Menurut Juniarti & Sentosa (2010), kepemilikan saham yang rendah oleh dewan komisaris menyebabkan dewan komisaris tidak memiliki kendali atas perusahaan sehingga menyebabkan dewan komisaris bekerja secara tidak maksimal. Kepemilikan saham yang rendah oleh dewan komisaris juga menunjukkan bahwa dewan komisaris tidak memiliki pengaruh atas kebijakan utang perusahaan (Sujoko & Soebiantoro, 2007).

Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian oleh Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) di Amerika Serikat dan Lorca *et al.* (2011) di Spanyol. Lorca *et al.* (2011) mendapatkan hasil penelitian bahwa kepemilikan

saham oleh dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap biaya utang.

Kepemilikan saham oleh dewan komisaris memberikan keuntungan bagi kreditur

sebab dewan komisaris cenderung akan meningkatkan kualitas pengawasannya

atas kepemilikan terhadap perusahaan. Hal ini terdukung dengan hasil penelitian

Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006). Kepemilikan saham oleh dewan komisaris

berpengaruh positif terhadap peringkat kredit. Semakin banyak anggota dewan

komisaris memiliki saham perusahaan, maka semakin besar insentif dewan

komisaris untuk membatasi sikap oportunistik manajemen yang mengarah pada

risiko gagal bayar (Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006). Karakteristik data kepemilikan

saham oleh dewan komisaris di penelitian Lorca *et al.* (2011) dan Ashbaugh-

Skaife *et al.* (2006) memang berbeda. Kepemilikan saham oleh dewan komisaris

di penelitian Lorca *et al.* (2011) rata-rata mencapai angka 25,44% sedangkan

Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) rata-rata memiliki 8% saham. Dengan demikian,

karakteristik tersebut dapat menjelaskan pengaruh kepemilikan saham oleh dewan

komisaris lebih besar jika dibandingkan dengan di negara Indonesia. Hal ini yang

kemudian yang menyebabkan adanya perbedaan hasil penelitian ini dengan

penelitian Lorca *et al.* (2011) dan Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006).

Koefisien negatif yang dimiliki oleh hasil uji hipotesis 1 sebenarnya

memberikan penjelasan bahwa kepemilikan saham oleh dewan komisaris mampu

menurunkan biaya utang. Namun, dikarenakan persentase kepemilikan saham

oleh dewan komisaris di perusahaan terdaftar di Indonesia masih sangat kecil

(dibawah 1%), hal tersebut yang kemudian tidak dapat memberikan pengaruh

signifikan terhadap penurunan biaya utang. Hasil penelitian ini dapat

mengkonfirmasi pendapat Jensen & Meckling (1976) yang menyatakan tingginya

kepemilikan modal di dalam suatu perusahaan secara otomatis akan meningkatkan pengawasan pemilik modal. Semakin banyak persentase kepemilikan saham oleh dewan komisaris di dalam perusahaan maka semakin besar atau semakin ketat bentuk pengawasan yang dilakukan oleh dewan komisaris. Hal ini secara langsung akan berdampak pada penurunan biaya utang. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham oleh dewan komisaris di perusahaan terdaftar di Indonesia belum mampu mempengaruhi penurunan biaya utang-obligasi.

5.4.2 Ukuran Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang-Obligasi

Hasil pengujian hipotesis pada tabel 5.6 menjelaskan bahwa variabel independen ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Hasil tersebut menjelaskan bahwa ukuran dewan komisaris tidak selalu memberikan keuntungan terhadap pihak kreditur atau pemegang obligasi. Dengan demikian, pihak kreditur tidak mempertimbangkan ukuran dewan komisaris dalam menilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian sebelumnya oleh Anderson *et al.*, (2004) dan Piot & Missonier-Piera (2007). Berdasarkan hasil penelitian Anderson *et al.*, (2004) ukuran dewan komisaris mampu menurunkan biaya utang. Semakin banyak anggota dewan komisaris, maka pengawasan yang dilakukan terhadap proses akuntansi akan semakin baik. Hal tersebut yang kemudian memberikan pengaruh terhadap penurunan biaya utang. Besarnya ukuran dewan komisaris mengisyaratkan bahwa perusahaan memiliki banyak tenaga profesional (*expert*) yang tentu memberikan dampak baik terhadap perusahaan (Piot & Missonier-Piera., 2007).

