

**STRUKTUR KEPEMILIKAN, MEKANISME TATA KELOLA PERUSAHAAN, DAN
BIAYA KEAGENAN DI INDONESIA
(Studi Empirik pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia)**

Paulus Basuki Hadiprajitno
Universitas Diponegoro

ABSTRACT

This study is to examine the effect of corporate governance (the owners's character and the governance mechanism) on agency cost. This research shows that family ownership, financial institution ownership, government ownership, and foreign ownership have negative effects on agency cost that is proxied as managerial operation cost and or as assets turnover, compared to public ownership. Furthermore, ownership concentration of at least 5 percent each is not proven to effect the agency cost. Results of other examination show that the proportion of independent board and the number of board meetings have negative effects to the agency cost that is proxied as assets turnover. However, these two variables and the number of audit committee meeting have the opposite effect to the agency cost when it is proxied as managerial operation cost. These inconsistencies are caused by the ineffective implementation of corporate governance mechanism in Indonesia even after 10 years of implementation.

Keywords: agency cost, corporate governance mechanism, ownership structure, family ownership, financial institution ownership, government ownership, foreign ownership.

PENDAHULUAN

Para ahli ekonomi dan peneliti mengganti teori perusahaan berdasar model kewirausahaan klasik dengan teori perusahaan yang berdasarkan "perilaku" dan "manajerial," yang lebih fokus pada motivasi manajer non pemilik dalam mengendalikan perusahaan. Salah satunya teori yang dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling (1976), yaitu teori keagenan (*agency theory*) menganalisis hubungan antara prinsipal (pemilik) dan agen (manajer). Hubungan ini memunculkan kecenderungan perbedaan kepentingan, karena pada prinsipnya manusia akan berusaha memaksimalkan utilitas bagi kepentingan dirinya sendiri. Perbedaan ini

membawa potensi terjadinya konflik (masalah keagenan) antara prinsipal dengan agen, yang dapat menimbulkan atau memicu terjadinya biaya-biaya yang seharusnya tidak perlu terjadi dalam operasi perusahaan bila dikelola oleh pemiliknya sendiri, disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*).

Biaya keagenan ini merupakan bentuk paling mendasar sebagai indikator terjadinya masalah keagenan, baik kaitannya dengan (1) biaya pemantauan (*monitoring cost*) oleh prinsipal, (2) biaya perikatan (*bonding cost*) oleh agen, maupun (3) kerugian residual (*residual cost*) sebagai pengurang kekayaan prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976). Ang dkk (2000) telah membuktikan bahwa

struktur kepemilikan mempengaruhi biaya keagenan. Kepemilikan dalam jumlah besar akan memudahkan pengendalian manajemen. La Porta dkk (1999) memperoleh kesimpulan bahwa perusahaan besar di negara maju dikuasai pemegang saham publik (80% hingga mendekati 100%), sedangkan kondisi di Indonesia dikuasai pemilik keluarga, 62% kapitalisasi pasar dikendalikan oleh 15 keluarga (Gul dan Tsui, 2004), 66% perusahaan dimiliki keluarga (Achmad dkk, 2011).

Krisis moneter tahun 1997 membawa dampak sangat besar bagi banyak negara Asia termasuk Indonesia. Krisis ini mendesak Pemerintah untuk membentuk Komite Nasional Kebijakan Corporate Governance (KNKCG) pada tahun 1999 (menjadi Komite Nasional Kebijakan Governance, KNKG, tahun 2004) sebagai tanda era penerapan tata kelola perusahaan di Indonesia secara formal, dengan menerbitkan “Pedoman Umum *Good Corporate Governance* Indonesia.” Perusahaan dalam operasinya memerlukan tata kelola (*corporate governance*) yang mengatur hubungan antara pemilik, dewan komisaris, dan direksi untuk menentukan tujuan perusahaan dan pengukuran kinerja serta kewenangan dan pengendalian manajemen (Daniri, 2005 dan Haron, 2009). Kepemilikan perusahaan dapat dilihat dari sudut konsep tata kelola perusahaan, pemilik sebagai mekanisme eksternal, yang berhubungan kuat dengan dewan komisaris dan direksi (Haron, 2009).

Banyak penelitian mekanisme tata kelola perusahaan yang menekankan pada pengaruh jumlah dan komposisi dewan (*board of director*, dewan komisaris dan dewan direksi) yang dapat mengurangi masalah keagenan, yaitu berupa penekanan biaya keagenan, pengurangan perataan pendapatan, perbaikan kinerja perusahaan, ataupun efisiensi arus kas perusahaan (Hart, 1995; Shleifer dan Vishny, 1997; Singh dan Davidson III, 2003; Siregar dan Utama, 2006 dan 2008; Firth dkk, 2008; Florackis, 2008; dan Ghosh dkk, 2010). Penelitian Siregar dan Utama (2006 dan 2008) menunjukkan bahwa mekanisme tata kelola perusahaan di Indonesia tidak konsisten pengaruhnya seperti dalam literature, karena praktik tata kelola perusahaan di Indonesia masih baru.

Penelitian ini dilakukan untuk melihat mekanisme tata kelola perusahaan di Indonesia setelah 10 tahun era penerapannya. Diharapkan hasil penelitian ini berbeda dari sebelumnya dan menunjukkan adanya kemajuan. Mekanisme tata kelola perusahaan tidak terbatas pada jumlah dan komposisi *board of director* dan komite audit, tetapi juga pada penggunaan ukuran “proses kerja” *board*. Misalnya ukuran jumlah rapat (*meeting*), seperti dalam Kaen (2003), Knell (2006), Nadler dkk (2006), dan Ghosh dkk (2010), sejalan Keputusan Ketua Bapepam-LK No. Kep-134/BL/2006, tanggal 7 Desember 2006, kewajiban emiten menyampaikan laporan tata kelola dalam laporan tahunan

perusahaan ditambah informasi frekuensi rapat dan tingkat kehadiran dewan komisaris, direksi, dan komite audit, serta ada-tidaknya komite nominasi/ remunerasi. Penelitian ini mengembangkan kerangka model penelitian Firth dkk (2008), yaitu menguji hubungan kepemilikan dan mekanisme tata kelola dengan biaya keagenan.

Jika penelitian Firth dkk yang di China, dengan karakteristik yang berbeda dengan di Indonesia, pada penelitian ini ditambahkan variabel yang sesuai dengan karakteristik perusahaan di Indonesia, yaitu struktur kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusi keuangan. Mekanisme tata kelola perusahaan yang diangkat dalam penelitian ini di samping variabel umum seperti: proporsi komisaris independen dan jumlah komite audit, ditambahkan variabel jumlah rapat (dewan komisaris dan komite audit) dan ada-tidaknya komite nominasi/ remunerasi sesuai dengan anjuran Bapepam-LK. Variabel control yang ikut mempengaruhi model dalam penelitian ini: ukuran perusahaan, tingkat hutang (Jensen, 1986; Berger dkk, 1997), dan umur perusahaan (Ang dkk, 2000).

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Keagenan dan Biaya Keagenan

Teori keagenan merupakan ranting yang diturunkan dari teori ekonomi neoklasik Adam Smith. Smith (1776) menjelaskan bahwa

manajer perusahaan yang bukan pemilik sepenuhnya perusahaan, tidak dapat diharapkan berkinerja baik sesuai tujuan pemilik lainnya. Prinsipal dan agen diasumsikan sebagai orang yang memiliki rasional ekonomis (*rational economic person*) yang dimotivasi oleh kepentingan pribadi, tetapi mereka mungkin berbeda rasa dalam *preferences, beliefs* dan informasi. Teori keagenan (*agency theory*) menjadi terkenal setelah Jensen dan Meckling (1976) mempublikasikan hasil penelitian mereka tentang teori perusahaan dilihat dari perilaku managerial.

Eisenhardt (1989) dikenal membangun asumsi perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen yang menyebabkan timbulnya masalah keagenan (*Exhibit 1*). Masalah akan terjadi jika prinsipal tidak dapat menentukan/mengetahui apa yang telah dilakukan oleh agen. Masalah keagenan ini dapat dibagi menjadi dua kategori. Pertama, dikenal sebagai *adverse selection* (keputusan merugikan), terjadi jika seorang agen gagal memberikan kemampuannya. Kedua, dikenal sebagai *moral hazard*, yaitu kondisi lingkungan di mana agen melalaikan tanggungjawab, atau bertindak untuk kepentingannya sendiri atau bertentangan dengan kepentingan prinsipal/perusahaan. Wright dkk (2001) melakukan usaha membuat asumsi teori keagenan lebih mudah. Biaya keagenan muncul ketika kepentingan agen (manajer perusahaan) tidak sesuai dengan kepentingan prinsipal (pemilik

perusahaan) dan mempengaruhi pilihan dalam tugas, kelalaian, serta keputusan manajer berdasarkan kepentingan sendiri maupun keputusan pembentengan (*entrenchment*) yang

berarti mengurangi kesejahteraan prinsipal juga (Jensen dan Meckling, 1976; dan Watts dan Zimmerman, 1986).

Exhibit 1 Tinjauan Teori Keagenan

Pembahasan	Penjelasan
Ide kunci	Hubungan prinsipal dan agen harus mencerminkan organisasi informasi yang efektif dan biaya berbasis risiko
Unit analisis	Kontrak antara prinsipal dan agen
Asumsi perilaku	Kepentingan sendiri, Pembatasan rasionalisasi, Menghindari risiko
Asumsi organisasional	Konflik sebagian tujuan diantara pesertanya, Efisiensi sebagai kriteria keefektifan, Asimetri informasi antara prinsipal dan agen
Asumsi informasi	Informasi sebagai komoditas yang dapat diperjual-belikan
Masalah proses kontrak	Masalah keagenan (<i>moral hazard</i> dan <i>adverse selection</i>), Berbagi risiko
Bidang masalah	Hubungan di mana prinsipal dan agen secara parsial berbeda tujuan dan pilihan risiko: Kompensasi, Regulasi, Kepemimpinan, <i>Whistle-blowing</i> , Integrasi vertical, Harga transfer

Sumber: Eisenhardt, *The Academy of Management Review*, Vol 14, No. 1, 1989, hal.59

Biaya keagenan menurut jenis biayanya dapat dikelompokkan menjadi tiga: Pertama, biaya pemantauan (*monitoring cost/activities*) oleh prinsipal: biaya pengukuran dan evaluasi kinerja agen, biaya perencanaan dan penerapan indeks kompensasi manajer, biaya perencanaan dan penegakan peraturan/kebijakan perilaku khusus, biaya perekrutan dan penggantian manajer, dan biaya terkait ekuitas pihak luar. Kedua, biaya pengikatan (*bounding cost*) oleh agen: manfaat bagi manajer dalam kaitan dengan uang (*pecuniary*) dan tidak terkait uang (*non pecuniary*), biaya strukturisasi keuangan, biaya terkait *covenant* dan pembatasan perilaku manajerial oleh pihak luar, biaya reorganisasi, kas yang ditahan, serta

biaya kerugian investasi. Ketiga, kerugian residual (*residual loss*) yang mungkin ada: risiko yang ditanggung atas hutang belum dilunasi dan biaya kebangkrutan. Besaran biaya keagenan ini dapat dibatasi dengan kualitas pengendalian oleh pemilik dan pihak ketiga yang menerima delegasinya (seperti bank) yang memantau tindakan manajer dari luar.

