

# Pengaruh *Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure* terhadap Biaya Hutang (*Costs of Debt*)

Juniarti

Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Petra

Email: yunie@petra.ac.id

Agnes Andriyani Sentosa

Alumni Fakultas Ekonomi Universitas Krsiten Petra

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah *good corporate governance* dan *voluntary disclosure* berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*. *Good corporate governance* diproksikan dengan proporsi dewan komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kualitas audit. *Voluntary disclosure* diukur dengan menggunakan metode *scoring* atas kriteria *voluntary disclosure* yang telah ditetapkan. Penelitian ini menggunakan *debt to equity ratio* dan *firm size* sebagai variabel kontrol. Hasil penelitian membuktikan bahwa secara parsial kepemilikan institusional dan kualitas audit berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*. Sementara itu proporsi komisaris independen kepemilikan manajerial, *voluntary disclosure* dan variabel kontrol tidak berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*.

**Kata kunci:** *Good corporate governance, voluntary disclosure, costs of debt.*

## ABSTRACT

*This study is aimed to investigate the influences of good corporate governance and voluntary disclosure conducted by a company on its costs of debt.. Good corporate governance would be estimated by using the proportion of independent commissionare; managerial ownership; institutional ownership; and audit quality. Voluntary disclosure would however be calculated based on the scoring method of some selected criterias. The study also includes debt equity ratio and firm size as controlled variables in its estimated model. The result proves that institutional ownership and quality audit negative-significantly affect the companies' costs of debt. In contrast the other variables as well as the both controlled variables do not contribute to the to costs of debt.*

**Keywords:** *Good corporate governance, voluntary disclosure, costs of debt.*

## PENDAHULUAN

Dalam era keterbukaan sekarang, maka tuntutan untuk mengelola suatu entitas dengan akuntabel dan transparan tidak dapat dihindarkan. Salah satu bentuk transparansi yang lebih luas kepada publik adalah dengan menerapkan *Good Corporate Governance* (GCG). Penerapan GCG diharapkan meningkatkan pengawasan terhadap manajemen untuk mendorong pengambilan keputusan yang efektif, mencegah tindakan oportunistik yang tidak sejalan dengan kepentingan perusahaan, dan mengurangi asimetri informasi antara pihak eksekutif dan para *stakeholder* perusahaan.

Penelitian Asbaugh et al. (2004) membuktikan bahwa bahwa perusahaan dengan GCG yang kuat ternyata memiliki peringkat kredit (*credit ratings*) yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan GCG yang lemah. Peringkat kredit akan mempengaruhi persepsi para kreditor dan calon kreditor atas kredibilitas dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya secara keseluruhan. Dengan demikian jelas bahwa dengan rating yang tinggi, perusahaan dengan GCG yang kuat akan menikmati biaya hutang (*cost of debt*) yang lebih rendah. Lebih lanjut hasil penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa penerapan GCG memberikan keuntungan langsung, berupa biaya utang perusahaan yang lebih rendah.

Disisi lain ketentuan bahwa perusahaan harus menyampaikan pengungkapan seluas-luasnya atas laporan keuangan telah mendorong perusahaan-perusahaan untuk menyampaikan *disclosure* yang melampaui yang disyaratkan oleh standar atau yang dikenal dengan *voluntary disclosure*.

Beberapa penelitian terdahulu yang meneliti pengaruh tingkat pengungkapan sukarela terhadap *cost of equity*, diantaranya yang dilakukan oleh Botosan (1997), Hail (2001) berhasil membuktikan bahwa terdapat pengaruh yang negatif dan signifikan antara tingkat pengungkapan sukarela terhadap *cost of equity*. Tingkat pengungkapan sukarela yang tinggi akan mengurangi tingkat asimetri informasi yang terjadi sehingga pada akhirnya *cost of equity* juga semakin rendah (Mardiyah 2002).

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui signifikansi pengaruh *voluntary disclosure* dan GCG terhadap *cost of debt*.

### GOOD CORPORATE GOVERNANCE

Secara teoritis, penerapan GCG dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan penerapan GCG yang baik dapat mengurangi risiko yang mungkin dilakukan oleh dewan dengan keputusan-keputusan yang menguntungkan diri sendiri, dan umumnya *corporate governance* dapat meningkatkan tingkat kepercayaan para investor (Newell dan Wilson 2002). Meningkatnya tingkat kepercayaan tersebut disebabkan karena penerapan GCG yang baik dianggap mampu memberikan perlindungan efektif terhadap investor dalam memperoleh kembali investasinya dengan wajar (Tjager et al. 2003).

Pengukuran penerapan GCG oleh perusahaan dapat diproksikan dengan dengan beberapa indikator diantaranya kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, komisaris independen dan kualitas audit..

Kepemilikan manajerial merupakan perwujudan dari prinsip transparansi dari GCG. Dalam mengelola perusahaan manajemen harus transparan agar tidak terjadi konflik kepentingan dengan para pemegang saham sebagai pemilik. Mehran (1992) mengartikan kepemilikan manajerial sebagai proporsi saham biasa yang dimiliki oleh manajemen. Manajer yang memiliki saham perusahaan tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingan sebagai pemegang saham. Sementara manajer yang tidak memiliki saham perusahaan, ada kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri.

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola (Gideon 2005). Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan manajerial adalah persentase jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar. Dengan keinginan untuk meningkatkan kinerja perusahaan tersebut membuat manajemen akan berusaha untuk mewujudkannya sehingga membuat risiko perusahaan semakin kecil di mata kreditur dan akhirnya kreditur hanya meminta *return* yang kecil.

Selain kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi juga merupakan perwujudan dari prinsip GCG. Dengan kepemilikan institusi di luar perusahaan dalam jumlah yang signifikan akan menyebabkan pihak luar perusahaan melakukan pengawasan yang ketat terhadap pengelolaan yang dilakukan oleh manajemen. Bagi manajemen, pengawasan oleh pihak luar mendorong mereka untuk menunjukkan kinerja yang lebih baik, dan melakukan pengelolaan secara transparan.

Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional seperti pemerintah, perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Investor institusional diyakini memiliki kemampuan untuk memonitor tindakan manajemen lebih baik dibandingkan dengan investor individual, dimana investor institusional tidak akan mudah diperdaya dengan tindakan manipulasi yang dilakukan oleh manajemen (Rachmawati dan Triatmoko 2007). Fidyati (2004) menjelaskan bahwa investor institusional menghabiskan lebih banyak waktu untuk melakukan analisis investasi dan mereka memiliki akses atas informasi yang terlalu mahal perolehannya bagi investor lain.

Cornett et al. (2006) menemukan adanya bukti yang menyatakan bahwa tindakan pengawasan yang dilakukan oleh sebuah perusahaan dan pihak investor insitusional dapat membatasi perilaku manajemen. Hal ini disebabkan karena dengan adanya tindakan pengawasan tersebut dapat mendorong manajemen untuk lebih memfokuskan perhatiannya terhadap kinerja perusahaan, sehingga akan mengurangi perilaku *opportunistic* atau perilaku mementingkan diri sendiri. Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan bahwa investor institusional memiliki peranan yang penting dalam menciptakan sistem *corporate governance* yang baik dalam suatu perusahaan, dimana mereka dapat secara independen mengawasi tindakan manajemen dan memiliki *voting*

power untuk mengadakan perubahan pada saat manajemen sudah dianggap tidak efektif lagi dalam mengelola perusahaan (Ashbaugh et al. 2004).

Adanya unsur komisaris independen dalam struktur organisasi perusahaan yang biasanya beranggotakan dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan berfungsi untuk menyeimbangkan dalam pengambilan keputusan khususnya dalam rangka perlindungan terhadap pemegang saham minoritas dan pihak-pihak lain yang terkait. Istilah dan keberadaan *Komisaris Independen* baru muncul setelah terbitnya Surat edaran Bapepam Nomor: SE03/PM/2000 dan Peraturan Pencatatan Efek Nomor 339/BEJ/07-2001 tgl 21 Juli 2001. Menurut ketentuan tersebut perusahaan publik yang tercatat di Bursa wajib memiliki beberapa anggota Dewan Komisaris yang memenuhi kualifikasi sebagai Komisaris Independen yaitu jumlah komisaris independen adalah sekurang-kurangnya 30% dari seluruh jumlah anggota komisaris, perlunya dibentuk komite audit serta keharusan perusahaan memiliki sekretaris perusahaan (*corporate secretary*).

Komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan (Komite Nasional Kebijakan Governance 2004). Komisaris independen merupakan posisi terbaik untuk melaksanakan fungsi *monitoring* agar tercipta perusahaan yang *good governance*.

Dalam mengelola perusahaan menurut kaedah-kaedah umum GCG, peran komisaris independen, sangat diperlukan.

Vafeas (2000) mengatakan peranan dewan komisaris juga diharapkan dapat meningkatkan kualitas laba dengan membatasi tingkat manajemen laba melalui fungsi *monitoring* atas pelaporan keuangan. Penelitian Beasley (1996) menguji hubungan antara proporsi dewan komisaris dengan kecurangan pelaporan keuangan. Dengan membandingkan perusahaan yang melakukan kecurangan dengan perusahaan yang tidak melakukan kecurangan, dia menemukan bahwa perusahaan yang melakukan kecurangan memiliki persentase dewan komisaris eksternal yang secara signifikan lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan kecurangan. Penelitian yang menggunakan komisaris independen tidak banyak. James dan Cotter (2007) memusatkan

pada proporsi dewan komisaris dan komite pengawas pada perusahaan-perusahaan di Australia. Penelitiannya membuktikan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara proporsi komisaris independen dan komite pengawas terhadap kinerja perusahaan. Dewan komisaris yang independensi secara umum mempunyai pengawasan yang lebih baik terhadap manajemen, sehingga mengaruhi kemungkinan kecurangan dalam menyajikan laporan keuangan yang dilakukan manajemen (Chtourou et al. 2001).

Proksi lain yang dalam pengukuran GCG adalah kualitas audit. Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa auditor menawarkan berbagai tingkat kualitas audit untuk merespon adanya variasi permintaan klien terhadap kualitas audit. Penelitian-penelitian sebelumnya membedakan kualitas auditor berdasarkan perbedaan *big five* dan *non big five* dan ada juga yang menggunakan spesialisasi industri auditor untuk memberi nilai bagi kualitas audit ini seperti penelitian. Perusahaan-perusahaan yang telah menerapkan *good governance* tentu saja akan berupaya untuk menggunakan auditor yang berkualitas. Teori reputasi memprediksikan adanya hubungan positif antara kualitas audit dengan ukuran KAP (Lennox 2000) dimana jika ukuran KAP besar maka akan menghasilkan audit yang lebih berkualitas karena reputasinya lebih bagus di mata masyarakat. DeAngelo (1981) menyatakan bahwa kualitas audit yang dilakukan oleh akuntan publik dapat dilihat dari ukuran KAP yang melakukan audit. KAP besar (*big four*) dipersepsikan akan melakukan audit dengan lebih berkualitas dibandingkan dengan KAP kecil (*non big four*). Hal tersebut karena KAP besar memiliki lebih banyak sumber daya dan lebih banyak klien sehingga mereka tidak tergantung pada satu atau beberapa klien saja, selain itu karena reputasinya yang telah dianggap baik oleh masyarakat menyebabkan mereka akan melakukan audit dengan lebih berhati-hati.

### ***Voluntary Disclosure***

Perusahaan harus mengambil inisiatif untuk mengungkapkan tidak hanya masalah yang diisyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal yang penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditur dan pemangku kepentingan lainnya. Dengan adanya pengungkapan sukarela yang dilakukan perusahaan dapat mendorong keyakinan investor dan kreditur dalam menentukan kebijakan investasi yang diambil.

Botosan (1997), Surtijo (1998), Hail (2002) membagi kriteria *voluntary disclosure* dalam

beberapa item. Banyaknya item *voluntary disclosure* dalam laporan tahunan yang digunakan untuk menghitung indeks *voluntary disclosure* bervariasi antara peneliti satu dengan peneliti lainnya. Kriteria-kriteria tersebut digunakan untuk menentukan apakah perusahaan telah mengungkapkan informasi di luar apa yang telah diwajibkan, sebagai tambahan informasi bagi pengguna laporan keuangan.