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Setyaningrum (2005) di Indonesia dan Lorca *et al.*, (2011) di Spanyol. Hasil penelitian Setyaningrum menemukan ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap peringkat surat utang. Nilai koefisien positif yang terdapat dalam penelitian ini menjelaskan ukuran dewan komisaris yang besar mempengaruhi tingginya tingkat biaya utang-obligasi. Setyaningrum (2005) menjelaskan semakin banyak anggota dewan komisaris maka semakin tinggi tindakan *free-riding* yang mungkin dilakukan untuk menguntungkan diri sendiri. Jensen (1993) juga berpendapat tentang ukuran dewan komisaris seharusnya berada pada ukuran kecil. Hal tersebut akan memudahkan anggota dewan komisaris untuk proses koordinasi dan pengambilan keputusan dengan cepat. Selain itu, banyaknya anggota dewan komisaris akan menyebabkan perusahaan menanggung biaya komunikasi lebih tinggi serta waktu pengambilan keputusan yang lama (Lorca *et al.*, 2011). Seperti yang terdapat di dalam sampel penelitian ini diketahui bahwa rata-rata ukuran dewan komisaris di perusahaan terdaftar di Indonesia adalah berjumlah 5 anggota. Jumlah tersebut dapat dikatakan besar jika dibandingkan dengan persyaratan minimum jumlah dewan komisaris yang diatur oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No.33/POJK.04/2014 yaitu sebanyak 2 orang anggota saja. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa pemegang obligasi mungkin saja merasa jika keberadaan dewan komisaris tidak memberikan biaya efektif terhadap perusahaan. Dewan komisaris yang besar mungkin juga dinilai tidak berperan banyak terhadap penurunan risiko gagal bayar.

5.4.3 Frekuensi Rapat Dewan Komisaris terhadap Biaya-Utang Obligasi

Hasil pengujian hipotesis pada tabel 5.6 menjelaskan variabel independen frekuensi rapat dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Artinya, jumlah rapat dewan komisaris dalam satu tahun tidak berpengaruh terhadap penurunan biaya utang-obligasi. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian terdahulu oleh Anderson *et al.* (2004), Lorca *et al.* (2011), dan Lin *et al.* (2013). Anderson *et al.* (2004) menjelaskan bahwa banyaknya frekuensi rapat dewan komisaris mencerminkan keaktifan dewan komisaris dalam melakukan fungsi pengawasan, koordinasi, dan komunikasi. Hal tersebut secara langsung mempengaruhi persepsi kreditur bahwa dewan komisaris turut aktif dalam upaya menurunkan tindakan oportunistik pihak manajemen (Lorca *et al.*, 2011). Hasil tersebut didukung dengan pendapat Lin *et al.* (2011) bahwa banyaknya pertemuan yang dilakukan oleh dewan komisaris menunjukkan kualitas supervisi dewan komisaris dalam mengendalikan perusahaan. Kemudian kualitas supervisi dewan komisaris secara langsung meningkatkan performa proses akuntansi perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan pendapat Jensen (1993) yang menyebutkan bahwa rapat dewan komisaris meningkat seiring adanya permasalahan di dalam perusahaan. Mayoritas perusahaan telah mengagendakan rapat tahunan dewan komisaris di awal tahun. Namun jika rapat tahunan melebihi agenda yang telah ditentukan, hal ini mengindikasikan terjadi permasalahan yang serius sehingga dewan komisaris diperlukan untuk berkoordinasi dan mengambil keputusan dengan cepat. Hal tersebut didukung dengan hasil penelitian oleh Vafeas (1999) yang menunjukkan tingginya frekuensi rapat dewan komisaris

diikuti dengan menurunnya harga saham perusahaan. Perusahaan yang mengalami kondisi buruk di tahun sebelumnya, cenderung akan meningkatkan rapat tahunan di tahun berikutnya untuk berkoordinasi terkait kelangsungan hidup perusahaan. Hal tersebut yang kemudian memberikan persepsi keraguan terhadap kreditur atas kemampuan perusahaan dalam mengurangi risiko gagal bayar.

Berdasarkan hasil uji hipotesis terkait frekuensi rapat dewan komisaris di perusahaan terdaftar di Indonesia, terdapat beberapa perusahaan yang mengadakan rapat tahunan lebih dari 12 kali dalam setahun. Hal tersebut dapat terjadi sebab mayoritas perusahaan di awal tahun telah mengagendakan rapat tahunan minimal adalah 1 kali dalam sebulan. Selain itu, perusahaan juga memberikan kelonggaran terhadap dewan komisaris untuk mengadakan rapat atau pertemuan tambahan jika memang diperlukan untuk kondisi tertentu. Dengan demikian, jika terdapat perusahaan dengan jumlah pertemuan dewan komisaris yang tinggi atau melebihi agenda awal tahun, tentu mencerminkan keadaan luar biasa yang terjadi di dalam perusahaan. Gambaran fenomena tersebut ternyata memberikan pengaruh terhadap tingginya biaya utang-obligasi perusahaan atau menjelaskan tingkat kekhawatiran kreditur meningkat. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa frekuensi rapat dewan komisaris yang tinggi berpengaruh terhadap tingginya biaya utang-obligasi.