Struktur Kepemilikan, Teori Efek Pemantauan, Teori Pembentengan Manajerial, dan Tata Kelola Perusahaan

Jensen dan Meckling (1976) telah menemukan bahwa kepemilikan manajerial yang lebih besar akan menurunkan

biaya keagenan. Dengan dimulai dengan menggambarkan perusahaan yang dikelola oleh 100% pemiliknya sendiri, maka biaya keagenan bisa tidak ada. Hal ini bertentangan dengan argumen Shleifer dan Vishny (1997) yang menemukan bahwa kepemilikan yang sangat tinggi menyebabkan terjadinya pembentengan (*entrenchment*), yaitu tindakan yang bertujuan untuk mengamankan kepentingan pemegang saham mayoritas tersebut, tetapi seharusnya dinikmati oleh manajer dan biayanya dibebankan kepada pemilik juga. Kedua pandangan ini merupakan teori efek pemantauan (*monitoring effect theory*) dan teori pembentengan manajerial (*managerial entrenchment theory*).

Berdasarkan teori tata kelola perusahaan (*corporate governance*), pemilik atau pemegang saham menjalankan peran penting dalam menciptakan tata kelola perusahaan. Daniri (2005) dan Haron (2009) menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan dapat dibagi menjadi dua mekanisme, mekanisme internal dan eksternal. Mekanisme pencegahan kesalahan internal terdiri dari komite audit, komite pemantauan risiko, audit internal, dan pemantauan risiko, yang membantu dewan komisaris (*board*) dalam menciptakan sistem pengendalian. Mekanisme eksternal termasuk auditor eksternal, otoritas regulasi, dan pemegang saham. Pemilik (*shareholder*) memegang peran penting dalam penentuan struktur perusahaan, meliputi:

ukuran dan jenis bisnis, arah pengembangan bisnis, jumlah pemilik yang dominan, pertimbangan pajak, strategi perusahaan, kebijakan penggunaan profesional, struktur modal perusahaan, pertimbangan pembiayaan perusahaan, kebijakan investasi, alokasi risiko, dan bentuk pengendalian (Colley Jr dkk, 2003). Pemilik dengan wewenang dan kuasanya, akan efektif dalam menentukan hal tersebut, selama tidak terjadi masalah keagenan. Hal ini merupakan bagian yang tidak terpisahkan dengan mekanisme tata kelola internal.

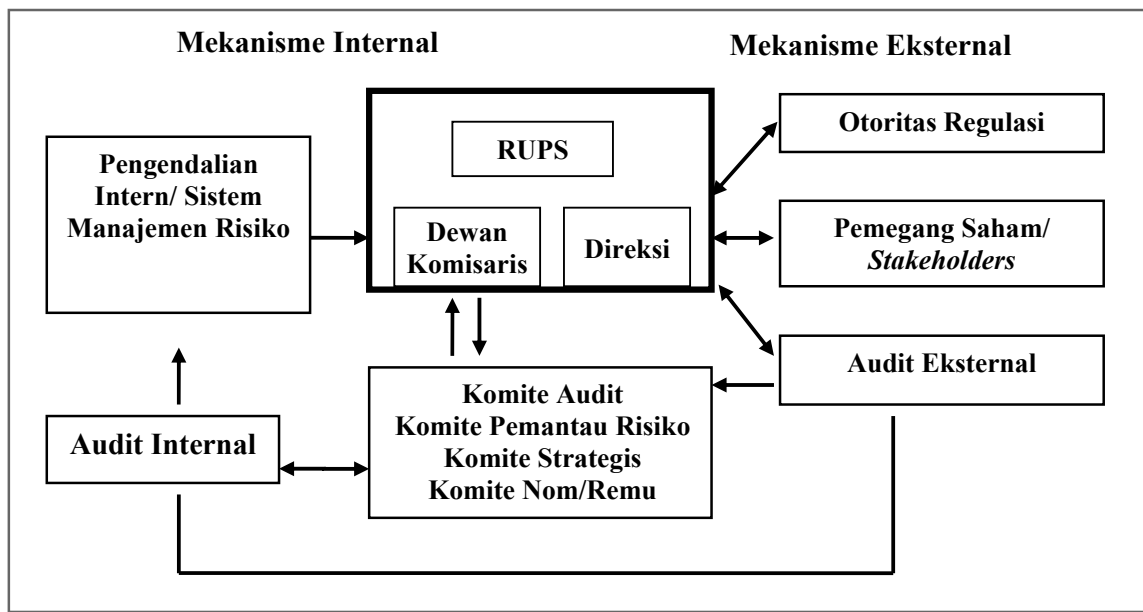
Mekanisme Tata Kelola Perusahaan, Pengendalian Manajemen, dan Masalah Keagenan

Tata kelola perusahaan (*corporate governance*) didefinisikan secara luas oleh Berle dan Means (1932) sebagai keseluruhan sistem pengendalian untuk memberikan arah dan mengendalikan perusahaan, serta fokus utamanya terletak pada peran *board of director* dalam menata-kelola (*governance*) perusahaan. Persoalan pokoknya adalah mengenai mengelola potensi konflik yang muncul antara investor eksternal dan internal perusahaan berkenaan dengan pemisahan kepemilikan dan kontrol. Tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance-GCG*) sangat penting untuk meningkatkan kepercayaan investor dan meningkatkan nilai pemegang saham (OECD, 2004).

Tata kelola perusahaan merupakan bentuk regulasi yang dibuat sendiri untuk memastikan kesuksesan bisnis dan akuntabilitas perusahaan, serta seperangkat peraturan dan prosedur untuk membuat keputusan (Haron, 2009 dan Daniri, 2005),

dapat mendorong terciptanya persaingan yang sehat dan iklim usaha yang kondusif, serta menunjang pertumbuhan dan stabilitas ekonomi yang berkesinambungan. Hal ini digambarkan seperti pada *Exhibit 2*.

Exhibit 2 Hubungan Mekanisme Internal dan Mekanisme Eksternal terhadap Tata Kelola Perusahaan



Sumber: Diadaptasi dari Daniri (2005) dan Haron (2009)

Hasil Penelitian Struktur Kepemilikan dan Biaya Keagenan

La Porta dkk (1999) dalam penelitiannya di 27 negara kaya di dunia, menemukan bahwa lebih banyak negara yang kepemilikan perusahaannya tidak tersebar luas seperti pada negara Amerika Serikat dan Inggris. Dominasi kepemilikan yang terbanyak adalah kepemilikan keluarga dan pemerintah, sedangkan kepemilikan institusi keuangan jumlahnya terbatas. Penelitian Ang dkk (2000)

memperoleh hasil empirik bahwa biaya keagenan lebih tinggi jika perusahaan dikelola oleh manajer independen, biaya keagenan lebih rendah jika kepemilikan manajerial semakin tinggi, dan biaya keagenan lebih rendah ketika hutang bank lebih tinggi. Hal ini sesuai dengan Berger dkk (1997) bahwa manajer cenderung membentengi untuk menghindari risiko hutang. Tingkat *leverage* perusahaan akan lebih rendah jika manajer tidak menghadapi tekanan kinerja oleh pemilik.

Kondisi kepemilikan perusahaan di Indonesia dijelaskan oleh Arifin (2003), Gul dan Tsui (2004), Siregar dan Utama (2006 dan 2008), dan Achmad dkk (2011) sebagai perusahaan-perusahaan yang didominasi oleh kepemilikan keluarga. Siregar dan Utama (2008) memperoleh kesimpulan bahwa perusahaan yang dikuasai keluarga memiliki masalah keagenan tidak seserius pada kepemilikan lainnya. Penelitian Claessens dkk (1999) menemukan bahwa dari 178 perusahaan di Indonesia terdapat 67% perusahaan (tertinggi dari 9 negara Asia Timur) dimiliki keluarga secara *ultimate* (tunggal) melalui struktur *pyramid ownership*. Kemudian Achmad dkk (2011) menyebut 66% perusahaan Indonesia dimiliki keluarga. Peneliti Indonesia Arifin (2003), Lukviarman (2004), Achmad (2008), dan Achmad dkk (2011) telah menggunakan berbagai definisi kepemilikan keluarga untuk kasus di Indonesia. Definisi tepat dengan kondisi di Indonesia adalah kepemilikan keluarga yang terdiri dari kepemilikan individu dan perusahaan lokal. Meskipun kemungkinan keluarga menggunakan “kendaraan” investasi berupa perusahaan asing, tetapi karakteristik pengendalian perusahaan asing tersebut berbeda dengan kepemilikan individu dan perusahaan lokal.

Agrawal dan Mandelker (1990) meneliti di Amerika Serikat membuktikan bahwa kepemilikan institusi keuangan

berpengaruh positif pada kesejahteraan pemegang saham. Mereka menjelaskan bahwa pemegang saham institusi keuangan berkaitan dengan biaya keagenan yang lebih rendah. Hal ini sejalan dengan teori pengendalian aktif Shleifer dan Vishny (1986). Siregar dan Utama (2008) yang meneliti pengaruh kepemilikan institusi keuangan terhadap masalah keagenan memperoleh hasil tidak signifikan. Sedangkan, Kusnadi (2003) memperoleh hasil bahwa perusahaan kepemilikan pemerintah Singapura lebih efisien dan lebih kecil masalah keagenannya. Penelitian Firth dkk (2008) di China memperoleh hasil tidak ada perbedaan besar dari biaya keagenan antara perusahaan kepemilikan pemerintah dan perusahaan kepemilikan publik.

Hasil Penelitian Mekanisme Tata Kelola Perusahaan dan Biaya Keagenan

Kebutuhan tata kelola perusahaan dalam praktik manajemen modern ini menjadi “keharusan,” sesuai penjelasan Hart (1995): jika tidak terdapat masalah keagenan, maka semua pihak dalam perusahaan akan memaksimalkan nilai perusahaan atau meminimalkan biaya, maka tata kelola perusahaan diperlukan. Sesuai dengan literatur (Kaen, 2003; Shaw, 2003; Knell, 2006; Nadler dkk, 2006; dan Brink, 2011) dan penelitian Ghosh dkk (2010) praktik tata kelola perusahaan perlu ditambah ukuran atau faktor yang mengacu pada “proses kerja” *boards*. Misalnya: jumlah rapat

dewan komisaris, jumlah rapat komite audit, dan seterusnya, sampai pada evaluasi kualitas rapat sendiri.

