

Dewan Komisaris dan Biaya Utang

Citra Sarasmitha*, Bambang Subroto, Aulia Fuad Rahman

Magister Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya, Indonesia

Abstract

This study examine the effect of board stock ownership, board size, frequency of board meeting, and the independence of the board against the cost of debt (bonds). The population in this study is a bond that has a yield to maturity ($t + 1$) number in the period 2012-2016. The sample method used is purposive sampling. Methods of data analysis using multiple regression. The results of this research indicate that board stock ownership, board size, the frequency of meetings of the board, and the independence of the board does not affect the cost of debt (bond). The results of the first and second sensitivity test show that board stock ownership, board size, the frequency of meetings of the board, and the independence of the board do not affect the bond rating. The research finding show that the board of commissioners has not been able to contribute to the reduction in bond debt costs. The results of this study are in line with the phenomenon in Indonesia that there are only 4 public companies that entered the ASEAN 50 TOP award of the Asean Corporate Governance Scorecard in 2017. These conditions illustrate that corporate governance in Indonesia is still weak. The results of this study are not able to support agency theory and theory of the firm. The results of this study can be used by OJK to improve the standards of the board.

Keywords: Cost of Debt; Bond; Yield to Maturity; Board of Commissioner; Bond Rating

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan saham oleh dewan komisaris, ukuran dewan komisaris, frekuensi rapat dewan komisaris, dan independensi dewan komisaris terhadap biaya utang obligasi. Populasi penelitian adalah obligasi yang memiliki angka yield to maturity ($t+1$) di periode tahun 2012-2016. Metode sampel yang digunakan adalah purposive sampling. Teknik analisis data menggunakan regresi berganda. Hasil penelitian 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 dan kedua menunjukkan kepemilikan saham oleh dewan komisaris, ukuran dewan komisaris, frekuensi rapat dewan komisaris dan independensi dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Temuan penelitian menunjukkan bahwa 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 ASEAN 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 OJK untuk memperbaiki standar dewan komisaris.

Kata Kunci: Biaya Utang; Obligasi; Yield to Maturity; Dewan Komisaris; Peringkat Obligasi

Permalink/DOI : <https://doi.org/10.21067/jem.v14i2.2511>

Cara mengutip : Sarasmitha, C., Subroto, B., & Rahman, A. (2018). Dewan Komisaris dan Biaya Utang. *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, 14(2), 88-100. <https://doi.org/10.21067/jem.v14i2.2511>

Sejarah Artikel : Artikel diterima : Maret 2018; direvisi April 2018; diterima Juni 2018

Pendahuluan

Pilihan sumber pendanaan suatu perusahaan publik dapat dikatakan sebagai keputusan yang mampu mempengaruhi nilai perusahaan (Masri & Martani, 2012). Pemilihan sumber pendanaan untuk perusahaan 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 terkait adanya transfer kekayaan dari pemberi pinjaman ke pemegang saham dapat dijelaskan dalam *theory of the firm* (Jensen & Meckling, 1976). Kekhawatiran atas adanya transfer kekayaan menyebabkan pemberi pinjaman akan menetapkan biaya pengawasan atas kinerja direksi dalam menggunakan utang tersebut. Biaya pengawasan yang diberikan oleh pemberi pinjaman tersebut dengan cara menetapkan tingkat pengembalian (*return*) yang tinggi 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).

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 memiliki kebutuhan atas sumber pendanaan utang. 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 pengamatan penulis, 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%.

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 bahwa penerapan tata kelola korporat yang baik merupakan hasil kerja efektif para anggota Dewan Komisaris dalam melakukan tugas pengawasan. Dewan Komisaris memiliki tanggungjawab atas integritas laporan keuangan yang dibuat oleh direksi (Anderson *et al.*, 2004). Selain itu, laporan keuangan merupakan salah satu syarat administrasi yang harus ada dalam perjanjian kontrak utang (Kennedy & Landau, 1967) Laporan keuangan yang memiliki integritas tinggi akan mempengaruhi kepercayaan pemberi pinjaman terhadap kinerja perusahaan sehingga dapat menurunkan biaya utang.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk memprediksi hubungan efektifitas kinerja dewan komisaris terhadap penurunan biaya utang terutama di negara-negara maju seperti Amerika Serikat, Inggris, dan Spanyol (Anderson *et al.*, 2004; Bhojraj & Sengupta, 2003; Ertugrul & Hegde, 2008; Lorca *et al.*, 2011; Piot & Piera, 2007; Sengupta, 1998). Hasil penelitian Lorca *et al.* (2011) menunjukkan kepemilikan oleh dewan komisaris dan frekuensi rapat dewan berpengaruh negatif terhadap biaya utang. Hal ini menjelaskan bahwa kepemilikan oleh dewan komisaris dan frekuensi rapat dewan efektif untuk mengurangi biaya utang perusahaan (Anderson *et al.*, 2004; Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Ertugrul & Hegde, 2008).