5.4.4 Independensi Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang-Obligasi

Berdasarkan hasil uji hipotesis pada tabel 5.6 menjelaskan variabel independensi dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian oleh Bhojraj & Sengupta

(2003), Anderson *et al.* (2004), Ashbaugh-Skaife *et al.*, (2006), dan Piot & Missonier-Piera (2007). Hasil penelitian Bhojraj & Sengupta (2003) menunjukkan bahwa angka *yield to maturity* dipengaruhi oleh jumlah komisaris independen.

Semakin banyak jumlah komisaris independen, maka semakin kecil angka *yield to maturity* obligasi yang diterima perusahaan. Komisaris independen merupakan pihak luar yang tidak memiliki afiliasi terhadap perusahaan. Keberadaan komisaris independen di dalam jajaran dewan komisaris diharapkan mampu melakukan pengawasan secara objektif untuk mengurangi sikap opportunistik manajemen. Anderson *et al.*, (2004) juga berpendapat komisaris independen (*outsider*) memiliki peran aktif dalam proses akuntansi perusahaan sehingga hal tersebut mempengaruhi kepercayaan kreditur atas laporan keuangan perusahaan. Hal tersebut didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006). Banyaknya jumlah komisaris independen dalam jajaran dewan komisaris membuat perusahaan memperoleh peringkat kredit yang tinggi.

Hasil penelitian ini sesuai dengan pandangan Jensen (1993). Keberadaan komisaris independen yang seharusnya bersikap objektif dalam melakukan pengawasan dapat diragukan. Sebab, komisaris independen sebenarnya ditunjuk oleh dewan direksi perusahaan. Hal tersebut yang kemudian menimbulkan persepsi bahwa keputusan-keputusan komisaris independen masih di bawah pengaruh dewan direksi perusahaan (Jensen, 1993). Hasil penelitian ini menunjukkan tingginya biaya utang obligasi yang dipengaruhi jumlah komisaris independen mencerminkan rendahnya tingkat kepercayaan kreditur terhadap kualitas dewan komisaris independen. Penelitian Setyaningrum (2005) menunjukkan independensi dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap

peringkat surat utang. Setyaningrum (2005) menilai penunjukkan komisaris independen di Indonesia cenderung hanya untuk memenuhi regulasi semata dan penerapannya belum efektif. Hal tersebut menyebabkan independensi dewan komisaris di Indonesia masih diragukan. Keraguan terhadap independensi dewan komisaris menggambarkan tingginya tingkat kekhawatiran kreditur sehingga kreditur meningkatkan biaya utang untuk perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan independensi dewan komisaris dapat meningkatkan biaya utang-obligasi.

5.4.5 Variabel Kontrol: Ukuran Perusahaan dan Tingkat Inflasi terhadap Biaya Utang-Obligasi

Hasil uji hipotesis pada tabel 5.6 menunjukkan bahwa variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap biaya utang-obligasi. Artinya, semakin besar perusahaan maka perusahaan tersebut dapat menikmati biaya utang-obligasi yang rendah. Hal tersebut telah sesuai dengan prediksi peneliti sehingga menjadikan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol di dalam model penelitian. Hasil pegujian hipotesis tersebut telah sesuai dengan hasil penelitian-penelitian sebelumnya oleh Anderson *et al.*, (2004), Setyaningrum (2005), dan Lorca *et al.*, (2011). Perusahaan yang memiliki aset lebih banyak cenderung memiliki kondisi keuangan yang lebih baik. Dengan demikian, hal tersebut secara otomatis akan berpengaruh terhadap tingginya kepercayaan kreditur terhadap perusahaan. Tingginya kepercayaan kreditur tersebut dicerminkan dari rendahnya biaya utang-obligasi perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa

semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin kecil nilai biaya utang-obligasi yang diterima.