Penelitian di Indonesia oleh Purwanto (2009) menemukan bahwa praktik dewan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Penelitian Siregar dan Utama (2006 dan 2008) hasilnya tidak signifikan. Claessens dkk (1999) menyebut bahwa masalah keagenan ditentukan oleh karakteristik negara yang bersangkutan, termasuk: sistem perbankan, perlindungan pemegang saham, dan tingkat keharusan pengungkapan keuangan. Jadi terdapat banyak variabel yang ikut berpengaruh mengontrol terjadinya biaya keagenan. Berdasarkan proses kerjanya, jumlah rapat dewan komisaris dan komite audit akan menunjukkan kualitas kerja dewan komisaris secara langsung (Kaen, 2003 dan Turner, 2001). Semakin sering rapat, maka kualitas pengendalian dan pembinaan manajemen akan lebih baik, dan akhirnya akan menurunkan biaya keagenan. Jensen (1993) memperoleh bukti empirik yang berlawanan, yaitu jumlah rapat naik karena masalah bertambah. Hasil penelitian Gosh dkk (2010) di Amerika Serikat, menunjukkan bahwa jumlah rapat berpengaruh menaikkan biaya keagenan.

Komite audit merupakan komite yang kritis dan sebagai keharusan Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal). Komite ini membantu fungsi pengawasan

dewan komisaris. Penelitian Kusnadi (2003) di Singapura membuktikan bahwa jumlah komite audit signifikan menekan masalah keagenan. Beasley dan Salteiro (2001) dan Ghosh dkk (2010) menunjukkan bahwa di Amerika Serikat komite audit dapat menekan masalah keagenan. Hasil studi Ghosh dkk (2010) juga menunjukkan bahwa jumlah komite audit independen tidak signifikan. Sedangkan Siregar dan Utama (2006 dan 2008) menyebut bahwa jumlah komite audit terbukti menekan masalah keagenan. Komite nominasi/ remunerasi juga sebagai komite untuk membantu fungsi masukan sistem seleksi pejabat dan balas-jasa manajemen. Penelitian di Indonesia tidak tersedia, mengingat praktik pembentukan komite remunerasi terjadi setelah tahun 2006.

Model Teoritikal Dasar

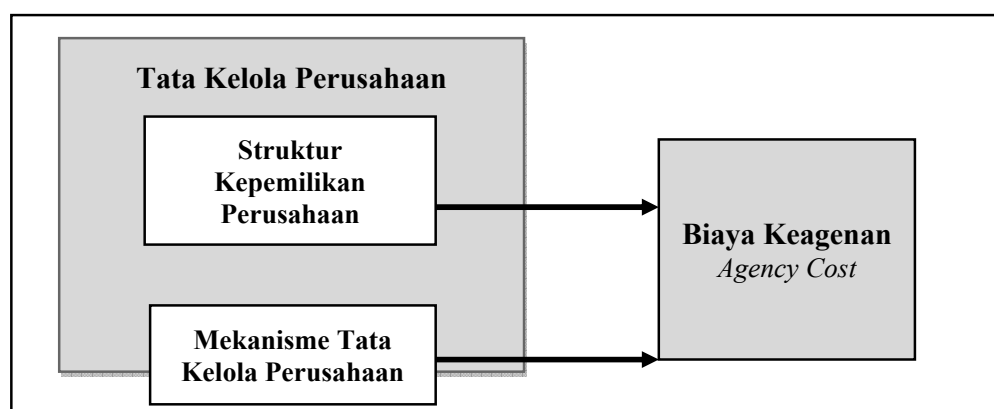
Grand theory dalam penelitian ini adalah *agency theory* (teori keagenan). Dalam praktik (Arafat, 2011) di tingkat manajemen atas dilakukan dengan membangun tata kelola untuk menjamin pengendalian berjalan seperti yang diharapkan, yaitu *cascading* (alir proses vertikal yang jelas dan bersambungan, mulai *compliance division* sampai cabang masing-masing di manajemen bawah) dan *alignment* (penyamaan kepentingan horisontal, menerapkan *key performance index*). Sedangkan aplikasi teori keagenan ini adalah menggunakan *theory contracting process*.

Teori keagenan ini dalam penelitian akuntansi empirik mengacu pada teori akuntansi positif (*positive accounting theory*) yang dikembangkan oleh Watts dan Zimmerman (1986) dengan dasar penggunaan angka-angka akuntansi sebagai informasi pengambilan keputusan.

Struktur kepemilikan yang merupakan komposisi kepemilikan saham dalam perusahaan, khususnya jumlah mayoritas

(baik sendiri-sendiri maupun bersama) akan menentukan luas dan intensitas pengendalian kepada manajemen. Mekanisme tata kelola perusahaan juga sama kedudukannya, memberikan dampak pada kualitas pengendalian termasuk mempersempit perbedaan kepentingan prinsipal dan agen. Kerangka pemikiran teoritis penelitian seperti *Exhibit 3* berikut.

Exhibit 3 Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini

Hipotesis Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan hubungan antara struktur kepemilikan, mekanisme tata kelola perusahaan dan biaya keagenan, yang menunjukkan sejauh mana pemegang saham dan manajemen berupaya untuk menekan biaya keagenan yang tidak perlu ada. Ang dkk (1999) meneliti dengan menggunakan biaya keagenan diukur dengan rasio biaya operasi terhadap penjualan tahunan dan dengan rasio

penjualan tahunan terhadap total aktiva. Keduanya memenuhi digunakan sebagai proksi biaya keagenan untuk perusahaan kecil. Kemudian dikembangkan oleh Singh dan Davidson III (2003) yang menggunakan perusahaan besar. Mereka menggunakan biaya keagenan yang diprosikan dengan tingkat absolut dari efisiensi utilisasi aset dan biaya operasi terhadap kepemilikan perusahaan. Biaya operasi digeser menjadi hanya biaya penjualan-umum-administrasi (*SG&A*)

dengan alasan biaya keagenan disebabkan oleh biaya manajerial. Dalam penelitian ini biaya keagenan diprosikan sebagai biaya operasi manajerial perusahaan (*sales, general, and administration expenses dibagi penjualan*), sesuai dengan Ang dkk (1999), Singh dan Davidson (2003) dan Firth dkk (2008). Juga diprosikan sebagai tingkat utilitas aset (*assets turn over*) sesuai Singh dan Davidson III (2003) dan Firth dkk (2008).

Karakteristik struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan di Indonesia masih didominasi oleh keluarga, baik keluarga pendiri perusahaan maupun yang bukan pendiri (Claessens dkk, 1999; Arifin, 2003; Gul dan Tsui, 2004; Siregar dan Utama, 2006 dan 2008), seperti juga di Meksiko, Argentina, Hong Kong, dan Cina, (La Porta dkk, 1999). Arifin (2003) maupun Siregar dan Utama (2006 dan 2008) membuktikan bahwa perusahaan Indonesia yang dikuasai keluarga memiliki masalah keagenan yang lebih sedikit. Penelitian ini memperkirakan adanya hubungan negatif antara jumlah kepemilikan keluarga dengan biaya keagenan, diprosikan sebagai biaya operasi manajerial, sedangkan untuk proksi sebagai utilitas aset bertanda positif. **H1: *Kepemilikan mayoritas keluarga berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan.***

Dalam praktik investasi modern, peran serta manajer investasi (*fund manager*) sangatlah luas, terutama di negara-negara

maju. Menurut Kompas pada tanggal 10 Maret 2011 dan dari data Hedge Fund Research Inc., jumlah dana yang dikelola manajer investasi besar (*hedge fund*) tahun 2010 mencapai US\$1.92 trilyun, sedangkan Pendapatan Domestik Bruto (PDB) Indonesia pada tahun yang sama sebesar Rp6.24 trilyun (hanya US\$0,69 trilyun). Banyak penelitian yang menyimpulkan bahwa investor institusi keuangan dapat berperan dalam pengendalian/pemantauan tindakan manajemen (Shleifer dan Vishny, 1986, 1997; Agrawal dan Mandelker, 1990). Kepemilikan institusi keuangan didefinisikan oleh Agrawal dan Mandelker (1990) sebagai lembaga investasi yang meliputi dana pensiun, bank dan perusahaan *trust, endowments*, reksa dana, dan penasehat investasi. Di negara berkembang seperti Indonesia, bentuk kepemilikan institusi keuangan masih terbatas karena tingkat risiko dan terbatasnya kapitalisasi pasar. Tanda pengaruh negatif terhadap biaya keagenan yang diprosikan sebagai biaya operasi manajerial, sedangkan untuk proksi sebagai utilitas aset bertanda positif. **H2: *Kepemilikan mayoritas institusi keuangan berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan.***

Pemerintah yang menanamkan uang negara dalam perusahaan lazimnya sesuai dengan tujuan/kebijakan bidang politik, sosial, ekonomi, maupun lainnya (Shleifer, 1998 dan La Porta, dkk, 1999). Shleifer dan Vishny (1994) menjelaskan bahwa pada perusahaan

kepemilikan pemerintah lebih tidak efisien dibanding yang bukan dimiliki pemerintah. Kepentingan politik dapat sangat berpengaruh bagi pencapaian kinerja perusahaan. Hipotesis lainnya yang bertentangan dikemukakan Broadman (1999) bahwa kepemilikan pemerintah justru memberikan arah tujuan yang jelas bagi manajemen dan berarti dapat menekan biaya keagenan. Kepemilikan pemerintah pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sangat terbatas, tetapi relatif merupakan perusahaan yang besar (kapitalisasi pasar besar) dan pada bidang industri yang dianggap strategis, misalnya pada bidang telekomunikasi, perbankan, dan konstruksi (bekas Badan Usaha Milik Negara). Penelitian di Indonesia yang dilakukan oleh Arifin (2003) menunjukkan kepemilikan pemerintah memiliki masalah keagenan yang lebih sedikit. Berdasarkan kondisi, karakteristik kepemilikan pemerintah di Indonesia lebih sesuai dengan hipotesis Broadman (1999), yaitu diharapkan kepemilikan pemerintah akan dapat menekan terjadinya (negatif) biaya keagenan yang diproksikan sebagai biaya operasi manajerial, sedangkan untuk proksi sebagai utilitas aset bertanda positif. ***H3: Kepemilikan mayoritas pemerintah berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan.***

La Porta dkk (1999) menjelaskan bahwa karena investor asing menghadapi risiko lebih ketika berinvestasi dalam ekonomi

negara berkembang (risiko politik, terjadi asimetri informasi, dan tidak memadainya proteksi legal) maka perhatian pengendalian manajemen investor asing relatif tinggi. Investasi pihak asing dapat didefinisikan sebagai investor/ pemegang saham yang berasal dari negara lain (domisili dan aspek legal pendirian perusahaan di luar negeri), dalam jumlah yang cukup besar untuk mengendalikan perusahaan tersebut. Penelitian Firth, dkk (2008) di China, memperoleh hasil berlawanan dengan hipotesisnya, terbukti bahwa kepemilikan asing berpengaruh menambah biaya keagenan. Bentuk penyertaan asing secara teori memiliki kelebihan kemampuan dalam mengendalikan perusahaan dan yang akan membawa dampak menekan (negatif) biaya keagenan yang diproksikan sebagai biaya operasi manajerial, tetapi untuk proksi sebagai utilitas aset bertanda positif. ***H4: Kepemilikan mayoritas asing berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan.***