Hasil penelitian Lorca *et al.* (2011) juga menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan linear antara ukuran dewan komisaris terhadap biaya utang dengan titik

balik pada angka 15 dewan direksi. Menurut Lorca et al. (2011) hal ini sesuai dengan peraturan yang berlaku di negara Spanyol bahwa anggota dewan direksi suatu perusahaan maksimal terdiri dari 15 orang. Selanjutnya independensi dewan komisaris dan *board expertise* menunjukkan hasil tidak berpengaruh terhadap biaya utang. Hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa independensi dan *board expertise* berpengaruh terhadap biaya utang (Anderson et al., 2004; Ashbaugh-Skaife et al., 2006; Bhojraj & Sengupta, 2003; Piot & Piera, 2007)

Namun demikian, penelitian yang mengkhususkan terkait biaya utang dan efektivitas dewan komisaris masih jarang ditemui di negara Indonesia. Oleh sebab itu, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui peran dewan komisaris terhadap penurunan biaya utang di Indonesia melewati proksi variabel kepemilikan saham oleh dewan komisaris, ukuran dewan komisaris, rapat dewan komisaris, dan independensi dewan komisaris. Selain itu, penelitian ini juga akan menggunakan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan dan tingkat inflasi. Keberadaan variabel kontrol diharapkan dapat memberikan model empiris yang lebih lengkap dan lebih baik (Hartono, 2014). Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran kepada pihak regulator dalam memperbaiki kualitas dewan komisaris sebagai salah satu cara menurunkan biaya utang obligasi.

Pengembangan Hipotesis Kepemilikan Saham dan Penurunan Biaya Utang

Kepemilikan oleh dewan komisaris adalah ukuran persentase saham yang dimiliki oleh dewan komisaris. Jensen & Meckling (1976) dalam *theory of the firm* menjelaskan 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. Jajaran dewan komisaris berkontribusi dalam kepemilikan perusahaan dan berkebutuhan untuk meningkatkan pengawasannya, hal ini akan memberikan manfaat bagi para pemegang obligasi (Ashbaugh-Skaife et al., 2006; Lorca et al., 2011). 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). Penurunan risiko kebangkrutan akan berdampak pada penurunan biaya utang obligasi yang dibebankan oleh pemegang obligasi kepada perusahaan. Oleh karena itu hipotesis pada penelitian ini sebagai berikut :

H₁: Semakin tinggi kepemilikan saham oleh dewan komisaris, maka biaya utang semakin rendah.

Ukuran Dewan Komisaris dan Penurunan Biaya Utang

Ukuran dewan komisaris diukur menggunakan jumlah dewan komisaris yang bergabung. Terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang menjelaskan bahwa ukuran dewan komisaris merupakan proksi efektivitas dewan komisaris. Jensen (1993) menjelaskan bahwa ukuran dewan komisaris seharusnya dipertahankan pada jumlah kecil. Hal ini karena jumlah kecil pada ukuran dewan komisaris akan memudahkan dewan komisaris dalam proses pengambilan keputusan. Namun pendapat tersebut bertolak belakang dengan pendapat beberapa penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa semakin besar ukuran dewan komisaris akan memberikan fungsi pengawasan yang lebih baik terhadap proses akuntansi yang selanjutnya akan menurunkan biaya utang perusahaan (Anderson et al., 2004; Piot & Piera, 2007). Oleh karena itu hipotesis pada penelitian ini sebagai berikut :

H₂: Semakin besar ukuran dewan komisaris, maka biaya utang semakin rendah.