Tabel 5.6 juga menunjukkan variabel kontrol tingkat inflasi berpengaruh positif terhadap biaya utang-obligasi. Hal tersebut juga telah sesuai prediksi peneliti sehingga menggunakan tingkat inflasi sebagai variabel kontrol di dalam model penelitian. Tingginya tingkat inflasi akan menyebabkan tingginya risiko yang diterima oleh para pemegang surat berharga (Nurfauziah & Setyarini, 2004). Oleh sebab itu, ketika tingkat inflasi meningkat, secara otomatis kreditur juga akan meningkatkan kekhawatiran atas risiko gagal bayar. Kekhawatiran kreditur dapat tercermin dari meningkatnya nilai biaya utang-obligasi perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi tingkat inflasi suatu negara, maka semakin tinggi tingkat biaya utang-obligasi perusahaan di negara tersebut.

5.5 Pembahasan Hasil Pengujian Sensitivitas

Hasil uji sensitivitas di dalam penelitian telah dilakukan dua kali untuk melihat konsistensi hasil pengujian hipotesis. Uji sensitivitas (I) mengganti proksi biaya utang yang sebelumnya menggunakan *yield to maturity* (YTM) diganti dengan peringkat obligasi. Sementara itu, uji sensitivitas (II) menggunakan data sampel awal yang telah terbebas dari *outlier*. Berdasarkan hasil pengujian sensitivitas (I) dan (II) diketahui hasil pengujian telah mengalami konsistensi kecuali variabel kontrol tingkat inflasi (TING_INFL). Berikut ini peneliti akan sajikan penjelasan lebih mendalam terkait hasil uji sensitivitas (I) dan (II).

5.5.1 Penjelasan Uji Sensitivitas (I) dan (II) – Kepemilikan Saham oleh Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang - Obligasi

Hasil uji sensitivitas (I) dan (II) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang dengan proksi peringkat obligasi dan YTM. Hasil tersebut dapat mendukung hasil uji hipotesis sebelumnya. Kepemilikan saham oleh dewan komisaris terbukti tidak mampu mempengaruhi perusahaan untuk mendapatkan peringkat yang baik serta biaya utang yang rendah. Hal ini mungkin dikarenakan kepemilikan saham oleh dewan komisaris di perusahaan terdaftar di Indonesia masih tergolong minoritas.

Dengan demikian, dewan komisaris tidak mendapatkan kepercayaan dari kreditur untuk mampu mempengaruhi risiko gagal bayar yang dikhawatirkan oleh kreditur.

5.5.2 Penjelasan Uji Sensitivitas (I) dan (II) – Ukuran Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang - Obligasi

Hasil uji sensitivitas (I) dan (II) menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang dengan proksi peringkat obligasi dan YTM. Hasil tersebut dapat mendukung hasil uji hipotesis sebelumnya. Ukuran dewan komisaris yang besar ternyata tidak cukup dipercaya untuk dapat meningkatkan peringkat obligasi dan menurunkan biaya utang.

Keadaan tersebut bisa saja terjadi sebab kreditur beranggapan dewan komisaris yang besar tidak menjamin risiko gagal bayar perusahaan mengecil. Kreditur juga beranggapan bahwa besarnya ukuran dewan komisaris justru memberikan beban lebih terhadap perusahaan serta memperlambat proses pengambilan keputusan.

5.5.3 Penjelasan Uji Sensitivitas (I) dan (II) – Frekuensi Rapat Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang - Obligasi

Hasil uji sensitivitas (I) dan (II) menunjukkan jumlah rapat dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Koefisien beta pada uji sensitivitas (I) adalah negatif. Artinya, semakin banyak frekuensi rapat dewan komisaris dalam satu tahun mempengaruhi perusahaan mendapatkan peringkat obligasi yang buruk. Kemudian, koefisien positif pada uji sensitivitas (II) menjelaskan semakin banyak frekuensi rapat dewan komisaris dalam satu tahun mempengaruhi angka YTM tinggi. Rapat dewan komisaris yang tinggi tentu memberikan signal bahwa perusahaan telah mengalami suatu keadaan darurat sehingga dibutuhkan koordinasi dewan komisaris lebih banyak. Keadaan tersebut tentu memicu para kreditur meningkatkan kekhawatirannya atas adanya risiko gagal bayar hingga menyebabkan peringkat obligasi buruk serta angka YTM tinggi. Rendahnya peringkat obligasi dan tingginya YTM yang diterima perusahaan menjelaskan biaya utang tinggi.