Konsentrasi kepemilikan ekuitas dapat digunakan sebagai proksi tingkat pemantauan manajemen perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976 dan Agrawal dan Mandelker, 1990). Institusi sering membuat kesepakatan dalam memantau manajer secara bersama (*joint monitoring*). Praktik ini juga umum terjadi pada pemilik yang tidak ikut menjalankan manajemen. Terdapat dua hipotesis yang dicari untuk menjelaskan perbedaan perilaku pemegang saham besar (Pound, 1988):

hipotesis pemantauan efisien (*efficient monitoring hypothesis*) dan hipotesis penyatuan strategik (*strategic alliance hypothesis*). Pada hipotesis/teori pemantauan efisien mempunyai argumentasi bahwa kepemilikan yang besar memiliki insentif untuk mengendalikan dan memperoleh informasi yang memadai untuk peran pengendalian tersebut. Pada teori penyatuan strategik berpandangan bahwa pemegang saham besar lebih efektif dalam melakukan kerjasama dengan manajemen dalam banyak hal. Di Indonesia, sesuai dengan Undang-Undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal diatur tentang transparansi dan proses kepemilikan saham 5% atau lebih. Hal ini mencerminkan batasan 5% sudah dianggap signifikan di Bursa Efek Indonesia. Hal yang sama dalam penelitian Agrawal dan Mandelker (1990) menggunakan definisi konsentrasi kepemilikan akumulasi pemegang saham 5% atau lebih. Penelitian ini dihipotesiskan konsentrasi kepemilikan, yaitu akumulasi kepemilikan setiap pemegang saham 5% ke atas, mempengaruhi secara negatif biaya keagenan yang diprosikan sebagai biaya operasi manajerial, sedangkan untuk proksi sebagai utilitas aset bertanda positif. **H5: *Konsentrasi kepemilikan berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan.***

Di Cina (Chen dkk, 2002), Indonesia dan Malaysia (Fishman, 2001; Johnson dan Mitton, 2003) menunjukkan bahwa hubungan *board* dengan pemerintah merupakan hal

yang penting untuk kinerja perusahaan. Hasil penelitian Beasley dan Salterio (2001), Kusnadi (2003), Florackis (2008) dan Ghosh dkk (2010) bahwa *board* yang besar mengurangi terjadinya masalah keagenan. Penelitian yang di Indonesia tentang dewan komisaris yang dilakukan Siregar dan Utama (2006 dan 2008) berpengaruh negatif pada masalah keagenan perataan laba, tetapi positif terhadap masalah keagenan arus kas. Indonesia menggunakan *board* dengan sistem *2-tier* di mana dewan komisaris terpisah dari direksi. Dewan komisaris dapat diangkat dari pihak pemilik ataupun dari pihak bukan pemilik, yaitu yang dikenal dengan sebutan komisaris independen. Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) dengan pertimbangan untuk melindungi kepentingan pemegang saham minoritas mengatur kewajiban minimum 30% jumlah anggota dewan komisaris harus independen dari perusahaan dan dari pemegang saham mayoritas. Dalam perannya, komisaris independen diharapkan memiliki kompetensi dan pengalaman sesuai dengan kebutuhan perusahaan, yang akan membawa dewan komisaris lebih efektif dalam menjalankan tugasnya (Kusnandi, 2003). Siregar dan Utama (2008) yang meneliti perusahaan di BEI menyimpulkan komisaris independen tidak berpengaruh dalam membatasi terjadinya masalah keagenan. Penelitian ini menguji pengaruh proporsi komisaris independen

dalam menekan terjadinya (negatif) biaya keagenan yang diproksikan sebagai biaya operasi manajerial, sedangkan untuk proksi sebagai utilitas aset bertanda positif. **H6: Proporsi komisaris independen berpengaruh negatif (positif) terhadap biaya keagenan.**

Kaen (2003), Shaw (2003), Knell (2006), dan Nadler dkk (2006) dalam buku-buku mengenai tata kelola perusahaan, semuanya mengungkapkan bahwa dalam menilai kualitas dan kinerja *board* termasuk komite audit perlu memperhatikan lebih pada “proses kerja” dibanding hanya pada jumlah anggotanya. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Ghosh dkk (2010) bahwa jumlah rapat *board* berpengaruh positif (signifikan) pada pemecahan masalah, maka perusahaan semakin efisien dan pada akhirnya menekan biaya keagenan. Penelitian ini mengajukan hipotesis jumlah rapat dewan komisaris diharapkan akan mengurangi (negatif) biaya keagenan yang diproksikan sebagai biaya operasi manajerial, sedangkan untuk proksi sebagai utilitas aset bertanda positif. **H7: Jumlah rapat dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan.**

Colley Jr dkk (2003) menyebutkan bahwa komite audit merupakan komite yang kritis dan sebagai keharusan pada banyak otoritas pengawasan pasar modal di dunia. Badan Pengawasan Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) dalam Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar

Modal, ditunjuk sebagai otoritas pengawas dan mengharuskan setiap emiten dan perusahaan publik di Indonesia membentuk komite audit. Ghosh dkk (2010) memasukkan semua kemungkinan terkait dengan komite audit (anggota independen, jumlah anggota, jumlah rapat, dan kepemilikan) terhadap perataan laba. Hasil Kusnadi (2003) untuk jumlah komite audit di Singapura signifikan mengurangi biaya keagenan. Penelitian ini memasukkan variabel jumlah komite audit maupun jumlah rapat komite audit yang tidak terdapat pada penelitian sebelumnya, berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan yang diproksikan sebagai biaya operasi manajerial, sedangkan untuk proksi sebagai utilitas aset bertanda positif. **H8: Jumlah komite audit berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan. H9: Jumlah rapat komite audit berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan.**

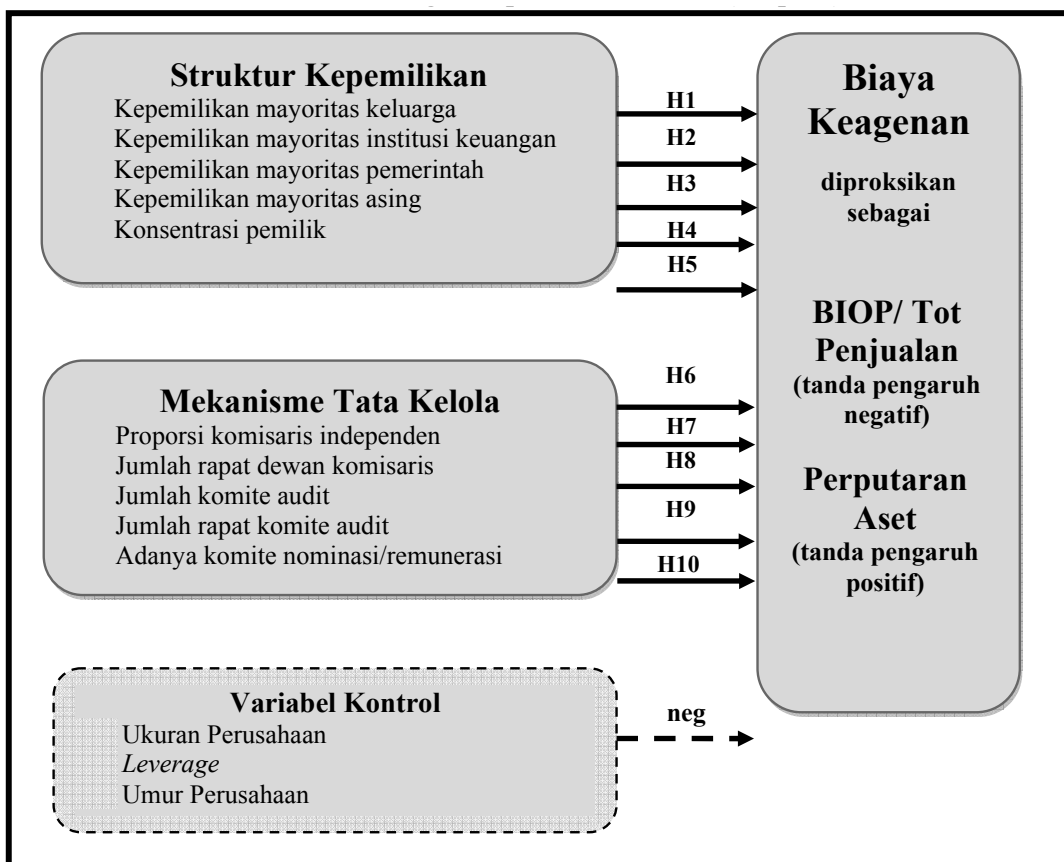
Komite nominasi dan atau komite remunerasi merupakan komite yang dibentuk dewan komisaris untuk mengusulkan seleksi pejabat manajemen dan memberikan masukan tentang sistem balas-jasa bagi manajemen (besar gaji dan komponen balas-jasa lainnya). Dengan adanya komite nominasi/ remunerasi maka diharapkan manajemen dapat membuat keputusan nominasi dan balas-jasa dengan lebih baik dan terhindar dari kepentingan manajemen sendiri. Hasil riset empiriknya tidak signifikan (Kusnadi, 2003). Henry

(2008) di Australia yang diproksikan sebagai likuiditas, arus kas bebas, dan Tobin's Q, sedangkan untuk proksi sebagai utilitas aset justru meningkatkan biaya keagenan. Keberadaan komite nominasi/ remunerasi dimasukkan sebagai variabel yang diharapkan akan membantu mengurangi terjadinya

(negatif) biaya keagenan, sedangkan untuk proksi sebagai utilitas aset bertanda positif.

H10: Adanya komite nominasi/remunerasi berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan. Secara lengkap lihat *Exhibit 4* berikut.

Exhibit 4 Kerangka Hipotesis Penelitian (Empiris)



Sumber: Model yang dikembangkan untuk penelitian ini

METODA PENELITIAN

Pengukuran Variabel Penelitian

Biaya keagenan sesuai dengan definisi Jensen dan Meckling (1976) serta Watts dan

Zimmerman (1986), dan diproksikan biaya operasi manajerial (Ang dkk, 1999) dan sebagai utilitas aset (Singh dan Davidson III, 2003), seperti pada *Exhibit 5*.

Exhibit 5 Definisi Operasional Biaya Keagenan

No	Variabel Dependen	Definisi Operasional Variabel	Pengukuran
1	Rasio Biaya Operasi Manajerial (LBIO)	Logaritma natural dari rasio biaya operasi manajerial terhadap penjualan tahunan perusahaan	$LBIO = \ln(\text{Biaya Penjualan, Adm dan Umum} / \text{Penjualan Tahunan})$
2	Turn Over Aset (LTOA)	Logaritma natural dari tingkat perputaran total aset dari penjualan perusahaan	$LTOA = \ln(\text{Total Penjualan} / \text{Total Aset})$

Definisi kepemilikan keluarga yang dipakai dikembangkan dari definisi yang digunakan La Porta dkk (1999) dan Arifin (2003) sesuai tujuan penelitian: perusahaan yang dimiliki oleh individu dan perusahaan lokal, tidak termasuk kepemilikan asing. Kepemilikan institusi keuangan didefinisikan (Agrawal dan Mandelker, 1990) sebagai lembaga investasi yang meliputi dana pensiun, bank dan perusahaan *trust, endowments, reksadana, dan penasehat investasi*. Kepemilikan pemerintah menurut definisi Shleifer dan Vishny (1994) yaitu perusahaan yang dimiliki pemerintah pusat, pemerintah daerah, dan lembaga pemerintah. Kepemilikan asing didefinisikan sebagai investor/pemegang saham yang berasal dari negara lain (domisili dan legal pendiriannya di luar negeri), sesuai dengan Anderson dkk (2001). Variabel independen konsentrasi kepemilikan menurut definisi Agrawal dan Mandelker (1990) yaitu akumulasi pemegang saham 5% atau lebih. Patokan dominan 5% sesuai dengan peraturan wajib memberitahukan ke Bapepam-LK.