Berdasarkan kriteria-kriteria *voluntary disclosure* yang digunakan dalam penelitian sebelumnya, dan telah disesuaikan dengan peraturan yang berlaku di Indonesia yaitu dengan tidak memasukkan kriteria *mandatory disclosure* seperti yang tercantum dalam PSAK dan peraturan Bapepam, maka kriteria *voluntary disclosure* yang dipakai dalam penelitian ini menggunakan kriteria *voluntary disclosure* yang digunakan dalam penelitian Suropto (1998). Kriteria-kriteria tersebut akan disesuaikan dengan kondisi perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian, sehingga kriteria *voluntary disclosure* yang dipakai dalam penelitian ini berjumlah 32 item.

### Cost of Debt

*Cost of debt* dapat didefinisikan sebagai tingkat yang harus diterima dari investasi untuk mencapai tingkat pengembalian (*yield rate*) yang dibutuhkan oleh kreditur atau dengan kata lain adalah tingkat pengembalian yang dibutuhkan oleh kreditur saat melakukan pendanaan dalam suatu perusahaan (Fabozzi 2007). Biaya hutang meliputi tingkat bunga yang harus dibayar oleh perusahaan ketika melakukan pinjaman. Sedangkan menurut Singgih (2008), *cost of debt* adalah tingkat bunga sebelum pajak yang dibayar perusahaan kepada pemberi pinjamannya. Biaya hutang dihitung dari besarnya beban bunga yang dibayarkan oleh perusahaan tersebut dalam periode satu tahun dibagi dengan jumlah pinjaman yang menghasilkan bunga tersebut. Francis et al. (2005) juga menggunakan *interest rate* dari hutang perusahaan untuk menghitung besarnya *cost of debt* yang diterima perusahaan. Sehingga *cost of debt* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$COD = \frac{\text{interest expense}}{\text{average interest bearing debt}} \quad (1)$$

Komisaris independen dapat berfungsi untuk mengawasi jalannya perusahaan dengan memastikan bahwa perusahaan tersebut telah melakukan praktek-praktek transparansi, *disclosure*, kemandirian, akuntabilitas dan praktek keadilan

menurut ketentuan yang berlaku di suatu sistem perekonomian negara. Adanya komisaris independen dalam struktur dewan komisaris merupakan salah satu perwujudan independensi dan transparansi dalam perusahaan. Penelitian yang dilakukan Anderson et al. (2003) membuktikan bahwa *cost of debt* berbanding terbalik dengan komisaris independen, ukuran dewan, komite audit independen, ukuran dan jumlah pertemuan. Dalam rangka tindakan *monitoring*, *bondholders* mempertimbangkan keefektifan pengawasan atas dewan dan komite audit sebagai sumber jaminan atas integritas nilai dalam laporan keuangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin besar proporsi komisaris independen, maka *cost of debt* perusahaan semakin kecil. Dalam penelitian Piot (2007), menggunakan komisaris independen sebagai mekanisme *corporate governance*. Adanya komisaris independen diharapkan mampu menyeimbangkan pengambilan keputusan dewan komisaris. Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh signifikan mengurangi *cost of debt*. Keberadaan komisaris independen pada suatu perusahaan dapat mempengaruhi integritas suatu laporan keuangan yang dihasilkan oleh manajemen. Susiana dan Herawaty (2007) menjelaskan bahwa jika perusahaan memiliki komisaris independen, maka laporan keuangan yang disajikan oleh manajemen cenderung lebih berintegritas, karena di dalam perusahaan terdapat badan yang mengawasi dan melindungi hak pihak-pihak di luar manajemen perusahaan dan membuat kinerja manajemen lebih baik. Kinerja manajemen yang baik dapat menurunkan resiko perusahaan. Hal ini tentu dapat menjadi pertimbangan kreditur dalam menentukan *return* yang diminta. Berdasarkan latar belakang di atas, maka hipotesis yang didapat sebagai berikut:

- H1o: Tidak terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara proporsi komisaris independen terhadap *cost of debt*.  
H1a: Terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara proporsi komisaris independen terhadap *cost of debt*.

Hasil penelitian Anderson et al. (2005) menunjukkan bahwa *debtholders* secara signifikan meminta *risk premium* yang lebih rendah pada perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial besar. Penelitian tersebut juga menemukan bahwa mekanisme *corporate governance* yang lain, seperti *board independence*, *executive compensation*, dan *shareholders* yang besar memiliki pengaruh yang penting terhadap hubungan antara kepemilikan manajerial dan *cost of debt*.

Friend dan Lang dalam Brailsford et al. (1999) menyatakan bahwa manajer yang bertindak sebagai pemegang saham tentu akan bertindak lebih hati-hati terutama dalam hal pengambilan kebijakan hutang untuk menghindari terjadinya kesulitan keuangan atau kebangkrutan usaha. Salah satu cara untuk menghindari resiko tersebut adalah dengan menekan jumlah hutang yang dimiliki perusahaan. Selain itu adanya kepemilikan manajerial dalam struktur kepemilikan saham perusahaan, akan membuat kreditur melihat kinerja manajemen yang lebih baik. Sehingga resiko perusahaan dinilai rendah di mata kreditur. Berdasarkan penelitian tersebut, maka hipotesis yang akan diuji:

H2o: Tidak terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara kepemilikan manajerial dengan *cost of debt*.

H2a: Terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara kepemilikan manajerial dengan *cost of debt*.