5.5.4 Penjelasan Uji Sensitivitas (I) dan (II) – Independensi Dewan Komisaris terhadap Biaya Utang - Obligasi

Hasil uji sensitivitas (I) dan (II) menunjukkan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Koefisien beta pada uji sensitivitas (I) adalah negatif. Artinya, semakin banyak komisaris independen mempengaruhi perusahaan mendapatkan peringkat obligasi yang buruk. Kemudian, koefisien positif pada uji sensitivitas (II) menjelaskan semakin banyak komisaris independen mempengaruhi angka YTM tinggi. Hasil tersebut

menjelaskan dewan komisaris mengalami krisis kepercayaan atas independensinya. Kreditur meragukan independensi dewan komisaris. Hal ini terjadi disebabkan pihak dewan komisaris belum mampu menunjukkan efektivitas kinerja dan independensinya. Selain itu, pihak kreditur mungkin beranggapan bahwa dewan komisaris masih di bawah pengaruh pihak direksi perusahaan sehingga hasil keputusan dewan komisaris belum objektif.

5.5.5 Penjelasan Uji Sensitivitas (I) dan (II) – Ukuran Perusahaan dan Tingkat Inflasi terhadap Biaya Utang - Obligasi

Hasil uji sensitivitas (I) dan (II) menunjukkan bahwa semakin besar perusahaan maka peringkat obligasi yang diterima semakin baik serta angka YTM semakin rendah. Hasil ini telah sesuai dengan prediksi peneliti sehingga variabel ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol. Perusahaan yang besar dipercaya memiliki kemampuan keuangan yang baik untuk mampu melunasi kewajibannya.

Hasil uji sensitivitas (I) dan (II) menunjukkan bahwa tingkat inflasi yang tinggi mempengaruhi perusahaan mendapatkan peringkat obligasi yang buruk dan tingkat YTM tinggi. Hasil tersebut sesuai dengan prediksi peneliti sebelumnya. Hal ini disebabkan tingkat inflasi merupakan gambaran risiko makro yang diterima oleh kreditur. Tingkat inflasi dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor kondisi ekonomi makro suatu negara. Dengan demikian, keadaan tersebut memberikan sensitivitas lebih terhadap obligasi.

BAB VI SIMPULAN, IMPLIKASI, KETERBATASAN, DAN SARAN

6.1 Simpulan dan Implikasi

Hasil penelitian ini dapat memberikan kesimpulan bahwa kepemilikan saham oleh dewan komisaris tidak dapat mempengaruhi tingkat biaya utang obligasi. Hal tersebut dapat disebabkan rendahnya persentase kepemilikan saham oleh dewan komisaris pada suatu perusahaan. Kepemilikan saham oleh dewan komisaris rata-rata berada pada jumlah kurang dari 1%. Hal ini menjelaskan dewan komisaris tidak memiliki peran besar dalam mempengaruhi kebijakan utang perusahaan. Keadaan tersebut juga menggambarkan fenomena bahwa pemegang saham mayoritas memiliki kendali besar di dalam perusahaan. Selain itu, ukuran dewan komisaris dalam suatu perusahaan juga tidak berhasil mempengaruhi tingkat biaya utang obligasi. Hal ini dapat disebabkan besarnya dewan komisaris sebenarnya mengakibatkan beban biaya perusahaan semakin tinggi. Ukuran dewan komisaris yang besar juga dapat menyebabkan waktu pengambilan keputusan lebih lama.

Hasil penelitian ini memberikan bukti jumlah komisaris independen tidak berpengaruh terhadap biaya utang. Hal tersebut dikarenakan kreditor cenderung meragukan kredibilitas komisaris independen yang pada dasarnya ditunjuk oleh dewan direksi. Selanjutnya, penelitian ini dapat menunjukkan bahwa frekuensi rapat dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang obligasi. Kreditor mungkin saja beranggapan dewan komisaris yang intensif mengadakan rapat sebenarnya sedang melakukan koordinasi terkait permasalahan serius yang terjadi di perusahaan. Dengan demikian, kreditor menangkap signal buruk yang terjadi di dalam perusahaan.

Hasil penelitian ini memperkuat pandangan bahwa dewan komisaris di Indonesia belum bekerja secara efektif. Hasil penelitian ini juga didukung oleh hasil survei peneliti bahwa di Indonesia hanya terdapat 2 perusahaan publik saja yang masuk ke dalam penghargaan 50 Top ASEAN Corporate Governance Scorecard pada tahun 2015 dan 4 emiten pada tahun 2017 (<https://investasi.kontan.co.id/news/praktik-tata-kelola-perusahaan-publik-masih-rendah>). Fenomena tersebut mencerminkan kualitas tata kelola perusahaan publik di Indonesia masih buruk. Kualitas tata kelola perusahaan publik merupakan salah satu tanggung jawab dewan komisaris sebagai dewan pengawas perusahaan.