Mekanisme tata kelola perusahaan menggunakan definisi Shleifer dan Vishny (1986) yaitu sebagai kepemimpinan dan pengendalian sebuah perusahaan dengan tujuan memastikan keberlanjutan dan kelangsungan hidup perusahaan jangka panjang. Semua variabel ini didefinisikan sesuai dengan definisi Bapepam-LK (Kep. Ketua Bapepam-LK No. Kep-134/BL/2006) dan Pedoman *Good Corporate Governance* Tahun 2006.

Hampir semua penelitian sebelumnya (Ang dkk, 2000; Singh dan Davidson III, 2003; Kusnadi, 2003; Siregar dan Utama, 2006 dan 2008; Firth dkk, 2008; Ghosh dkk, 2010) memasukkan variabel kontrol *leverage, size, dan umur perusahaan*. Penelitian Ang tidak memasukkan variabel *leverage* dan memasukkan total penjualan. Firth dkk (2008) menambahkan gaji terbesar bagi *board* yang kurang relevan di Indonesia. Variabel kontrol *leverage* menggunakan total kewajiban, dibanding total aset (berbeda dengan Siregar dan Utama, 2008, yang menggunakan total

hutang jangka panjang/ total hutang). Umur dan ukuran perusahaan menggunakan ukuran yang biasa dipakai yaitu jumlah tahun masuk dalam bursa dan total aset (nilai buku, bukan nilai pasar). Juga untuk kebutuhan uji pengaruh tahun data, maka ditambahkan variabel dummy tahun data 2008 dan 2009. Secara rinci definisi operasional variabel independen dan variabel kontrol seperti pada *Exhibit 6*.

Jenis dan Sumber Data

Data penelitian ini menggunakan data sekunder perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2008-2010. Pemilihan tahun data tersebut sesuai dengan tujuan penelitian yaitu untuk menganalisis praktik tata kelola perusahaan di Indonesia setelah masa penerapan 10 tahun, yaitu setelah krisis moneter 1997. Data perusahaan yang dipakai berupa laporan tahunan, laporan keuangan, dan laporan tata kelola perusahaan

yang tersedia di media internet. Juga digunakan Indonesia Capital Market Directory (ICMD) tahun 2008-2010. Dalam proses penelitian tidak terdapat intervensi atas data penelitian (*non-contrived setting*).

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) antara periode tahun 2008–2010. Adapun pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* (Sekaran, 2003). Kriteria sampel:

- a. Perusahaan yang bukan termasuk industri keuangan yang “*high regulated*.”
- b. Perusahaan yang terdaftar di BEI untuk masing-masing tahun.
- c. Perusahaan yang melaporkan tata kelola perusahaan secara lengkap dalam laporan tahunan/ laporan khusus.

Exhibit 6 Definisi Operasional Variabel Independen Dan Variabel Kontrol

No	Var Independen	Definisi Operasional Variabel	Pengukuran
1	Kepemilikan Mayoritas Keluarga (DKL2)	<i>Dummy</i> kepemilikan mayoritas keluarga 50% ke atas dibanding kepemilikan publik.	DKL2, Dummy 1 jika proporsi kepemilikan keluarga $\geq 50\%$
2	Kepemilikan Mayoritas Institusi keuangan (DINS)	<i>Dummy</i> kepem. mayoritas institusi keu. 50% ke atas. Meliputi perbankan, investasi, sekuritas, dan lembaga keuangan lain	DINS, Dummy 1 jika proporsi kepemilikan institusi keuangan $\geq 50\%$
3	Kepemilikan Mayoritas Pemerintah (DPEM)	<i>Dummy</i> kepem. mayoritas pemerintah 50% atau lebih. Meliputi pemerintah pusat, daerah, dan departemen	DPEM, Dummy 1 jika proporsi kepemilikan pemerintah $\geq 50\%$

4	Kepemilika Mayoritas Asing (DASG)	<i>Dummy</i> kepem. mayoritas asing 50% ke atas, non publik yang berdomisili di luar Indonesia.	DASG, Dummy 1 jika proporsi kepemilikan asing $\geq 50\%$
5	Konsentrasi Kepem. 5% (K5P)	Blok pemilik jumlah akumulasi saham lebih besar sama 5%	$K5P = \sum (\text{kepem. saham} \geq 5\%) / \text{jumlah saham}$
6	Proporsi Komisaris Independen (PKI)	Persentase Komisaris Independen terhadap total Dewan Komisaris	$PKI = \text{Jumlah Kom Independen} / \text{Jumlah Total Dewan Komisaris}$
7	Jumlah Rapat Dewan Komisaris (RDK)	Jumlah rapat formal yang kuorum Dewan Komisaris dalam setahun.	$RDK = \text{Jumlah rapat Dewan Komisaris dalam setahun}$
8	Jumlah Komite Audit (JKA)	Jumlah anggota Komite Audit dalam laporan tahunan	$JKA = \text{Jumlah anggota Komite Audit}$
9	Jumlah Rapat Komite Audit (RKA)	Jumlah rapat formal kuorum Komite Audit setahun, dalam laporan tata kelola	$RKA = \text{Jumlah rapat Komite Audit dalam setahun}$
10	Adanya Komite Nominasi/ Remunerasi (REM)	<i>Dummy</i> ada-tidaknya Komite Nominasi/ Remunerasi sesuai laporan tata kelola perusahaan	REM, Dummy 1 jika terdapat Komite Nominasi/ Remunerasi
11	Ukuran Perusahaan (LNUKR)	Logaritma natural atas ukuran perusahaan yang merupakan total aset dalam juta rupiah	$LNUKR = \ln(\text{Total Aset})$
12	Leverage (LEV)	Tingkat kewajiban atas total aset perusahaan	$LEV = \text{Total Utang} / \text{Total Aset}$
13	Umur Perusahaan (UMR)	Umur sejak menjadi anggota/ <i>listing</i> di Bursa Efek Indonesia, dalam tahun	UMR = jumlah tahun sejak masuk ke bursa
14	Tahun Data (D2008 dan D2009)	<i>Dummy</i> yang menunjukkan tahun data 2008 dan 2009 dibanding 2010, pengujian beda	D2008, Dummy 1 jika 2008 D2009, Dummy 1 jika 2009

Teknik Analisis Data dan Uji Hipotesis

Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi multivariat untuk menguji hubungan antara biaya keagenan dan variabel-variabel yang mempengaruhi biaya keagenan. Digunakan sistem *pooled data* dalam analisis regresi multivariat ini. Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan program

aplikasi *Statistical Package for Social Science (SPSS)* versi 16.0. Variabel dependen penelitian ini adalah biaya keagenan yang diproksikan dengan rasio biaya operasi terhadap penjualan (BIOP) dan utilitas aset atau *asset turn over (ATO)*. Persamaan regresi dengan biaya keagenan diproksikan sebagai

BIOP (Model A) dan sebagai TOA (Model B) sebagai berikut:

Model Persamaan Regresi A (Biaya Keagenan diproksikan sebagai BIOP):

$$BIOP_{it} = \alpha_i + \beta_1 DKL2_{it} + \beta_2 DINS_{it} + \beta_3 DPEM_{it} + \beta_4 DASG_{it} + \beta_5 K5P_{it} + \beta_6 PKI_{it} + \beta_7 RDK_{it} + \beta_8 JKA_{it} + \beta_9 RKA_{it} + \beta_{10} REM_{it} + \beta_{11} LNUKR_{it} + \beta_{12} LEV_{it} + \beta_{13} UMR_{it} + \beta_{14} D2008_{it} + \beta_{15} D2009_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model Persamaan Regresi B (Biaya Keagenan diproksikan sebagai TOA):

$$TOA_{it} = \alpha_i + \beta_1 DKL2_{it} + \beta_2 DINS_{it} + \beta_3 DPEM_{it} + \beta_4 DASG_{it} + \beta_5 K5P_{it} + \beta_6 PKI_{it} + \beta_7 RDK_{it} + \beta_8 JKA_{it} + \beta_9 RKA_{it} + \beta_{10} REM_{it} + \beta_{11} LNUKR_{it} + \beta_{12} LEV_{it} + \beta_{13} UMR_{it} + \beta_{14} D2008_{it} + \beta_{15} D2009_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

α = konstanta; β_1, β_2, \dots dst = koefisien regresi; BIOP = biaya operasi manajerial; TOA = *turnover* aset, perputaran aset; DKL2 = dummy kepemilikan mayoritas keluarga; DINS = dummy kepemilikan mayoritas institusi keuangan; DPEM = dummy kepemilikan mayoritas pemerintah; DASG = dummy kepemilikan mayoritas asing; K5P = konsentrasi kepemilikan 5 persen;

PKI = proporsi komisaris independen; RDK = jumlah rapat dewan komisaris; JKA = jumlah komite audit; RKA = jumlah rapat komite audit; REM = dummy ada tidaknya komite nominasi/ remunerasi; LNUKR = ln ukuran perusahaan; LEV = *leverage*, tingkat hutang perusahaan; UMR = umur perusahaan terdaftar di bursa; D2008 = dummy tahun data 2008; D2009 = dummy tahun data 2009.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Data Penelitian

Data perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) menurut ICMD 2010 sebanyak 402 perusahaan. Jumlah data yang diolah 324 data observasi (*firm-year*). Kedua model A dan B bukan menggambarkan mutlak biaya keagenan, melainkan untuk menganalisis pengaruh variabel-variabel independen terhadap biaya keagenan ini. Deskripsi data keuangan perusahaan yang menjadi data dalam penelitian ini dan biaya keagenannya terlihat dalam *Exhibit 7*. Deskripsi data struktur kepemilikan perusahaan yang terdaftar di BEI dalam penelitian ini tersaji dalam *Exhibit 8*. Deskripsi data yang menyangkut tata kelola perusahaan disajikan pada *Exhibit 9*.