Crutchley & Hansen (1999) yang menyatakan bahwa kepemilikan oleh institusional juga dapat menurunkan *agency costs*, karena dengan adanya *monitoring* yang efektif oleh pihak institusional menyebabkan penggunaan utang menurun. Hal ini karena peranan utang sebagai salah satu alat *monitoring* sudah diambil alih oleh kepemilikan institusional. Dengan demikian kepemilikan institusional dapat mengurangi *agency cost of debt*. Penelitian yang dilakukan Roberts dan Yuan (2006) menemukan bukti yang kuat bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya pinjaman secara signifikan. Penelitian ini mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya pinjaman bank karena dengan kepemilikan institusi yang besar membuat pihak diluar perusahaan melakukan pengawasan/monitoring yang lebih ketat terhadap pihak manajemen, sehingga manajemen didorong untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Meningkatnya kinerja perusahaan membuat risiko perusahaan juga kecil sehingga kreditur meminta *return* yang lebih rendah. Lebih lanjut, dampak kepemilikan institusional lebih kuat untuk debitur dengan tingkat asimetri informasi yang lebih tinggi. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif baik secara statistik maupun ekonomi terhadap biaya pinjaman. Kepemilikan institusional adalah jumlah persentase hak suara yang dimiliki oleh institusi (Beiner et al. 2003). Hubungannya menjadi lebih kuat dengan tingginya tingkat asimetri informasi. Investor institusional berperan secara aktif dalam *corporate governance* dengan mengurangi tingkat risiko dari perusahaan tempat mereka menginvestasikan portfolionya melalui

pengawasan manajemen yang efektif. Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut, maka hipotesis yang akan diuji,

H3o: Tidak terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara kepemilikan institusi terhadap *cost of debt*.

H3a: Terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara kepemilikan institusi terhadap *cost of debt*.

Sanders dan Allen (1993) melakukan pengujian kualitas pelaporan keuangan pemerintah sebagai sinyal bagi kredit analis. Penelitian ini mengukur kualitas laporan keuangan dengan menggunakan proksi kualitas audit yang dibagi menjadi dua yaitu KAP *big four* dan KAP *non big four*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa laporan keuangan yang diaudit oleh KAP *big four* secara statistik berpengaruh positif terhadap peringkat utang suatu perusahaan yang nantinya membuat biaya utang lebih murah. Willekens, Bauwhede dan Gaeremynck (2004) melakukan penelitian tentang pengaruh internal dan eksternal *governance* serta *voluntary disclosure* terhadap kinerja keuangan dan non keuangan. Penilaian internal dan eksternal *governance* dengan membuat *corporate governance index* mencakup 4 proksi, yaitu dewan komisaris independen, keberadaan audit komite, kualitas audit eksternal dan departemen audit internal. Penelitian dilakukan dengan melakukan pengujian secara individu atas keempat proksi tersebut terhadap kinerja keuangan dan non keuangan. Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa kualitas auditor eksternal memiliki pengaruh yang paling kuat terhadap kinerja keuangan dan non keuangan, kemudian diikuti dengan dewan komisaris independen dan keberadaan suatu departemen audit internal. Hasil penelitian dilakukan Khurana & Raman (2004) serta Mansi (2004) bahwa perusahaan yang diaudit oleh KAP *big four*, biaya utang dan ekuitasnya lebih murah daripada perusahaan yang diaudit KAP *non big four*. Hal tersebut disebabkan karena KAP yang berukuran besar reputasinya lebih terpercaya di mata publik sehingga akan berusaha melakukan audit secara lebih berhati-hati daripada KAP yang berukuran kecil (*non big four*). Jika audit dilakukan secara lebih berhati-hati maka audit yang dihasilkan pun akan lebih berkualitas.

Hasil penelitian Pittman & Fortin (2004) yang menggunakan sampel perusahaan-perusahaan di Amerika yang *listed* sejak 1977-1988 yang menguji apakah reputasi auditor dapat mempengaruhi biaya modal yang ditanggung perusahaan berhasil menemukan bahwa perusahaan yang diaudit oleh KAP *big four* dapat menikmati biaya modal yang

lebih rendah karena audit yang dilakukan oleh KAP *big four* yang tergolong sebagai KAP berukuran besar lebih berkualitas karena adanya unsur kehati-hatian di dalam yang dilatarbelakangi oleh reputasi auditor yang sudah terpercaya di mata masyarakat.

Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut, maka hipotesis yang ingin diuji adalah:

H4o: Tidak terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara kualitas audit dengan *cost of debt*.

H4a: Terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara kualitas audit dengan *cost of debt*.

Penelitian Sengupta (1998) menyatakan adanya pengaruh yang signifikan negatif antara tingkat disclosure terhadap *cost of debt*, sehingga semakin luas tingkat *disclosure* suatu perusahaan maka akan menikmati biaya utang yang rendah. Penelitian yang sama dari Nikolaev dan Lent (2005), Chen dan Jian (2007) juga menemukan hubungan yang signifikan negatif dan kuat antara tingkat *disclosure* dengan *cost of debt* di mana perusahaan yang mengungkapkan informasinya secara lebih transparan akan menikmati keuntungan dengan rendahnya biaya bunga pinjaman yang harus dibayar dibandingkan perusahaan yang pengungkapan informasinya kurang transparan karena perusahaan yang kurang transparan dipandang lebih berisiko daripada perusahaan yang lebih transparan. Maka hipotesis yang ingin diuji:

H5o: Tidak terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara tingkat pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) dengan *cost of debt*.

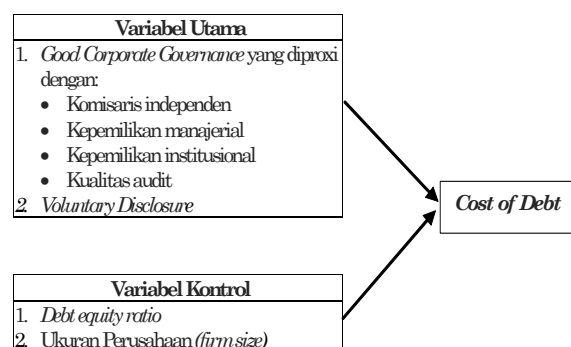
H5a: Terdapat pengaruh yang signifikan negatif antara tingkat pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) dengan *cost of debt*.