Frekuensi Rapat Dewan Komisaris dan Penurunan Biaya Utang

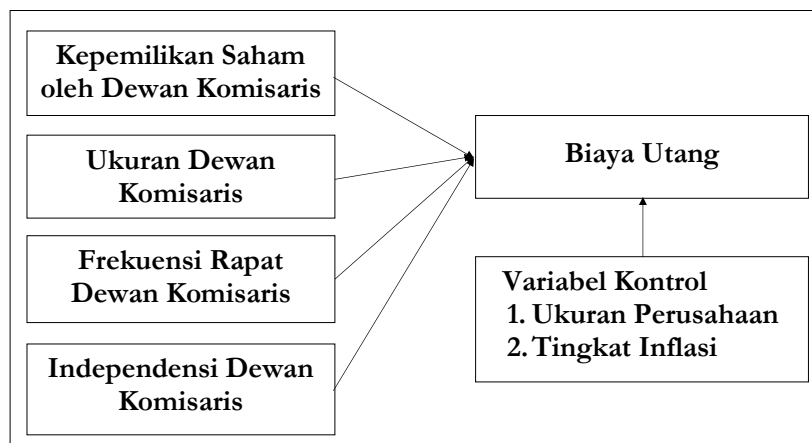
Frekuensi rapat dewan komisaris dihitung berdasarkan jumlah rapat dewan komisaris selama satu tahun. Lin *et al.* (2014) berpendapat bahwa tingginya frekuensi rapat dewan komisaris menunjukkan kualitas kegiatan supervisi dewan komisaris yang mampu meningkatkan performa proses akuntansi perusahaan. Pendapat ini didukung dengan hasil penelitian terdahulu bahwa frekuensi rapat anggota dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap biaya utang (Anderson *et al.*, 2004; Lorca *et al.*, 2011). Frekuensi rapat jajaran dewan komisaris memberikan gambaran kepada pemegang obligasi bahwa dewan komisaris turut aktif atau tidak dalam menjalankan fungsi pengawasan kinerja dewan direksi. 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). Berdasarkan penjelasan tersebut maka hipotesis pada penelitian adalah :

H₃: Semakin banyak frekuensi rapat dewan komisaris, maka biaya utang semakin rendah.

Independensi Dewan Komisaris dan Penurunan Biaya Utang

Independensi dewan komisaris diukur dengan menggunakan proporsi persentase dewan komisaris independen dalam jajaran dewan komisaris. Anggota komisaris independen yang merupakan pihak luar (*outsider*) diharapkan memiliki sikap lebih obyektif terhadap permasalahan seperti *fraud* yang ditimbulkan oleh pihak direksi (Anderson *et al.*, 2004; Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Bhojraj & Sengupta, 2003; Fama & Jensen, 1983; Piot & Piera, 2007). 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. Oleh karena itu hipotesis pada penelitian ini adalah:

H₄: Semakin banyak jumlah komisaris independen maka biaya utang semakin rendah.



Gambar 1: Model Penelitian

Ukuran Perusahaan dan Inflasi terhadap Biaya Utang

Ukuran perusahaan dan inflasi pada penelitian ini merupakan variabel kontrol. Adanya variabel kontrol diharapkan dapat memberikan model empiris yang lebih lengkap dan lebih baik (Hartono, 2014). Variabel kontrol di dalam model penelitian yaitu ukuran perusahaan dan tingkat inflasi. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil risiko gagal bayar yang diterima oleh kreditur (Anderson *et al.*, 2004; Lorca *et al.*, 2011; Setyaningrum, 2005). Sementara itu, 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). Dengan demikian, ukuran perusahaan dan tingkat inflasi sangat berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi.

Metode

Penelitian ini mereplikasi dan mengembangkan penelitian yang dilakukan oleh Lorca *et al.* (2011) terkait dengan biaya utang yang dipengaruhi oleh efektivitas dewan komisaris. Kepemilikan oleh dewan komisaris adalah kepemilikan saham oleh dewan komisaris yang diukur dari seluruh jumlah saham perusahaan yang beredar (Lorca *et al.*, 2011 (Anderson *et al.*, 2004; Setyaningrum, 2005). Proksi ukuran dewan komisaris dengan menghitung jumlah seluruh anggota dewan komisaris di dalam perusahaan pengamatan (Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Lorca *et al.*, 2011; Setyaningrum, 2005). Proksi frekuensi rapat dewan

komisaris di dalam penelitian ini diukur berdasarkan jumlah rapat yang dilaksanakan oleh dewan komisaris selama 1 tahun (Anderson *et al.*, 2004; Lorca *et al.*, 2011). Pengukuran proksi independensi dewan komisaris dihitung dari banyaknya jumlah dewan komisaris independen dalam jajaran dewan komisaris (Anderson *et al.*, 2004; Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Bhojraj & Sengupta, 2003; Lorca *et al.*, 2011; Piot & Piera, 2007). Proksi variabel dependen yang digunakan di dalam penelitian ini menggunakan angka *yield to maturity* (YTM) (Bhojraj & Sengupta, 2003; Sengupta, 1998). Sampel penelitian diambil berdasarkan metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu (tabel 1).