Exhibit 7 Deskripsi Data Keuangan Dan Biaya Keagenan

No	Keterangan	Terbesar	Terkecil	Rata-Rata	Median	St. Dev
1	Total Aset (Rp mil)	112.857	3,06	5.933	1,61	14,53
2	Kas & Eqv (Rp mil)	9.119	0,00	570	102	1.314
3	Penjualan (Rp mil)	129.991	0,19	4.784	1.125	12.930
4	Bi Operasi (Rp mil)	46.138	0,79	1.213	140	4.537
5	Rasio Bi Op Mjr Thp Penjln	10,76	0,01	0,34	0,21	0,69
6	Turn Over Aset (kali)	6,85	0,00	1,02	0,77	1,02
7	Leverage	2,68	0,03	0,54	0,52	0,33

Sumber: Hasil pengolahan data

Exhibit 8 Struktur Kepemilikan Perusahaan Sampel

No	Keterangan	Jml Persh	%	Σ Data Persh	%
A Kepemilikan Mayoritas ≥50%					
1	Kepem. Keluarga	40	31,25	92	28,40
2	Kepem. Institusi Keu	13	10,16	31	9,57
3	Kepem. Pemerintah	5	3,91	12	3,70
4	Kepem. Asing	22	17,19	53	16,36
5	Kepem. Publik	48	37,50	136	41,98
		128	100,00	324	100,00
No	Keterangan	Jml Persh	%	Σ Data Persh	%
B Kepemilikan min 5% dan Rata-rata %					
1	Kepem. Keluarga			202	45,85
2	Kepem. Inst Keu			150	31,50
3	Kepem. Pemerintah			21	43,80
4	Kepem. Asing			105	48,42
5	Kepem. Publik			324	8,30
C Kons. Kepem. Kum. ≥ 5%			69,98		

Sumber: Hasil pengolahan data

Exhibit 9 Deskripsi Data Mekanisme Tata Kelola

No	Keterangan	Terbesar	Terkecil	Rata-Rata	Med	St Dev.
1	Jml Dewan Komisaris	11,00	2,00	4,46	4,00	1,87
2	Jumlah Direksi	11,00	2,00	4,58	4,00	1,80
3	Jml Kom Independen	6,00	-	1,82	2,00	0,91
4	Jml Komite Audit	8,00	2,00	3,11	3,00	0,62
5	Jml Rapat Dew Kom	45,00	1,00	8,38	5,00	7,36
6	Jml Rapat Kom Audit	48,00	1,00	7,70	5,00	7,22
7	Adanya Kom Nom/ Remunerasi			31,73		

Sumber: Hasil pengolahan data

Uji Asumsi Klasik Regresi Multivariat

Alat uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan uji Kolmogorov- Smirnov (uji K-S). Baik Model A maupun Model

B datanya ditransformasi dalam logaritma natural (Ghozali, 2005 dan 2006) seperti juga dilakukan oleh Kusnadi (2003) menjadi LBIO dan LTOA.

Exhibit 10 Hasil Uji Asumsi Klasik

No	Keterangan	Dasar Pertimbangan	Model A	Model B
1	Normalitas Residual	Uji KS unstd residual tidak signifikan	Normal (0,402)	Normal (0,072)
2	Multikol. antar var independen	Nilai Tolerance > 0,10, VIF < 10,00	Tidak ada Korelasi	Tidak ada Korelasi
3	Autokorelasi	$d_U (1,931) \leq DW \leq 4-d_U (2,069)$	Tidak ada Auto-korelasi (1,975)	Tidak ada Keputusan (2,092)
4	Heteroskedastisitas	Scat. plot tidak berpola	Tidak ada	Tidak ada

Sumber: Hasil pengolahan data

Pengolahan data dalam penelitian ini tanpa membuang data *outlier*, sesuai penjelasan Gujarati (1995). Hasil uji *unstandardized residual* model penelitian ini menunjukkan normal. Penelitian ini menggunakan uji statistik kolinearitas *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). Model A (LBIO) dan B (LTOA) seluruh variabel independennya mempunyai nilai *tolerance* >0,10 dan VIFnya semua <10, tidak terjadi multikolinearitas yang serius yang dapat mengurangi hasil uji statistik.

Uji autokorelasi menggunakan uji nilai Durbin-Watson (D-W). Pada Model A (LBIO) nilai Durbin-Watson sebesar 1,975, yang berarti tidak terdapat autokorelasi positif maupun negatif. Pada Model B (LTOA) memiliki nilai D-W sebesar 2,092, yang jatuh pada daerah “*no decision*.” Dengan pertimbangan

bahwa nilai D-W untuk Model B ini sangat dekat dengan nilai $(4-d_U)$, yaitu 2,069 maka dalam analisis hasil Model B tetap disertakan, Gujarati (1995). Uji heteroskedastisitas dengan teknik diagram pencar (*scatter diagram*) menunjukkan tidak ada pola yang pasti antara nilai prediksi dengan nilai residu, berarti tidak terjadi heteroskedastisitas.

Analisis Hasil Pengujian Hipotesis

Koefisien determinan (Ghozali, 2005 dan Gujarati, 1995) menggunakan *Adjusted R²* dengan tujuan menghilangkan bias terhadap jumlah variabel independen yang banyak (15). Hasil pengujian Model A dan Model B menunjukkan hanya sebesar 10,6% dan 9,5%. Tujuan penelitian ini lebih pada studi hubungan pengaruhnya bukan besaran pengaruhnya, maka hasil *Adjusted R²* yang rendah tetap

dapat memenuhi tujuan penelitian ini. Uji statistik F digunakan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependennya. Dari

uji ANOVA diperoleh nilai F hitung dengan tingkat signifikannya dalam kurung untuk Model A dan Model B berturut-turut 3,550 (0,000) dan 3,251 (0,000).

Exhibit 11 Hasil Uji Goodness Of Fit Model

No	Keterangan	Dasar Pertimbangan	Model A	Model B
1	Penilaian Koef Determinasi	Melihat nilai <i>Adjusted R²</i>	0,106 10,6%	0,095 9,5%
2	Uji F	Berdasarkan tk. signif. ANOVA	3,550 (0,000)	3,251 (0,000)

Sumber: Hasil pengolahan data

Hasil pengujian ANOVA kedua model menunjukkan keduanya signifikan pada tingkat keyakinan 5%. Model persamaan regresi berdasarkan uji hipotesis ini dapat dituliskan sebagai berikut:

+ 1,217 DPEM + 0,74 DASG + 0,089 K5P – 1,297 PKI – 0,023 RDK + 0,089 JKA – 0.004 RKA – 0,095 REM + 0,005 LNUKR + 0,525 LEV + 0,012 UMR – 0,107 D2008 – 0,038 D2009+ ε

Model Persamaan Regresi A (Biaya Keagenan diproksikan sebagai ln biaya operasi manajerial):

$LBIO = -1,68 - 0.395DKL2 - 0,432 DINS - 1,863 DPEM - 0,074 DASG + 0,177 K5P + 1,103 PKI + 0,025 RDK + 0,436 JKA - 0.009 RKA + 0,201 REM - 0,133 LNUKR - 0,09 LEV - 0,004 UMR + 0,159 D2008 + 0,049 D2009 + \varepsilon$

Model Persamaan Regresi B (Biaya Keagenan diproksikan sebagai LTOA, ln turn over aset):

$LTOA = -0,901 + 0.683DKL2 + 0,109 DINS$

Hasil uji Hipotesis 1, kepemilikan mayoritas keluarga berpengaruh negatif (positif) terhadap biaya keagenan yang diproksikan sebagai LBIO (LTOA). Kepemilikan mayoritas keluarga berpengaruh menekan biaya keagenan, baik Model A (-0,3263) ataupun Model B (+0,9798). Kepedulian dan «pengendalian yang lebih ketat» dari karakteristik kepemilikan keluarga menyebabkan lebih baiknya proses *alignment* kepentingan prinsipal dengan agen, sehingga mampu mengurangi biaya keagenan. Teori efek pemantauan (*monitoring effect theory*), Jensen dan Meckling (1976) berlaku dalam

hasil ini.

Kepemilikan mayoritas institusi keuangan (Hipotesis 2) hanya signifikan pada Model A (-0,3508), Model B tidak signifikan tetapi tanda koefisiennya konsisten sesuai positif. Kepemilikan mayoritas institusi keuangan di Bursa Efek Indonesia hanya berjumlah 31 perusahaan dan 26 nya (83,87%) adalah perusahaan bidang properti (19 real estat, 3 hotel, 2 konstruksi bangunan, dan 2 holding/ investasi), yang sedang dalam fase berinvestasi (Tyas, 2010).

Kepemilikan mayoritas pemerintah (Hipotesis 3) kedua model signifikan pada 1%. Koefisien pengaruh kepemilikan pemerintah ternyata paling besar (-0,8448 untuk BIO dan +2,3770 untuk TOA) dibandingkan dengan koefisien kepemilikan keluarga dan lainnya. Hal ini berarti bahwa peran pemerintah dalam kebijakan “privatisasi” berhasil dan terjadinya efisiensi operasi perusahaan yang dikuasai oleh pemerintah. Temuan ini sesuai dengan karakteristik investasi pemerintah Indonesia yang sangat terbatas dan pada industri yang tinggi nilai strategisnya. Bidang bisnis perusahaan yang dimiliki pemerintah adalah bekas Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang diprivatisasikan, dimana banyak yang sebelumnya merupakan bisnis monopoli pemerintah, misalnya industri telekomunikasi dan kontraktor besar yang banyak memperoleh pekerjaan dari pemerintah juga (*captive market*).

Kepemilikan mayoritas asing (Hipotesis 4) hanya signifikan pada Model B (+1,0959). Pada Model A meski tidak signifikan, tetapi tanda sesuai. Standar biaya perusahaan yang dikuasai asing relatif lebih tinggi dibandingkan perusahaan lokal, berhubungan dengan jarak geografis, risiko politik, perijinan, dan biaya eksekutif asing yang menuntut hak sangat tinggi (Boardman, 1994 dan Firth dkk, 2008). Kepemilikan asing di Indonesia banyak yang berdomisili di negara-negara sebagai “*tax heaven*” seperti Seychelles, Mauritius, British Virgin Island yang tidak jelas tujuannya.

Hasil tidak konsisten pada Hipotesis 5, konsentrasi kepemilikan (akumulasi kepemilikan 5% ke atas). Tanda arah pengaruh Model A bertentangan, sedangkan Model B positif sesuai hipotesis. Konsentrasi kepemilikan perusahaan di Indonesia dengan kriteria 5% sangat tinggi, yaitu 70% (*Exhibit 8*). Dasar teori keselarasan strategik (*strategic alliance*) tidak berjalan. Kondisi perusahaan di Indonesia terdiri dari sangat banyak pihak, masing pihak yang dominan yang memiliki kepentingan berbeda dan masing-masing tidak mampu untuk bersama melakukan pembagian tugas pengendalian manajemen (*joint monitoring*). Hampir semua penelitian empirik sebelumnya (Ang dkk, 2000, dan Singh dan Davidson III, 2003, di Amerika Serikat; Firth dkk, 2008 di China; Kusnadi, 2003 di Singapura) menunjukkan konsistensi

mendukung peran konsentrasi kepemilikan dalam menekan biaya keagenan, kecuali penelitian Florackis (2008) di Inggris.