## METODOLOGI PENELITIAN

Berdasarkan penelitian dan hipotesis yang telah dikemukakan, maka model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model regresi berganda. Penelitian ini menggunakan variabel kontrol yang terdiri dari ukuran perusahaan (*firm size*) dan *debt to equity ratio*. Pemilihan kedua variabel ini didasari oleh penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003) yang meneliti mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap *bond rating* dan *yields*. Penelitian tersebut menggunakan ukuran perusahaan (*size*) dan *debt equity ratio* sebagai variabel kontrol. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *debt equity ratio* yang besar akan

memiliki *yield* yang lebih tinggi dan *rating* yang rendah. Selanjutnya Khurana dan Raman (2003) melakukan pengujian terhadap aspek-aspek fundamental yang mempengaruhi harga pada pasar obligasi. Penelitian ini menggunakan *yield to maturity* sebagai variabel *dependent* dan *size* serta *debt equity ratio* sebagai variabel kontrol. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang dihitung dengan total *asset* berpengaruh negatif terhadap *yield* sedangkan *debt to equity ratio* berpengaruh positif terhadap *yield*.

Model analisis penelitian secara keseluruhan digambarkan dalam gambar 1.



Gambar 1 Model Analisis

Model persamaan untuk menguji hipotesis secara keseluruhan, sebagai berikut:

$$COD = a + bKIND_i + cKMAN_i + dKINST_i + eKUAD_i + fVDISC_i + gDER_i + hSIZE_i + \varepsilon_i$$

Dimana:

|                     |                                                 |
|---------------------|-------------------------------------------------|
| COD                 | = <i>Cost of debt</i> perusahaan i pada tahun t |
| KIND                | = Proporsi komisaris independen perusahaan i    |
| KMAN                | = Kepemilikan manajerial perusahaan i           |
| KINST               | = Kepemilikan institusional perusahaan i        |
| KUAD                | = Kualitas audit perusahaan i                   |
| VDISC               | = <i>Voluntary disclosure</i> perusahaan i      |
| DER                 | = <i>Debt equity ratio</i>                      |
| SIZE                | = ukuran perusahaan i                           |
| a                   | = konstanta                                     |
| b, c, d, e, f, g, h | = koefisien regresi                             |
| $\varepsilon_i$     | = <i>error terms</i>                            |

Penelitian ini memiliki variabel utama yang terdiri dari *good corporate governance*, *voluntary disclosure*, *cost of debt*, dan beberapa variabel kontrol seperti *debt equity ratio* dan ukuran perusahaan (*firm size*). Definisi operasional variabel-variabel tersebut ada pada Tabel 1.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

| Variabel                         | Definisi Operasional Variabel                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Good corporate governance</i> | <p><i>Good corporate governance</i> akan diukur dengan menggunakan empat <i>proxy</i> yaitu:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>Komisaris independen yang diukur dengan persentase jumlah komisaris independen terhadap total dewan komisaris.</li> <li>Kepemilikan manajerial yang diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar.</li> <li>Kepemilikan institusional yang diukur dengan persentase kepemilikan institusi dalam struktur saham perusahaan.</li> <li>Kualitas audit yang diukur dengan apakah laporan keuangan perusahaan diaudit oleh KAP <i>big-four</i> atau tidak. <i>Proxy</i> ini menggunakan <i>dummy variable</i> yaitu dengan memberikan nilai 1 bila laporan keuangan perusahaan diaudit oleh KAP <i>big-four</i> dan nilai 0 bila laporan keuangan perusahaan diaudit oleh KAP lainnya.</li> </ol> |
| <i>Voluntary disclosure</i>      | <p>Penilaian <i>voluntary disclosure</i> akan didapatkan dengan metode <i>scoring</i>, yaitu pemberian skor bagi tiap-tiap kriteria yang telah ditetapkan. Jumlah <i>score voluntary disclosure</i> tersebut akan dibagi dengan total maksimum skor untuk mendapatkan indeks <i>voluntary disclosure</i>. Formula yang digunakan untuk melakukan penghitungan adalah:</p> $VDISC = \frac{\sum_{i=1}^n \text{Score}_i}{\text{Total Maximum Score}}$ <p>Keterangan:<br/> <i>i</i> = jumlah kriteria yang dipenuhi<br/> <i>n</i> = total maksimum <i>score</i></p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <i>Cost of debt</i>              | <p><i>Cost of debt</i> dihitung dari besarnya beban bunga yang dibayarkan oleh perusahaan dalam periode satu tahun dibagi dengan jumlah rata-rata pinjaman yang menghasilkan bunga tersebut. Formula yang digunakan untuk menghitung <i>cost of debt</i> (COD) adalah:</p> $COD = \frac{\text{interest expense}}{\text{average interest bearing debt}}$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <i>Debt equity ratio</i>         | <p>Rasio yang membandingkan antara total kewajiban jangka panjang perusahaan dengan total <i>equity</i> yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun. Formula <i>debt equity ratio</i> (DER) adalah:</p> $DER = \frac{\text{Total Long Term debt}}{\text{Total equity}}$                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <i>Firm size</i>                 | <p>Ukuran perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan <i>proxy</i> total <i>asset</i> yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

Data-data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu laporan keuangan dan laporan tahunan semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan telah mempublikasikan laporan keuangannya untuk periode yang berakhir per 31 Desember 2003-31 Desember 2007.

Sampel penelitian diambil dari perusahaan industri manufaktur yang memiliki beban bunga dari tahun 2003-2007. Sampel penelitian juga mengecualikan perusahaan-perusahaan yang memiliki saldo ekuitas negatif selama tahun buku laporan keuangan yang diteliti. Hal ini mengacu pada pernyataan Subekti (2000) dalam Wahyudi dan Pawestri (2006), bahwa saldo ekuitas yang negatif menyebabkan rasio menjadi tidak bermakna dan tidak dapat diperbandingkan.

Teknik pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, dimana pengambilan sampel dilakukan sesuai dengan kriteria-kriteria yang telah ditetapkan agar relevan dengan tujuan penelitian. Kriteria tersebut adalah sebagai berikut: 1) Perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2007, 2) Perusahaan yang bergerak di industri manufaktur, 3) Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan dan laporan tahunan dengan lengkap pada periode 2003-2007, 4) Perusahaan yang memiliki beban bunga selama periode berjalan, 5) Perusahaan yang tidak memiliki *book value equity* negative, 6) Data perusahaan yang dibutuhkan untuk penelitian ini tersedia.