Penelitian ini juga akan melakukan uji sensitivitas terhadap hasil uji hipotesis. Pengujian sensitivitas 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*. Uji sensitivitas kedua yang akan diuji di dalam penelitian ini adalah dengan mengeluarkan *outlier* yang terdapat di dalam sampel penelitian. Setelah *outlier* dikeluarkan, maka akan diuji ulang menggunakan regresi.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam tahun pengamatan 2012-2016 yaitu terdiri dari 200 data. Pemilihan sampel di dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* hingga didapatkan sebanyak 110 data. Ada-

Tabel. 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

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Rata-rata	Min	Maks	Standar Deviasi
Biaya utang obligasi	9,76%	7,13%	14,30%	0,01073647
Kepemilikan saham oleh dewan komisaris	0,50%	0,00%	26,26%	0,03019964
Ukuran dewan komisaris	5	2	10	1,85944829
Rapat dewan komisaris	12	1	51	10
Independensi dewan komisaris	42%	17%	100%	0,16041980
Ukuran perusahaan	13,2912	10,1575	14,3677	0,59891900
Tingkat inflasi	5,86%	3,02	8,79	0,01759495

Sumber: Data diolah, 2018

Tabel 3. Uji T – Uji Hipotesis

Variabel	t	sig. (one tailed)	Keterangan	
Kepemilikan saham → Biaya utang - ytm	-0,092	0,464	tidak sig	Ditolak
Ukuran komisaris → Biaya utang - ytm	1,332	0,907	tidak sig	Ditolak
Rapat Komisari → Biaya utang - ytm	2,120	0,982	tidak sig	Ditolak
Independensi komisaris → Biaya utang - ytm	2,618	0,995	tidak sig	Ditolak
Ukuran perusahaan → Biaya utang - ytm	-2,425	0,009	sig (-)	Diterima
Tingkat inflasi → Biaya utang - ytm	3,966	0,000	sig (+)	Diterima

Sumber: Data diolah, 2018

pun teknik analisis data pada penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda.

Hasil

Pada tabel 2 diketahui bahwa biaya utang memiliki rata-rata 9,76% dengan nilai standar deviasi sebesar 0,01. variabel kepemilikan saham oleh dewan komisaris memiliki rata-rata 0,5% dengan standar deviasi 0,03. Variabel ukuran dewan komisaris memiliki rata-rata 5 dengan standar deviasi 1,85. Variabel rapat dewan komisaris memiliki rata-rata 12 dengan standar deviasi 10. Variabel independensi dewan komisaris memiliki rata-rata 42% dengan standar deviasi 0,16. Variabel ukuran perusahaan memiliki rata-rata 13,29 dengan standar deviasi 0,59 serta Variabel tingkat inflasi memiliki nilai rata-rata 5,86 dengan standar deviasi 0,017.

Model penelitian telah lolos uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas data, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heterokedastisitas data, uji multikolinieritas,

uji autokorelasi, dan uji heterokedastisitas. Hasil output menunjukkan nilai Kolmogorov-Smirnov (K-S) sebesar 0,755 dan nilai signifikan 0,619 > α 0,05. Hal tersebut menjelaskan residual dalam model penelitian telah terdistribusi normal. Nilai tolerance setiap variabel independen telah lebih dari 0,1 dan nilai VIF kurang dari 10. Sehingga, dapat disimpulkan model penelitian telah terbebas multikolinieritas. Semua variabel independen memiliki nilai signifikansi > α 0,05. Hal ini menjelaskan bahwa semua variabel telah lolos uji heterokedastisitas. Hasil uji autokorelasi menunjukkan nilai signifikansi sebesar 1,000 > 0,05. Hal tersebut menjelaskan tidak terdapat permasalahan autokorelasi di dalam model regresi yang diajukan. Setelah uji asumsi klasik telah terpenuhi, maka model dianalisis menggunakan regresi berganda.