Untuk kelima hipotesis berhubungan dengan mekanisme tata kelola perusahaan, hanya hasil uji Hipotesis 6 dan Hipotesis 7: proporsi komisaris independen (PKI, +0,273) dan jumlah rapat dewan komisaris yang berpengaruh positif terhadap biaya keagenan yang diprosikan sebagai LTOA, pada tingkat keyakinan 5%. Untuk Model A (LBIO) tandanya berlawanan (+1,547), jumlah komisaris independen dan rapat dewan justru meningkatkan biaya keagenan. Hasil penelitian Jensen (1993) semakin langsing *board* maka semakin efektif dalam memantau manajemen. Secara empiris, efisiensi pengendalian ditentukan pada rentang jumlah *board* tertentu yang efisien, dimana dalam penelitian ini tidak diteliti. Dominasi kepemilikan keluarga pada perusahaan di Indonesia membawa konsekuensi penerapan tata kelola perusahaan yang terbatas, mengingat bahwa pemilik lebih memperhatikan pengendalian biaya secara langsung daripada menggunakan sistem tata kelola yang relatif rumit.

Hasil uji Hipotesis 8: jumlah komite audit berpengaruh positif terhadap biaya keagenan yang diprosikan sebagai LBIO, berlawanan dengan hipotesis. Jumlah komite audit terkecil 2 dan terbesar adalah 8, rata-rata 3,11 orang, sedangkan biaya operasi perusahaan terkecil hanya Rp0,79

milyar sedangkan yang terbesar Rp46.138 milyar. Perbedaan besar pada ukuran operasi perusahaan mempengaruhi uji pengaruh jumlah komite audit, yang relatif tidak berbeda jika dibandingkan dengan perbedaan biaya operasi dan penjualan, terhadap biaya keagenan.

Hasil uji Hipotesis 9 (rapat komite audit - RKA) dan Hipotesis 10 (adanya komite nominasi/ remunerasi - REM) untuk Model A maupun Model B tidak signifikan. Tanda pengaruh RKA untuk Model A tidak konsisten dengan hipotesis, tetapi untuk Model B konsisten. Untuk REM kedua model mempunyai tanda yang tidak konsisten dengan hipotesis yang ada. Ketidak-konsistenan tanda pengaruh variabel-variabel independen mekanisme tata kelola perusahaan juga banyak dijumpai pada penelitian-penelitian empiris sebelumnya, baik di beberapa negara Asia lain maupun di Indonesia. Jumlah rapat bukan ukuran proaktif kualitas proses kerja komite audit. Jensen (1993), Vafeas (1999) dan Ghosh dkk (2010) memperoleh bukti jumlah rapat komite audit berpengaruh meningkatkan biaya keagenan. Khusus untuk REM karena penerapannya relatif masih sangat baru, hanya 31.79% perusahaan yang telah memiliki komite ini.

Ukuran perusahaan (LNUKR) signifikan dan konsisten pada Model A (-0,133), tetapi tidak signifikan pada Model B meski tanda sesuai. Pengujian tambahan dilakukan

dengan *Chow-test* (Gujarati, 1995 dan Ghazali, 2005), yaitu dengan mengelompokkan data dalam perusahaan beraset besar dan perusahaan beraset kecil. Hasilnya bahwa ukuran perusahaan (besar dan kecil) pada Model A memang berbeda, sedangkan pada Model B sama. Variabel kontrol *leverage* (LEV) hanya signifikan konsisten pada Model B (+1,690), tidak signifikan untuk Model A. Tingkat hutang perusahaan meningkatkan efisiensi perputaran aset. Umur perusahaan (UMR) kedua Model A dan Model B tidak signifikan. Umur perusahaan yang sangat

beragam tidak mempengaruhi besar biaya keagenan.

Pengujian variabel kontrol D2008 dan D2009 menggunakan *dummy* yang dibandingkan dengan data tahun 2010 sebagai *excluded group*. Kedua variabel *dummy* ini tidak signifikan pada kedua Model A dan Model B, yang berarti tahun data tidak mempengaruhi variasi variabel dependen. Hasil ini lebih lanjut menunjukkan bahwa pooling data pada penelitian ini tidak mengganggu model persamaan regresi ini. Rangkuman hasil analisis secara lengkap sebagai berikut:

Exhibit 12 Rangkuman Hasil Analisis

Model A (LBIO)	Hipotesis / tanda	Koef	Antiln	Antil-1	Nilai-p	Kesimp. Hipotesis
Konstanta		-1,680	0,186		0,014	
DKL2: Keluarga	1 -	-0,395		-0,326	0,010*	Diterima
DINS: InstKeu	2 -	-0,432		-0,351	0,046**	Diterima
DPEM: Pemerintah	3 -	-1,863		-0,845	0,000*	Diterima
DASG: Asing	4 -	-0,074		-0,071	0,708	Ditolak
K5P: Konsentr. 5%	5 -	0,177	1,194		0,526	Ditolak
PKI: Prop Kom Ind	6 -	1,103	3,013		0,041**	Ditolak
RDK: Rpt DeKom	7 -	0,025	1,025		0,006*	Ditolak
JKA: Jml K Audit	8 -	0,436	1,547		0,000*	Ditolak
RKA: Rpt K Audit	9 -	-0,009	0,991		0,300	Ditolak
REM: Kom Remu	10 -	0,201		0,223	0,170	Ditolak
Model B (LTOA)						
Konstanta		-0,901	0,406		0,250	
DKL2: Keluarga	1 +	0,683		0,980	0,000*	Diterima
DINS: Inst Keu	2 +	0,109		0,115	0,660	Ditolak
DPEM: Pemerintah	3 +	1,217		2,377	0,008*	Diterima
DASG: Asing	4 +	0,740		1,096	0,001*	Diterima
K5P: Konsentr. 5%	5 +	0,089	1,093		0,819	Ditolak
PKI: Prop Kom Ind	6 +	-1,297	0,273		0,037**	Diterima
RDK: Rpt De Kom	7 +	-0,023	0,977		0,032**	Diterima

JKA: Jml K Audit	8	+	0,089	1,093	0,496	Ditolak
RKA: Rpt K Audit	9	+	-0,004	0,996	0,707	Ditolak
REM: Kom Rem	10	+	-0,095	-0,091	0,571	Ditolak

Sumber: Hasil pengolahan data

Keterangan: Jumlah sampel 324. * dan ** menunjukkan signifikansi statistik pada tingkat 1% dan 5%. Nilai Antiln adalah koefisien variabel independen setelah bentuk log natural biaya keagenan dikembalikan menjadi bentuk non ln, sedangkan untuk variabel independen dummy menggunakan Antiln-1.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan dan Implikasi Hasil Penelitian

Penelitian ini menyimpulkan bahwa kepemilikan mayoritas keluarga dalam perusahaan berpengaruh menekan biaya keagenan. Karakteristik kepemilikan keluarga memiliki “pengendalian yang lebih ketat” dapat mengatur penyelarasan (*alignment*) kepentingan prinsipal dan agen, serta mengendalikan manajemen dengan lebih baik dibanding kepemilikan publik. Kepemilikan mayoritas keluarga di Bursa Efek Indonesia masih yang paling besar yaitu mencapai tiga puluh satu persen lebih. Struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia telah mengalami pergeseran pasca krisis moneter dan adanya perbedaan cara perhitungannya.

Kepemilikan mayoritas institusi keuangan memiliki pengendalian manajemen yang lebih kuat, sehingga mampu menekan biaya keagenan (Shleifer dan Vishny, 1986), terbukti pada proksi LBIO. Jenis industri yang dikuasai oleh institusi keuangan 84 persen properti dan investasi yang sangat dipengaruhi oleh fase berinvestasi yang tinggi (Tyas, 2010).

Kepemilikan mayoritas pemerintah terbukti secara empirikal menekan biaya keagenan. Pemerintah memiliki kepentingan yang lebih panjang, sehingga konflik jangka pendek antar manajemen dan pemerintah lebih kecil, dan lebih efisien (Broadman, 1999). Kebijakan pemerintah dalam menguasai dan melakukan privatisasi Badan Usaha Milik Negara (BUMN) berhasil. Muatan politik yang dapat menyebabkan terjadinya inefisiensi operasi perusahaan tidak masalah. Kepemilikan mayoritas asing terbukti pengaruhnya positif terhadap biaya keagenan yang diprosikan sebagai tingkat perputaran aset. Efisiensi operasi (Andersen, 2001) dan kualitas pengendalian manajemen (La Porta, 1999) perusahaan asing lebih efisien.

Secara keseluruhan berdasarkan kepemilikan perusahaan di Indonesia, teori keagenan menunjukkan pihak siapa yang paling kuat akan menentukan keputusan pengendalian manajemen. Konsentrasi kepemilikan di Indonesia tidak mendukung teori efek pemantauan (*monitoring effect theory*), para pihak dominan tidak terbukti

berhasil membuat komitmen (*joint monitoring*).

Proporsi komisaris independen dan jumlah rapat dewan komisaris terbukti secara empiris meningkatkan perputaran aset perusahaan (manajemen aset). Fungsi dewan sebagai pengawas manajemen dapat dicerminkan dari rapat-rapat yang dilakukan dewan dan berkaitan dengan pengendalian manajemen yang lebih berkualitas. Mekanisme tata kelola perusahaan lainnya tidak terbukti. Sebagai instrumen baru, komite nominasi/remunerasi, masih minim penerapannya. Kesimpulan-kesimpulan pengaruh mekanisme tata kelola perusahaan menunjukkan bahwa praktik tata kelola perusahaan di Indonesia pasca periode implementasi sepuluh tahun, tetap belum optimal. Tidak berbeda dengan hasil penelitian-penelitian sebelumnya. Karakteristik kepemilikan keluarga yang dominan, membuat keputusan dan pengendalian dalam bentuk informal. Mekanisme tata kelola yang formal ini, cenderung “terabaikan.”

Secara keseluruhan pengaruh mekanisme tata kelola perusahaan kurang mendukung teori keagenan. Praktik tata kelola tidak efektif dan efisien pada pengendalian biaya operasi manajerial yang bersifat *discretionary*. Mekanisme tata kelola perusahaan berbasis “proses aktivitas” harus dilihat mendalam seperti kualitas rapat dewan dan komite. Terdapat kecenderungan bahwa

laporan tata kelola perusahaan dalam laporan tahunan perusahaan belum dapat digunakan sebagai umpan-balik bagi manajemen. Implementasi *Good Corporate Governance (GCG)* masih sebatas “formalitas,” belum mencapai tujuan harapannya.

Berdasarkan hal-hal yang telah disebutkan di atas, investor dapat mempertimbangkan karakter kepemilikan mayoritas perusahaan dalam keputusan berinvestasi. Pertimbangan pihak siapa pemilik mayoritas ini dapat dihubungkan dengan harapan efisiensi operasi perusahaan. Pada saat penawaran saham di pasar perdana (*Initial Public Offering- IPO*) yang persentasenya kecil/ terbatas, dapat mempertimbangkan karakteristik penguasa saham mayoritas. Laporan tata kelola perusahaan bukan merupakan sinyal positif bagi praktik manajemen perusahaan bagi investor. Sedangkan pemerintah perlu mengatur ulang kewajiban pengungkapan kepemilikan dan pengelolaan (pengurusan) lebih rinci. Sebagai contoh pada peraturan di Hong Kong (Claessen dkk, 1999) yang mengharuskan perusahaan mengungkapkan kepemilikan sampai pada tingkat yang detail baik dalam manajemen maupun dalam hubungan antar perusahaan lain. Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) perlu meningkatkan standar pelaporan dan mengembangkan sistem pelaporan emiten.