Sampel perusahaan yang diambil berasal dari satu industri yang sama dengan maksud agar terjadi keseragaman pola *voluntary disclosure* dalam perusahaan sampel.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan perusahaan industri manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil dari penyaringan sampel dengan kriteria yang telah ditentukan oleh penulis dapat dilihat pada tabel 2

Tabel 2. Penyaringan Sampel Perusahaan

| Keterangan                                                                                          | Jumlah Perusahaan |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|
| Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2003-2007                                         | 119               |
| Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan dan laporan tahunan 2003-2007 dengan lengkap | (62)              |
| Perusahaan yang tidak memiliki beban bunga tahun 2003-2007                                          | (18)              |
| Perusahaan yang memiliki <i>book value equity</i> negatif                                           | (4)               |
| Jumlah sampel yang dipakai dalam penelitian                                                         | 35                |

Dari hasil penyaringan sampel sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan, diperoleh jumlah sampel yang digunakan di dalam penelitian ini adalah sebanyak 35 perusahaan.

Atas seluruh data di atas, dilakukan pengujian statistik deskriptif yang menunjukkan hasil sebagai berikut:

**Tabel 3. Hasil Statistik Deskriptif**

| Descriptive Statistics |     |         |         |         |                |
|------------------------|-----|---------|---------|---------|----------------|
|                        | N   | Minimum | Maximum | Mean    | Srd. Deviation |
| COD                    | 166 | .00     | .89     | .1051   | .11639         |
| VDISC                  | 166 | .3438   | .9063   | .605700 | .1561731       |
| KIND                   | 166 | .0000   | .8000   | .362892 | .1459551       |
| KMAN                   | 166 | .0000   | .2578   | .011177 | .0454769       |
| KINST                  | 166 | .0033   | .9795   | .716277 | .1848040       |
| KUAD                   | 166 | 0       | 1       | .70     | .458           |
| DER                    | 166 | .030    | 3.980   | .67139  | .777593        |
| SIZE                   | 166 | 3E+010  | 6E+013  | 5E+012  | 9.819E+012     |
| Valid N (listwise)     | 166 |         |         |         |                |

Hasil statistik deskriptif dari pengolahan data yang ada yang terdiri dari *mean*, *minimum*, *maximum*, *standard deviation*, dan *N* (jumlah data). Dalam melakukan analisa regresi dengan menggunakan data keuangan sering dijumpai adanya *outliers* berupa data yang nilainya ekstrim. Adanya nilai ekstrem pada data dapat menimbulkan terjadinya kebiasaan dan mengganggu validitas data, untuk menghindarinya maka data yang mempunyai nilai ekstrim akan dikeluarkan (Verdiyana 2006). Penghilangan data *outliers* ini dilakukan agar tidak mengganggu hasil penelitian dan untuk memperoleh tingkat normalitas data yang lebih baik. Data-data yang diuji dalam penelitian ini adalah sebanyak 166 data dari 175 data, sehingga data ekstrem yang dihilangkan sebanyak 9 data.

Dalam tabel 3 terlihat bahwa *voluntary disclosure* memiliki nilai minimum 34,38% dan maksimum 90,63%, artinya *voluntary discosure* yang memenuhi kriteria paling tinggi sebanyak 29 dan paling rendah adalah 11 dari 32 item *voluntary disclosure* yang telah ditentukan. Rata-rata proporsi komisaris independen dalam struktur dewan komisaris adalah 36,29%, hal ini berarti rata-rata proporsi komisaris independen yang dimiliki perusahaan tidak terlalu besar (di bawah 50%). Nilai rata-rata kepemilikan manajerial hanya menunjukkan angka sebesar 1,11%, dengan nilai maksimum 25,78% dan nilai *minimum* 0%. Nilai ini menunjukkan rata-rata proporsi kepemilikan manajerial yang dimiliki perusahaan sangat kecil, bahkan sebagian besar tidak ada. Kepemilikan institusional yang dimiliki perusahaan memiliki rata-rata 71,63%, itu artinya rata-rata perusahaan memiliki persentase kepemilikan institusional yang cukup besar, karena rata-ratanya di atas 50%. Kualitas audit

yang diukur dengan menggunakan *dummy variable*, memiliki rata-rata 70%. Hal tersebut mengindikasikan bahwa rata-rata perusahaan menggunakan KAP *big-four* untuk melakukan audit atas laporan keuangannya. *Debt equity ratio* memiliki rata-rata 67,14% (di bawah 100%), hal ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan memiliki hutang yang lebih kecil dibandingkan dengan total *equity* yang dimiliki. Pada tabel hasil statistik deskripif dapat dilihat bahwa rata-rata ukuran perusahaan yang menggunakan *proxy* total *asset* memiliki rata-rata 5E+012.

Sebelum melakukan pengujian hipotesis dengan regresi berganda, dilakukan pengujian terhadap empat asumsi klasik terlebih dahulu. Hasil pengujian asumsi klasik multikolinieritas Pengujian asumsi klasik normalitas dilakukan dengan menggunakan uji *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*. Pada pengujian sebelumnya (sebelum transformasi Ln), hasil SPSS menunjukkan bahwa terjadi problem normalitas. Menurut Ghozali (2001), untuk menyelesaikan problem normalitas tersebut, dilakukan semilog terhadap persamaan yang diuji. *Logaritma natural* dilakukan terhadap persamaan di sebelah kiri, yakni terhadap nilai *cost of debt*. Dengan menggunakan  $\alpha = 5\%$ , hasil pengujian kedua p-value residual dari persamaan regresi berada lebih besar daripada 5%, dengan demikian tidak terjadi problem normalitas.

Hasil pengujian asumsi klasik multikolinearitas menunjukkan tidak terjadi problem multikolinieritas karena nilai VIF kurang dari 10 yang berarti korelasi antar variabel independen masih bisa ditolerir (Gujarati 2003).