Pada tabel 3 diketahui probabilitas variabel independen kepemilikan saham oleh dewan komisaris *one tailed* adalah 0,464 > α 0,05 dan nilai *t statistics* -0,092 < t tabel

1,64. Maka, variabel kepemilikan saham oleh dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap variabel biaya utang-ytm. Nilai probabilitas variabel ukuran dewan komisaris *one tailed* adalah $0,907 > \alpha 0,05$ dan nilai *t statistic* $1,332 < 1,64$. Maka, variabel ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap variabel biaya utang-ytm. Nilai probabilitas variabel rapat dewan komisaris adalah $0,982 > \alpha 0,05$, nilai *t statistic* adalah $2,120 > 1,64$. Maka, variabel rapat dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap variabel biaya utang-ytm. Nilai probabilitas variabel independensi dewan komisaris adalah $0,995 > \alpha 0,05$, nilai *t statistic* adalah $2,618 > 1,64$. Maka, variabel independensi dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap variabel biaya utang-ytm. Nilai probabilitas variabel ukuran perusahaan adalah $0,009 < \alpha 0,05$, nilai *t statistic* adalah $2,425 > 1,64$, dan koefisien beta negatif. Maka variabel ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap variabel biaya utang-ytm. Nilai probabilitas variabel tingkat inflasi adalah $0,000 < \alpha 0,05$, nilai *t statistic* adalah $3,966 > 1,64$, dan koefisien beta positif. Maka, variabel tingkat inflasi berpengaruh positif terhadap variabel biaya utang-ytm.

Koefisien determinasi R^2 menunjukkan nilai 24,3%. Hal ini menjelaskan bahwa variabel tingkat inflasi, kepemilikan saham oleh dewan, ukuran dewan komisaris, lnrapat dewan komisaris, independensi dewan komisaris, dan ukuran perusahaan bersama-sama mempengaruhi variabel biaya utang-ytm sebesar 24,3%.

Hasil Uji Sensitivitas I

Uji sensitivitas I yaitu dengan cara mengganti pengukuran variabel dependen biaya utang-obligasi yang sebelumnya menggunakan nilai *yield to maturity* diganti dengan peringkat obligasi. Pada tabel 4 dapat diketahui nilai signifikansi variabel kepemilikan saham oleh dewan komisaris *one tailed* sebesar $0,891 > \alpha 0,05$ dan nilai *t-statistic* $-1,237 < t$ tabel 1,64. Sehingga, dapat dijelaskan variabel kepemilikan saham

oleh dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap variabel peringkat obligasi. Nilai signifikansi variabel ukuran dewan komisaris sebesar $0,752 > \alpha 0,05$ dan nilai *t statistic* $0,682 < t$ tabel 1,64. Sehingga, dapat disimpulkan variabel ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap variabel peringkat obligasi. Nilai signifikansi variabel rapat dewan komisaris sebesar $0,990 < \alpha 0,05$ dan nilai *t statistic* $2,347 > t$ tabel 1,64. Sehingga, dapat disimpulkan variabel rapat dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap variabel peringkat obligasi. Nilai signifikansi variabel independensi dewan komisaris sebesar $0,930 < 0,05$ dan nilai *t-statistic* $2,500 > t$ tabel 1,64. Sehingga, dapat disimpulkan variabel independensi dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap variabel peringkat obligasi. Nilai signifikansi variabel kontrol ukuran perusahaan yaitu sebesar $0,000 < \alpha 0,05$ dan nilai *t-statistic* $2,347 > t$ tabel 1,64 serta koefisien beta positif. Sehingga, dapat disimpulkan variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap variabel peringkat obligasi. Nilai signifikansi variabel kontrol tingkat inflasi yaitu sebesar $0,036 > \alpha 0,05$ dan nilai *t-statistic* $1,819 > 1,64$ serta koefisien beta negatif. Sehingga, dapat disimpulkan variabel tingkat inflasi berpengaruh negatif terhadap variabel peringkat obligasi.

Koefisien determinasi R^2 menunjukkan nilai 35,9%. Hasil tersebut menjelaskan variabel independen yang terdiri dari kepemilikan saham oleh dewan, ukuran dewan komisaris, rapat dewan komisaris, independensi dewan komisaris, ukuran perusahaan, dan tingkat inflasi bersama-sama mempengaruhi variabel peringkat obligasi sebesar 35,9%.