Keterbatasan Penelitian dan Saran untuk Penelitian Mendatang

Penelitian ini tidak melakukan pengelompokan perusahaan berdasarkan industrinya yang berbeda kondisi/karakteristik yang ada. Kepemilikan publik digabungkan baik publik tersebar maupun penguasaan oleh perusahaan publik yang lain yang cukup besar jumlahnya. Penggunaan metode *dummy* untuk analisis kepemilikan mayoritas perusahaan menghilangkan arti besaran pengaruh masing-masing jenis kepemilikan.

Disarankan untuk penelitian mendatang meningkatkan kualitas pengumpulan data kepemilikan perusahaan, misalnya bekerjasama dengan lembaga penelitian khusus dan pemanfaatan data primer sebagai verifikasi data laporan emiten. Perlu pengelompokan data observasi sesuai jenis industri untuk memperoleh analisis yang lebih dalam. Alternatif penggunaan metode non *dummy* sehingga besaran koefisien masing-masing variabel yang diteliti dapat diinterpretasikan. Mempertimbangkan menambah proksi biaya keagenan yang dapat menjelaskan lebih baik dari proksi sebagai biaya operasi manajerial dan sebagai tingkat perputaran aset.

DAFTAR PUSTAKA

- Achmad, T. 2008. "Concentrated Family Ownership Structures Weakening Corporate Governance: A Developing Country Story, The Case of Indonesia Companies." *Jurnal Manajemen Akuntansi & Sistem Informasi*, Vol. 8, No. 2, pp. 118-134.
- _____, Rusmin, J. Neilson, dan G. Tower. 2011. "Concentrated Family Ownership Structures Weakening Corporate Governance: A Developing Country Story." *Corporate Ownership & Control*, Vol. 8, No. 2, pp. 96-107.
- Adam, T.L. 1992."Agency Theory: The Dilemma of Thomas C. Upham." *Transactions of the Charles S. Pierce Society*, Vol. 28, No. 3, pp. 547-568.
- Agrawal, A. dan G.N. Mandelker. 1990. "Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, No. 2, pp. 143-161.
- Anderson, C.W., T. Jandik, dan A. Mahija. 2001. "Determinants of Foreign Ownership in Newly Privatized Companies in Transitional Economies." *The Financial Review*. Vol. 37, pp. 161-176.
- Ang, J.S., R.A. Cole dan J.W. Lin. 2000. "Agency Costs and Ownership Structure." *The Journal of Finance*, Vol. 55, No.1, pp. 81-106.
- Arafat, W. 2011. *GCG, Strategy Execution with Balanced Scorecard Approach*. Skyrocketing Publishing.
- Arifin, Z. 2003. "Masalah Keagenan dan Mekanisme Kontrol pada Perusahaan dengan Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi yang Dikontrol Keluarga: Bukti dari Persusahaan Publik di Indonesia." *Disertasi Tidak Dipublikasikan*, Program Studi Ilmu Manajemen, Universitas Indonesia.

- Bauer, A., N. Günster, dan R. Otten. 2003. "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe." *Journal of Asset Management*, Vol. , No. , pp. 1-18.
- Beasley, M.S. and S.E. Salterio. 2001. "The Realationship Between Board Characteristics and Voluntary Improvements in Audit Committee Composition and Expearence." *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, pp. 539-570.
- Berger, P.G., E. Ofek, dan D.L. Yermack. 1997. "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions." *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 4, pp. 1411-1438.
- Berle, A. dan G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, USA: MacMillan.
- Brink, A. (Ed.). 2011. *Corporate Governance and Business Ethics*. Dordrecht, Germany: Springer.
- Broadman, H.C. 1999. "The Chinese State as Corporate Shareholder." *Finance and Development*, Vol. 36, pp. 52-56.
- Chen, G., M. Firth, dan L. Xu. 2009. "Does the Type of Ownership Control Matter? Evidence from China's Listed Companies." *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, pp. 171-181.
- Claessens, S., S. Djankov, J.P.H. Fan, dan L.H.P. Lang. 1999. "Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia." Working Paper yang tidak dipublikasikan. World Bank.
- Colley Jr, J.L., J.L. Doyle, G.W. Logan, dan W. Stettinius. 2003. *Corporate Governance, The McGraw-Hill Executive MBA Series*. New York, NY: McGraw-Hill.
- Daniri, M.A. 2005. *Good Corporate Governance – Konsep dan Penerapannya dalam Konteks Indonesia*. Jakarta: Ray Indonesia.
- Eisenhardt, K.M. (1989). "Agency Theory: An Assessment and Review." *Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1, pp. 57-74.
- Firth, M., P.M.Y. Fung dan O.M. Rui. 2008. "Ownership, Governance Mechanisms, and Agency Costs in China's Listed Firms." *Journal of Asset Management*, Vol. 9, No. 2, pp. 90-101.
- Fishman, R. 2001. "Its Not what You Know, Estimating the Value of Political Connections." *American Economic Review*, Vol. 91, pp. 1095-1102.
- Florackis, C. 2008. "Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms." *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4, No.1, pp. 37-59.
- Ghosh, A., A. Marra, dan D. Moon. 2010. "Corporate Boards, Audit Committees, adn Earnings Management: Pre-and Post-SOX Evidence." *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 37, No. 9 & 10, pp. 1145-1176.
- Ghozali, I. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS*. Ed. 3. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- _____. 2006. *Statistik Non-Parametrik, Teori & Aplikasi dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Gujarati, D.N. 1995. *Basic Econometrics*. Ed. 3, New York: McGraw-Hill Inc.
- Gul, F.A. dan J.S.L Tsui. 2004. *The Governance of East Asian Corporation, Post Asian Financial Crisis*. Hampshire, New York: Palgrave MacMillan.
- Haron, H. 2009. *Corporate Governance Failure, How Would Effective Internal and External Monitoring Mechanisms Help?* Malaysia: Penerbit Universiti Sains Malaysia.
- Hart, O. 1995. "Corporate Governance: Some Theory and Implications." *The Economic Journal*, Vol. 105, pp. 678-689.
- Henry, D. 2008. "Agency Costs, Corporate Governance and Ownership Structure: Evidence from Australia." Paper tidak dipublikasikan. Victoria Australia: La Trobe University. http://69.175.2.130/~finman/Orlando/Papers/Agency_costs_governance_ownership.pdf
- Hsiao, C. 2006. *Analysis of Panel Data*. 3rd Ed. Cambridge, USA: Cambridge University Press.
- Jensen, M.C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review*, Vol 76, No.2, pp. 323-329.
- _____. 1993. "Presidential Address: The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems." *Journal of Finance*, Vol 48, pp. 831-880.
- _____. dan W.H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Johnson, S. dan T. Mitton. 2003. "Cronyisms and Capital Controls: Evidence from Malaysia." *Journal of Financial Economics*, Vol 67, pp.351-382.
- Kaen, F.R. 2003. *A Blueprint for Corporate Governance- Strategy, Accountability, and the Preservation of Shareholder Value*. New York, New York: American Management Association – Amacom.
- Knell, A. 2006. *Corporate Governance – How to Add Value to Your Company, A Practical Implementation Guide*. New York: CIMA Publishing.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. 2006. *Pedoman Umum Good Corporate Governance*. Jakarta.
- _____. 2010. *Pedoman Umum Good Public Governance*. Jakarta.
- Kusnadi, Y. 2003. "Corporate Cash Holdings and Corporate Governance Mechanism." *Paper disajikan di Hong Kong University of Science dan di National University of Singapore*, December 2003.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, dan A. Shleifer. (1999). "Corporate ownership around the world." *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, pp. 471-517.
- Lukviarman, N. 2004. "Ownership Structure and Firm Performance: The Case of Indonesia," *Disertasi Tidak Dipublikasikan*, Curtin University of Technology.
- Nadler, D.A., B.A. Behan, dan M.B. Nadler. 2006. *Building Better Boards- A Blueprint for Effective Governance*. Editors. San Fransisco, California: Jossey-Bass, A Wiley Imprint.

- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). 2004. *OECD Principles of Corporate Government*, Paris, Perancis: OECD.
- Pound, J. 1988. "Proxy Contests and Efficiency of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 237-265.
- Purwanto, A. 2009. "Karakteristik Perusahaan, Praktik Corporate Governance, Keputusan Keuangan, Perataan Laba dan Nilai Perusahaan." *Jurnal Manajemen Akuntansi dan Sistem Informasi*, Vol. 9, No. 2, pp. 175-189.
- Sekaran, U. 2003. *Research Methods for Business- A Skill Building Approach*. New York, NY: John Wiley & Sons, Inc.
- Shaw, J.C. 2003. *Corporate Governance and Risk, A System Approach*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Shleifer, A. dan R.W. Vishny. 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, pp. 461-488.
- _____. dan R.W. Vishny. 1994. "Politicians and Firm." *The Quarterly Journal of Economics*, November, pp. 995-1025.
- _____. dan R.W. Vishny. 1997. "a Survey of Corporate Governance." *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp. 737-783.
- _____. 1998. "State versus Private Ownership." *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, No. 4, pp. 133-150.
- Singh, M. dan W.N. Davidson III. 2003. "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms." *Journal of Banking & Finance*, Vol 27, pp. 793-816.
- Siregar, S.V. dan S. Utama. 2006. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktik Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management)." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 9, No. 3, pp. 307-326.
- _____. dan S. Utama. 2008. "Type of Earning Management and the Effect of Ownership Structure, Firm Size, and Corporate-Governance Practices: Evidence from Indonesia." *The International Journal of Accounting*, Vol 43, pp. 1-27.
- Smith, A. 1776. *An Inquiry into the Nature and Causes of The Wealth of Nations* (reprint 1937 ed.). The Modern Library: Adam Smith Reference Archive (marxists.org) 2000.
- Turner, L.E. 2001. "Quality, Transparency, Accountability." Presentasi Benchmarking the Quality of Earnings? Conference, New York, NY, 26 April 2001.
- Tyas, AAWP. 2010. "Dampak Krisis Keuangan Global terhadap Industri Properti di Indonesia." Paper dalam referensi elektronik Universitas Esa Unggul. <http://www.esaunggul.ac.id/index.php?id=108&mib=prodi&nav=artikel.detail&sid=4&title=Dampak%20Krisis%20Keuangan%20Global%20Terhadap%20Industri%20Properti%20di%20Indonesia>, diunduh pada Juni 2011.
- Vafeas, N. 1999. "Board Meeting Frequency and Firm Performance." *Journal Financial Economics*, Vol. 53, pp. 113-142.

- Watts R.L. dan J.L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall., Inc.
- Wright, P., A.Mukherji dan M.J.Kroll. 2001. "A Reexamination of Agency Theory Assumptions: Extensions and Extrapolations." *Journal of Socio-Economics*, Vol 30, No. 5, pp. 413-429.
- Yermack, D. 1996. "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors." *Journal Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185-211.