Pengujian asumsi klasik autokorelasi dilakukan dengan menggunakan besaran Durbin-Watson (D-W). Nilai nilai Durbin-Watson sebesar 1,965 hasil tersebut memenuhi kriteria D-W yang terletak antara batas atas (du) dan (4-du), dimana besar (du) adalah 1,832 dan besar (4-du) adalah 2,168. Dengan demikian dapat disimpulkan tidak terjadi problem autokorelasi.

Pengujian asumsi klasik heterokesdastisitas dilakukan dengan uji glejser. Pada pengujian sebelumnya, estimasi menunjukkan adanya problem heterokesdastisitas, akan tetapi problem tersebut dapat diatasi dengan melakukan transformasi *logaritma natural* (Ln) terhadap persamaan di sebelah kiri, yaitu nilai *cost of debt*.

Dalam penelitian ini, persamaan regresi untuk pengujian hipotesis, selain menggunakan variabel bebas *good corporate governance* yang diwakili oleh komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kualitas audit, serta *voluntary disclosure*, juga digunakan variabel kontrol yaitu *debt equity ratio* dan *size*.



Hasil pengujian regresi atas variable-variabel yang diteliti dapat dilihat pada Tabel 4 sampai Tabel 6 berikut:

**Tabel 4. Nilai R, R square, SEE untuk pengujian hipotesis**

| Model Summary |                   |          |                   |                            |
|---------------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| Model         | R                 | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
| 1             | .299 <sup>a</sup> | .089     | .049              | .80379                     |

a. Predictors: (Constant), SIZE, KIND, KMAN, DER, KUAD, VDISC, KINST

**Tabel 5. F Test dan Signifikansi untuk Pengujian Hipotesis**

| ANOVA <sup>b</sup> |            |                |     |             |       |                   |
|--------------------|------------|----------------|-----|-------------|-------|-------------------|
| Model              |            | Sum of Squares | df  | Mean Square | F     | Sig.              |
| 1                  | Regression | 9.924          | 7   | 1.418       | 2.194 | .037 <sup>a</sup> |
|                    | Residual   | 101.435        | 157 | .646        |       |                   |
|                    | Total      | 111.360        | 164 |             |       |                   |

**Tabel 6. Konstanta, Koefisien Regresi, T Test, dan Signifikansi untuk Pengujian Hipotesis**

| Coefficients <sup>a</sup> |            |                             |            |                             |        |      |
|---------------------------|------------|-----------------------------|------------|-----------------------------|--------|------|
| Model                     |            | Unstandardized Coefficients |            | Unstandardized Coefficients |        | Sig. |
|                           |            | B                           | Std. Error | Beta                        | t      |      |
| 1                         | (Constant) | -2.008                      | .444       |                             | -4.520 | .000 |
|                           | VDISC      | .355                        | .454       | .067                        | .782   | .435 |
|                           | KIND       | .585                        | .463       | .104                        | 1.262  | .209 |
|                           | KMAN       | -1.748                      | 1.543      | -.097                       | -1.133 | .259 |
|                           | KINST      | -.813                       | .404       | -.183                       | -2.012 | .046 |
|                           | KUAD       | -.347                       | .148       | -.193                       | -2.340 | .021 |
|                           | DER        | -.154                       | .083       | -.145                       | -1.840 | .068 |
|                           | SIZE       | -1.2E-014                   | .000       | -.139                       | -1.638 | .103 |

## ANALISA DAN PEMBAHASAN

Pengujian dilakukan terhadap 35 sampel perusahaan dalam industri manufaktur, untuk mengetahui mana yang lebih berpengaruh signifikan antara *good corporate governance* dan *voluntary disclosure* terhadap *cost of debt*. Dari hasil Uji F dapat dilihat bahwa tingkat signifikansinya sebesar 0,001 (di bawah 0,05), hal tersebut menunjukkan bahwa variabel komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kualitas audit, *voluntary disclosure*, *debt equity ratio*, dan *size* secara bersama-sama mempengaruhi *cost of debt*.

Pada hasil uji T yang ditunjukkan oleh tabel *coefficient*, variabel komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *voluntary disclosure*, dan *size* memiliki p-value di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel-variabel tersebut tidak mempengaruhi *cost of debt*. Sedangkan untuk kualitas audit dan *debt equity ratio* mempengaruhi *cost of debt* dengan p-value dibawah 0,05.

Hasil penelitian pada pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*. Hasil tersebut berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Anderson et al.

(2003), Piot (2007), Susiana dan Herawati (2007). Hal ini dimungkinkan karena keberadaan komisaris independen dalam struktur dewan komisaris hanya untuk memenuhi persyaratan dan suatu keharusan bagi perusahaan yang menerapkan *good corporate governance*. Hasil penelitian ini, juga sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Klein (1997) dan Brickley et al. (1997) yang menyatakan bahwa tidak ada jaminan dengan banyak komposisi komisaris independen dan pemisahan posisi pimpinan dewan komisaris dengan CEO akan meningkatkan kinerja perusahaan secara keseluruhan. Adanya komisaris independen dalam sebuah perusahaan dinilai cukup penting. Hanya saja hal tersebut tidak dibarengi dengan adanya tindakan yang serius dalam menerapkan prinsip-prinsip *good corporate governance*. Penempatan atau penambahan anggota dewan komisaris independen dimungkinkan hanya sekedar memenuhi ketentuan formal, sementara pemegang saham mayoritas (pengendali) masih memegang peranan penting sehingga kinerja dewan tidak meningkat (Boediono 2005). Siregar dan Siddharta (2005) juga menyatakan bahwa pengangkatan dewan komisaris independen oleh perusahaan mungkin hanya dilakukan untuk pemenuhan regulasi saja tapi tidak dimaksudkan untuk menegakkan *good corporate governance* (GCG) di dalam perusahaan. Sehingga peranan komisaris independen dalam menciptakan transparansi belum dapat terlihat oleh kreditur.