Hasil Uji Sensitivitas II

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

Tabel 4. Uji T – Uji Sensitivitas I

Variabel	t	sig. (one tailed)	Keputusan	
Kepemilikan saham → Peringkat obligasi	-1,237	0,891	tidak sig	Ditolak
Ukuran komisaris → Peringkat obligasi	0,682	0,752	tidak sig	Ditolak
Rapat Komisari → Peringkat obligasi	-2,347	0,990	tidak sig	Ditolak
Independensi komisaris → Peringkat obligasi	-2,500	0,930	tidak sig	Ditolak
Ukuran perusahaan → Peringkat obligasi	5,078	0,000	sig (+)	Diterima
Tingkat inflasi → Peringkat obligasi	-1,819	0,036	sig (-)	Diterima

Sumber : Data diolah, 2018

Tabel 5. Uji T – Uji Sensitivitas II

Variabel	t	sig. (one tailed)	Keputusan	
Kepemilikan saham → Peringkat obligasi	1,636	0,947	tidak sig	Ditolak
Ukuran komisaris → Peringkat obligasi	1,527	0,935	tidak sig	Ditolak
Rapat Komisari → Peringkat obligasi	1,984	0,975	tidak sig	Ditolak
Independensi komisaris → Peringkat obligasi	2,331	0,989	tidak sig	Ditolak
Ukuran perusahaan → Peringkat obligasi	-3,082	0,0015	sig (-)	Diterima
Tingkat inflasi → Peringkat obligasi	3,503	0,0005	sig (+)	Diterima

Sumber : Data diolah, 2018

Pada tabel 5 dapat diketahui nilai signifikansi variabel kepemilikan saham oleh dewan komisaris sebesar $0,947 > \alpha 0,05$ dan nilai *t-statistic* $1,636 < t$ tabel 1,64. Sehingga, dapat disimpulkan variabel kepemilikan saham oleh dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap variabel biaya utang-ytm. Nilai signifikansi variabel ukuran dewan komisaris sebesar $0,935 > \alpha 0,05$ dan nilai *t statistic* $1,527 < t$ tabel 1,64. Sehingga, dapat disimpulkan variabel ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap variabel biaya utang-ytm. Nilai signifikansi variabel rapat dewan komisaris sebesar $0,975 > \alpha 0,05$ dan nilai *t statistic* $1,984 > t$ tabel 1,64. Sehingga, dapat disimpulkan variabel rapat dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap variabel biaya utang-ytm. Nilai signifikansi variabel independensi dewan komisaris sebesar $0,989 > 0,05$ dan nilai *t-statistic* $2,331 > t$ tabel 1,64. Sehingga, dapat disimpulkan variabel independensi dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap variabel biaya utang-ytm. Nilai signifikansi variabel kontrol ukuran

perusahaan yaitu sebesar $0,0015 < \alpha 0,05$ dan nilai *t-statistic* $3,082 > t$ tabel 1,64 serta koefisien beta negatif. Sehingga, dapat disimpulkan variabel ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap variabel biaya utang-ytm. Nilai signifikansi variabel kontrol tingkat inflasi yaitu sebesar $0,0005 < \alpha 0,05$ dan nilai *t-statistic* $3,446 > 1,64$ serta koefisien beta positif. Sehingga, dapat disimpulkan variabel tingkat inflasi berpengaruh positif terhadap variabel biaya utang-ytm.

Koefisien determinasi R^2 adalah sebesar 28,9%. Hasil tersebut menjelaskan variabel independen yang terdiri dari kepemilikan saham oleh dewan, ukuran dewan komisaris, rapat dewan komisaris, independensi dewan komisaris, ukuran perusahaan, dan tingkat inflasi bersama-sama mempengaruhi variabel *cod-ytm* sebesar 28,9%. Dengan demikian, berdasarkan hasil uji sensitivitas I dan II yang menunjukkan hasil konsisten, maka hasil signifikansi pada uji hipotesis telah konsisten dan valid.