Hasil penelitian ini belum mampu mengkonfirmasi *agency theory* dan *theory of the firm* bahwa fungsi pengawasan internal oleh dewan komisaris dapat meminimalkan biaya utang. Hasil penelitian ini dapat dijadikan oleh investor sebagai pengetahuan baru untuk pengambilan keputusan investasi bahwa angka *yield to maturity* dan peringkat obligasi mencerminkan biaya utang perusahaan.

Hasil penelitian ini juga dapat memberikan gambaran fenomena baru yang terjadi di Indonesia bahwa dewan komisaris tidak memiliki peran efektif dalam penurunan biaya agensi. Sehingga, bagi regulator seperti OJK sebaiknya memberlakukan aturan yang lebih baik dalam pengaturan kualitas dewan komisaris mulai dari penunjukan dewan komisaris, pengawasan, dan penilaian kinerja dewan komisaris.

6.2 Keterbatasan dan Saran

Peneliti menyadari bahwa penelitian ini memiliki keterbatasan-keterbatasan. Selama pengumpulan data terkait angka *yield to maturity*, terdapat

kendala pada ketersediaan data di galeri Bursa Efek Indonesia terdekat. Saran yang dapat diberikan oleh penelitian selanjutnya agar memastikan terlebih dahulu ketersediaan data terkait angka *yield to maturity* di galeri Bursa Efek Indonesia terdekat.



DAFTAR PUSTAKA

Abdillah, W., & Hartono, J. (2015). *Partial Least Square (PLS): Alternatif Structural Equation Modeling (SEM) dalam Penelitian Bisnis*. Yogyakarta: ANDI

Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.

Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of accounting and economics*, 37(3), 315-342.

Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of accounting and economics*, 42(1), 203-243.

Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business*, 76(3), 455-475.

Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board. *Journal of Corporate Finance* (3), 189-220.

Coombes, P., & Pitt-Watson, D. (2004). *McKinsey&Company*. Retrieved Oktober 3, 2017, from <https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/agenda-of-a-shareholder-activist>

Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.

Ertugrul, M., & Hegde, S. (2008). Board compensation practices and agency costs of debt. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 512-531.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.

Ferris, S. P., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of finance*, 58(3), 1087-1111.

Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors?. *The Journal of finance*, 61(2), 689-724.

Fontaine, C., Haarman, A., & Schmid, S. (2006). The stakeholder theory. *Edlays education*, 1, 1-33.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 295-327.

Goyal, V. K., & Park, C. W. (2002). Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance* (8), 49-66.

Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate: Dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Hartono, J. (2014). *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. Yogyakarta: BPF.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Juniarti, J., & Sentosa, A. A. (2010). Pengaruh Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure terhadap Biaya Hutang (Costs of Debt). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 11(2), pp-88.

Kennedy, J. C., & Landau, R. I. (1967). Recent Developments in Debt Financing and Corporate Trust Administration. *The Business Lawyer*, 353-374.

KNKG. Komisi Nasional Kebijakan Governance. (2006). Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia. Jakarta.

Lin, Y. F., Yeh, Y. M. C., & Yang, F. M. (2014). Supervisory quality of board and firm performance: a perspective of board meeting attendance. *Total Quality Management & Business Excellence*, 25(3-4), 264-279.

Lorca, C., Sánchez-Ballesta, J. P., & García-Meca, E. (2011). Board effectiveness and cost of debt. *Journal of business ethics*, 100(4), 613-631.

Maheshwari, Y., & Agrawal, K. (2015). Impact of IPO grading on earnings management. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 13(2), 142-158.

Masri, I., & Martani, D. (2012). Pengaruh Tax Avoidance terhadap Cost of Debt. *Simposium Nasional Akuntansi XV*, 1-28.

Muntoro, R. K. (2006). Membangun Dewan Komisaris yang Efektif. *Artikel Lembaga Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*.

Nasirwan. (2012). Pengaruh Reputasi Auditor, Penjamin Emisi, Komisaris Independen dan Komite Audit Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia). *Disertasi*. Malang: Universitas Brawijaya.

Nurfauziah & Setyarini, A. (2004) Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Yield Obligasi perusahaan (Studi Kasus Pada Industri Perbankan dan Industri Finansial), *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 2, No. 9, h. 241-256.

OJK. (2014). Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.33/POJK.04/2014. *Direksi dan Dewan Komisaris Emiten Atau Perusahaan Publik*.

Piot, C., & Missonier-Piera, F. (2007). Corporate governance, audit quality and the cost of debt financing of French listed companies. *Communication présentée au 28ème Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Poitiers*.

Pittman, J. A., & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of accounting and economics*, 37(1), 113-136.

Rebecca, Y., & Siregar, S. V. (2012). 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 Akuntansi, Universitas Indonesia. Jakarta*.

Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory: Seventh Edition*. Pearson.

Sekaran, U., & Bougie, R. (2013). *Research methods for business: A skill-building approach sixth edition*. John Wiley & Sons.

Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting review*, 459-474.

Setyaningrum, D. (2005). Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 2(2), 73-102.

Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of financial economics*, 7(2), 117-161.

Sujoko., & Soebiantoro, U. (2007). Pengaruh struktur kepemilikan saham, leverage, faktor intern dan faktor ekstern terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9(1), 41-48.

Surya, B. A., & Nasher, T. G. (2011). Analisis Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI, Exchange Rate, Ukuran Perusahaan, Debt To Equity Ratio dan Bond terhadap Yield Obligasi Korporasi di Indonesia. *Jurnal Manajemen Teknologi*, 10(2), 186-195.

Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of financial economics*, 53(1), 113-142.

Yunita, N. (2012). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Voluntary Disclosure dan Biaya Hutang. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*, 1(1), 90-96.

Lampiran 1

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		110
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,93394816
Most Extreme Differences	Absolute	,072
	Positive	,068
	Negative	-,072
Kolmogorov-Smirnov Z		,755
Asymp. Sig. (2-tailed)		,619

a. Test distribution is Normal.
b. Calculated from data.

Lampiran 2

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	12,995	2,251		5,773	,000		
	SAHM_OWN	-,003	,031	-,008	-,092	,927	,964	1,038
	UK_KOM	,076	,057	,132	1,332	,186	,752	1,330
	RAP_KOM	,022	,010	,198	2,120	,036	,844	1,185
	INDEP_KOM	,016	,006	,243	2,618	,010	,852	1,173
	UK_PERUSH	-,436	,180	-,243	-2,425	,017	,730	1,370
	TING_INFL	,213	,054	,350	3,966	,000	,945	1,058

a. Dependent Variable: COD

Lampiran 3

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-9,882	5,998		-1,647	,103
	SAHM_OWN	-13,332	8,273	-,155	-1,612	,110
	UK_KOM	,245	,152	,176	1,612	,110
	RAP_KOM	,036	,028	,135	1,314	,192
	INDEP_KOM	1,349	1,656	,083	,814	,417
	UK_PERUSH	-,237	,479	-,055	-,495	,622
	TING_INFL	-3,347	14,339	-,023	-,233	,816

a. Dependent Variable: LNkuadratRES1

Lampiran 4

Runs Test

	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-,00008
Cases < Test Value	55
Cases >= Test Value	55
Total Cases	110
Number of Runs	56
Z	,000
Asymp. Sig. (2-tailed)	1,000

a. Median

Lampiran 5

Coefficients^a

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	,130	,023		5,773	,000		
SAHM_OWN	-,003	,031	-,008	-,092	,927	,964	1,038
UK_KOM	,001	,001	,132	1,332	,186	,752	1,330
INDEP_KOM	,016	,006	,243	2,618	,010	,852	1,173
UK_PERUSH	-,004	,002	-,243	-2,425	,017	,730	1,370
TING_INFL	,213	,054	,350	3,966	,000	,945	1,058
RAP_KOM	,000	,000	,198	2,120	,036	,844	1,185

Dependent Variable: COD

Lampiran 6

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	,003	6	,001	5,520	,000 ^b
1 Residual	,010	103	,000		
Total	,013	109			

a. Dependent Variable: COD

b. Predictors: (Constant), RAP_KOM, UK_KOM, SAHM_OWN, TING_INFL, INDEP_KOM, UK_PERUSH

Lampiran 7

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,493 ^a	,243	,199	,0096077

a. Predictors: (Constant), RAP_KOM, UK_KOM, SAHM_OW, TING_INFL, INDEP_KOM, UK_PERUSH

Lampiran 8

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		110
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,62220962
	Absolute	,075
Most Extreme Differences	Positive	,051
	Negative	-,075
Kolmogorov-Smirnov Z		,783
Asymp. Sig. (2-tailed)		,572