Kepemilikan Saham dan Penurunan Biaya Utang

Hasil penelitian menunjukkan variabel independen kepemilikan saham oleh dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi di Indonesia (Juniarti & Sentosa, 2009; Setyaningrum, 2005). 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. Dewan komisaris dianggap tidak memiliki peran dominan dalam mengendalikan kebijakan utang perusahaan (Sujoko & Soebiantoro, 2007). Sehingga, kepemilikan saham oleh dewan komisaris dengan persentase rendah tidak mampu mempengaruhi kreditur untuk mengambil keputusan atas penilaiannya terhadap perusahaan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) di Amerika Serikat dan Lorca *et al.* (2011) di Spanyol yang menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh dewan komisaris dapat menurunkan biaya utang.

Ukuran Dewan Komisaris dan Penurunan Biaya Utang

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Ukuran dewan komisaris tidak selalu memberikan keuntungan terhadap pihak kreditur atau pemegang obligasi. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi di Indonesia Setyaningrum (2005) dan di Spanyol (Lorca *et al.*, 2011). Setyaningrum (2005) menjelaskan semakin banyak anggota dewan komisaris maka semakin tinggi tindakan *free-riding* yang mungkin dilakukan untuk menguntungkan diri sendiri. 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, menurut penulis bahwa pemegang obligasi merasa jika keberadaan dewan komisaris tidak memberikan biaya efektif terhadap perusahaan. Dewan komisaris yang besar juga dinilai tidak berperan banyak terhadap penurunan risiko gagal bayar. Hasil tersebut berbeda dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris mampu menurunkan biaya utang (Anderson *et al.*, 2004; Piot & Piera, 2007).

Frekuensi Rapat Dewan Komisaris dan Penurunan Biaya Utang

Hasil penelitian menunjukkan bahwa frekuensi rapat dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Namun, koefisien positif di dalam hasil penelitian terdapat pengaruh positif antara variabel independen terhadap variabel dependennya. Hasil penelitian ini identik dengan pendapat Jensen, (1993) yang menyebutkan rapat dewan komisaris meningkat seiring adanya permasalahan di dalam perusahaan. Mayoritas perusahaan telah mengadakan rapat tahunan dewan komisaris di awal tahun. Namun jika rapat tahunan melebihi agenda, hal ini mengindikasikan terjadi permasalahan yang serius sehingga dewan komisaris diperlukan untuk berkoordinasi dan mengambil keputusan dengan cepat. 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. 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 tambahan jika memang diperlukan untuk kondisi tertentu. Sehingga, 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. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa frekuensi rapat dewan komisaris berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi (Anderson *et al.*, 2004; Lin *et al.*, 2014; Lorca *et al.*, 2011).

Independensi Dewan Komisaris dan Penurunan Biaya Utang.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap biaya utang-obligasi. Hal ini berarti bahwa keberadaan komisaris independen yang seharusnya bersikap objektif dalam melakukan pengawasan dapat diragukan (Jensen, 1993). 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). Sementara itu, Setyaningrum (2005) menilai penunjukan 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. Hasil penelitian ini tidak sejalan

dengan hasil penelitian yang dapat menunjukkan bahwa terdapat pengaruh independensi dewan komisaris terhadap penurunan biaya utang (Anderson *et al.*, 2004; Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Bhojraj & Sengupta, 2003; Piot & Piera, 2007).

Ukuran Perusahaan dan Inflasi terhadap Biaya Utang

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap biaya utang-obligasi. Hal tersebut telah sesuai dengan prediksi penulis sehingga menjadikan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol di dalam model penelitian. Hasil pengujian hipotesis tersebut telah sesuai dengan hasil penelitian-penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap biaya utang-obligasi (Anderson *et al.*, 2004; Lorca *et al.*, 2011; Setyaningrum, 2005). Perusahaan yang memiliki aset lebih banyak cenderung memiliki kondisi keuangan yang lebih baik sehingga berpengaruh terhadap tingginya kepercayaan kreditur dan menurunkan biaya utang. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa variabel kontrol tingkat inflasi berpengaruh positif terhadap biaya utang-obligasi. Tingginya tingkat inflasi akan menyebabkan tingginya risiko yang diterima oleh para pemegang surat berharga (Nurfauziah & Setyarini, 2004). Oleh sebab itu, ketika tingkat inflasi meningkat maka 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.

Uji Sensitivitas I dan II

Pengujian 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 menurut penulis karena kepemilikan saham oleh dewan komisaris di perusahaan terdaftar di Indonesia masih tergolong minoritas. Sehingga, dewan komisaris tidak mendapatkan kepercayaan dari kreditur untuk mampu mempengaruhi risiko gagal bayar yang dikhawatirkan oleh kreditur.