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Lampiran 9

Coefficients^a

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-1,455	1,500		-,970	,334		
SAHM_OW	-2,558	2,068	-,099	-1,237	,219	,964	1,038
UK_KOM	,026	,038	,062	,682	,497	,752	1,330
INDEP_KOM	-1,035	,414	-,214	-2,500	,014	,852	1,173
UK_PERUSH	,608	,120	,469	5,078	,000	,730	1,370
TING_INFL	-6,519	3,585	-,148	-1,819	,072	,945	1,058
RAP_KOM	-,016	,007	-,202	-2,347	,021	,844	1,185

dent Variable: RANK_OBL

Lampiran 10

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3,112	5,100		,610	,543
	SAHM_OWN	,049	7,034	,001	,007	,994
	UK_KOM	-,051	,129	-,044	-,397	,692
	RAP_KOM	,031	,023	,137	1,304	,195
	INDEP_KOM	-,479	1,408	-,036	-,340	,734
	UK_PERUSH	-,406	,408	-,113	-,997	,321
	TING_INFL	4,802	12,191	,039	,394	,694

a. Dependent Variable: LNkuadratRES2

Lampiran 11

Runs Test

	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-,04893
Cases < Test Value	55
Cases >= Test Value	55
Total Cases	110
Number of Runs	47
Z	-1,724
Asymp. Sig. (2-tailed)	,085

a. Median

Lampiran 12

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
	(Constant)	-1,455	1,500		-,970	,334
	SAHM_OWN	-2,558	2,068	-,099	-1,237	,219
	UK_KOM	,026	,038	,062	,682	,497
1	INDEP_KOM	-1,035	,414	-,214	-2,500	,014
	UK_PERUSH	,608	,120	,469	5,078	,000
	TING_INFL	-6,519	3,585	-,148	-1,819	,072
	RAP_KOM	-,016	,007	-,202	-2,347	,021

a. Dependent Variable: RANK_OBL

Lampiran 13

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	23,619	6	3,937	9,608	,000 ^b
Residual	42,199	103	,410		
Total	65,818	109			

a. Dependent Variable: RANK_OBL

b. Predictors: (Constant), RAP_KOM, UK_KOM, SAHM_OWN, TING_INFL, INDEP_KOM, UK_PERUSH

Lampiran 14

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,599 ^a	,359	,322	,6401

a. Predictors: (Constant), RAP_KOM, UK_KOM, SAHM_OWN, TING_INFL, INDEP_KOM, UK_PERUSH

b. Dependent Variable: RANK_OBL

Lampiran 15

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		91
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,77364197
Most Extreme Differences	Absolute	,068
	Positive	,042
	Negative	-,068
Kolmogorov-Smirnov Z		,648
Asymp. Sig. (2-tailed)		,794

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Lampiran 16

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	15,145	2,437		6,215	,000		
	SAHM_OWEN	,951	,581	,155	1,636	,106	,915	1,093
	UK_KOM	,085	,056	,166	1,527	,130	,695	1,439
	RAP_KOM	,033	,017	,192	1,984	,050	,883	1,133
	INDEP_KOM	,017	,007	,232	2,331	,022	,829	1,207
	UK_PERUSH	-,595	,193	-,330	-3,082	,003	,717	1,395
	TING_INFL	,175	,050	,329	3,503	,001	,937	1,067

a. Dependent Variable: COD

Lampiran 17

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2,515	7,446		-,338	,736
	SAHM_OWEN	-,254	1,777	-,016	-,143	,887
	UK_KOM	,256	,170	,191	1,506	,136
	RAP_KOM	,022	,051	,049	,431	,667
	INDEP_KOM	,008	,023	,042	,364	,717
	UK_PERUSH	-,013	,590	-,003	-,021	,983
	TING_INFL	-,191	,153	-,137	-1,250	,215

a. Dependent Variable: LNkuadratRES1

Lampiran 18

Runs Test

	Unstandardized Residual
Test Value ^a	,00664
Cases < Test Value	45
Cases >= Test Value	46
Total Cases	91
Number of Runs	42
Z	-,948
Asymp. Sig. (2-tailed)	,343

a. Median

Lampiran 19

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	15,145	2,437		6,215	,000
	SAHM_OWN	,951	,581	,155	1,636	,106
	UK_KOM	,085	,056	,166	1,527	,130
	RAP_KOM	,033	,017	,192	1,984	,050
	INDEP_KOM	,017	,007	,232	2,331	,022
	UK_PERUSH	-,595	,193	-,330	-3,082	,003
	TING_INFL	,175	,050	,329	3,503	,001

a. Dependent Variable: COD

Lampiran 20

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	23,927	6	3,988	6,219	,000 ^b
	Residual	53,867	84	,641		
	Total	77,794	90			

a. Dependent Variable: COD

b. Predictors: (Constant), TING_INFL, INDEP_KOM, SAHM_OWN, UK_PERUSH, RAP_KOM, UK_KOM

Lampiran 21

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,555 ^a	,308	,258	0,80080%

a. Predictors: (Constant), TING_INFL, INDEP_KOM, SAHM_OWN, UK_PERUSH, RAP_KOM, UK_KOM