Pengujian 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.

Pengujian 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.

Pengujian 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 beranggapan bahwa dewan komisaris masih di bawah pengaruh pihak direksi perusahaan sehingga hasil keputusan dewan komisaris belum objektif.

Pengujian 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. Selain itu juga dibuktikan 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. Sehingga, keadaan tersebut memberikan sensitivitas lebih terhadap obligasi.

Simpulan

Simpulan pada penelitian ini bahwa kepemilikan saham oleh dewan komisaris tidak dapat mempengaruhi tingkat biaya utang-obligasi, hal ini karena rendahnya persentase kepemilikan saham oleh dewan komisaris pada suatu perusahaan. Ukuran dewan komisaris dalam suatu perusahaan juga tidak berhasil mempengaruhi tingkat biaya utang-obligasi, hal ini karena besarnya dewan komisaris sebenarnya mengakibatkan beban biaya perusahaan semakin tinggi. Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa semakin banyak jumlah komisaris independen tidak mempengaruhi biaya utang-obligasi perusahaan yang disebabkan kreditur cenderung meragukan kredibilitas komisaris independen yang pada dasarnya ditunjuk oleh dewan direksi. Selanjutnya, penelitian ini dapat menunjukkan bahwa tingginya frekuensi rapat dewan komisaris tidak mempengaruhi biaya utang-obligasi yang disebabkan kreditur beranggapan bahwa dewan komisaris yang intensif mengadakan rapat sebenarnya melakukan koordinasi terkait permasalahan serius yang terjadi di perusahaan. Hasil penelitian ini membuktikan sedikitnya jumlah perusahaan Indonesia yang masuk di 50 sejalan ASEAN penghargaan Asean Corporate Governance Scorecard pada tahun 2017. Hal ini merupakan salah satu bukti bahwa tata kelola perusahaan di Indonesia masih lemah.

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.

Peneliti menyadari bahwa penelitian ini memiliki keterbatasan-keterbatasan. Penelitian ini menggunakan data sampel yang diambil pada tahun 2011-2016. Artinya, data sampel berjarak hingga 2 tahun sejak penelitian ini diselesaikan tahun 2018. Dalam hal ini, peneliti mengalami kendala pada batas waktu proses pengumpulan data. Sehingga, saran bagi peneliti selanjutnya untuk memperhitungkan waktu pengumpulan data.

Daftar Pustaka

- 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. doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004
- 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. doi:10.1086/344114
- Ertugrul, M., & Hegde, S. (2008). Board compensation practices and agency costs of debt. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 512-531.

Sarasmitha, Subroto & Rahman / Kegagalan Menurunkan Biaya Utang

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. doi:10.1086/467037
- Hartono, J. (2014). *Metodologi Penelitian Bisnis Salah Kaprah dan Pengalaman - Pengalaman* (6 ed.). Yogyakarta: BPFE.
- 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. doi:https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Juniarti, & Sentosa, A. A. (2009). Pengaruh Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure terhadap Biaya Hutang (Costs of Debt). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 11(2), 83-99.
- Kennedy, J. C., & Landau, I. R. (1967). Recent Developments in Debt Financing and Corporate Trust Administration. *The Business Lawyer*, 353-374.
- 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. doi:10.1080/14783363.2012.756751
- Lorca, C., Sánchez, J. P., & Meca, B. G. (2011). Board Effectiveness and Cost of Debt. *Journal of Business Ethics*, 100(4), 613-631.
- Masri, I., & Martani, D. (2012). *Pengaruh Tax Avoidance terhadap Cost of Debt.*, 1-28. Paper presented at the Simposium Nasional Akuntansi XV, Banjarmasin.
- Nurfauziah, & Setyarini, A. F. (2004). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Yield Obligasi Perusahaan (Studi Kasus Pada Industri Perbankan dan Industri Finansial). *Jurnal Siasat Bisnis*, 2(9), 241-256.
- Piot, C., & Piera, F. M. (2007). *Corporate governance, audit quality and the cost of debt financing of French listed companies.* Paper presented at the Communication présentée au 28ème Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Poitiers.
- 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), Universitas Indonesia, Jakarta.
- Sengupta, P. (1998). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 73(4), 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.
- Sujoko, & Soebiantoro, U. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi empirik pada perusahaan manufaktur dan non manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9(1), 41-48.