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*. Hasil tersebut tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976), Anderson et al. (2005), Friend dan Lang dalam Brailsford et al. (1999). Adanya kepemilikan manajerial dalam kepemilikan saham perusahaan seharusnya memberikan dorongan bagi pihak manajemen untuk meningkatkan kinerjanya. Akan tetapi, proporsi kepemilikan manajerial yang cenderung sedikit menyebabkan pihak manajemen merasa enggan untuk bekerja semaksimal mungkin. Selain itu, menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007), hal tersebut dikarenakan manajemen tidak mempunyai kendali dalam menentukan kebijakan hutang karena banyak dikendalikan oleh pemilik mayoritas. Pihak kreditur masih menganggap perusahaan masih beresiko dan bisa saja pihak manajemen bertindak kurang hati-hati dalam menentukan kebijakan hutang yang dilakukannya.

Pengujian hipotesis ketiga menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*. Hasil penelitian

ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003), Agrawal dan Mandelker (1990), serta Crutchley et al. (1999). Hal ini menunjukkan bahwa adanya kepemilikan institusional memberikan pengaruh yang berarti sebagai tindakan *monitoring* yang dilakukan kepada pihak manajemen. Semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin efektif pula mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Sehingga kreditur memandang resiko perusahaan rendah dan tentu saja hal ini berdampak pada *cost of debt* yang ditanggung perusahaan sebagai *return* yang diminta oleh kreditur.

Hasil penelitian untuk pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa kualitas audit berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Susiana dan Herawaty (2007), Piot (2007), serta Velury et. al. (2003). Semakin besar kualitas audit, maka *cost of debt* perusahaan semakin kecil. Perusahaan memilih menggunakan KAP *big-four* karena memiliki reputasi yang baik. Demi menjaga reputasinya, KAP *big-four* menggunakan sistem yang lebih baik, sumber daya manusia yang berkualitas, dan bertindak lebih berhati-hati dalam melakukan proses pemeriksaan (*auditing*). Hal ini dipandang sebagai hal yang positif bagi pihak kreditur karena perusahaan tersebut dinilai lebih transparan, sehingga resiko perusahaan lebih rendah dan *cost of debt* yang ditanggung perusahaan juga kecil.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hipotesis kelima tidak terbukti karena tingkat *voluntary disclosure* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*. Hasil tersebut berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sengupta (1998) dan Francis et al. (2005). Menurut Sudarmadji dan Sularto (2007), ada beberapa alasan yang menyebabkan *voluntary disclosure* tidak berpengaruh yaitu tersedianya sumber-sumber informasi lain selain laporan keuangan yang tersedia dengan biaya yang lebih murah, adanya keraguan terhadap kemampuan kreditur dalam memahami kebijakan dan prosedur akuntansi sehingga kreditur seringkali tidak menggunakan informasi-informasi yang tersedia dalam memberikan pinjaman, khususnya pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*) yang dilakukan oleh manajemen. Dengan kata lain, informasi-informasi yang diberikan manajemen terlalu banyak, sedangkan daya serap pengguna atas informasi tersebut sangat terbatas.

Penyebab lainnya yaitu pihak kreditur terutama bank, tidak memperhatikan apakah perusahaan telah memberikan informasi yang lebih dalam hal pengungkapan secara sukarela

kepada kreditur atau tidak, bahkan terkadang laporan keuangan yang disediakan perusahaan cenderung diabaikan. Pihak bank akan lebih memperhatikan pemenuhan persyaratan perusahaan pada 5C, yaitu *character, capability, collateral, condition of economy*, dan *capital*. Adanya persyaratan 5C yang harus dipenuhi, dapat menjadi salah satu pertimbangan bagi bank dalam memberikan keputusan pinjaman kepada perusahaan. Perusahaan yang memiliki sejarah kredit atau pinjaman yang baik, tentu akan memberikan penilaian yang positif pula bagi pihak kreditur. Sehingga kreditur lebih mempercayai kredibilitas perusahaan dalam hal pengembalian pinjaman.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa rata-rata *voluntary disclosure* perusahaan manufaktur yang menjadi sampel masih relatif rendah. Laporan tahunan perusahaan memang memberikan informasi yang bersangkutan secara spesifik. Investor dan kreditur membutuhkan informasi dalam laporan tersebut untuk membuat analisis dan mengambil keputusan. Namun demikian, tidak semua informasi yang dibutuhkan dapat diperoleh melalui laporan tahunan. Laporan tahunan bukan merupakan satu-satunya sumber informasi, sehingga investor dan kreditur dapat memanfaatkan sumber informasi lainnya. Selain itu, kreditur menganggap bahwa *voluntary disclosure* yang diungkapkan oleh manajemen hanya sebagai upaya untuk menarik kreditur agar memberikan pinjaman, sehingga informasi yang disampaikan bisa saja tidak mencerminkan kondisi yang sebenarnya. Seharusnya, manajemen perlu memperhatikan tingkat atau luas serta jenis-jenis pengungkapan sukarela yang hendak disampaikan melalui laporan keuangan dan laporan tahunan. Dengan kata lain, memperluas lagi pengungkapan sukarela yang dapat mempengaruhi keputusan kreditur agar mereka dapat lebih mengetahui, menilai, dan mempercayai perusahaan. Sehingga mereka akan tertarik untuk memberikan pinjaman dengan *return* yang rendah, dan akhirnya dapat membawa dampak pada menurunnya *cost of debt* perusahaan.

Kedua variabel control yang digunakan dalam penelitian ini menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan terhadap *cost of debt* bertentangan dengan hasil penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003), Khurana dan Raman (2003). Rasio keuangan yang seharusnya dapat membantu pihak kreditur dalam menentukan keputusan investasinya, menjadi cenderung diabaikan. Hal ini dapat dimungkinkan terjadi karena pihak kreditur menganggap bahwa pihak manajemen dapat melakukan tindakan

manipulasi dengan memperbesar ekuitas yang dimiliki perusahaan. Semakin besar ekuitas yang dimiliki perusahaan dibandingkan dengan hutang yang dimiliki, maka rasio *debt equity* semakin kecil. Sehingga kreditur tidak hanya menggunakan rasio *leverage* dalam mempertimbangkan keputusan investasi yang diambilnya.

Sementara itu ukuran perusahaan yang besar tidak diikuti dengan meningkatnya transparansi oleh perusahaan, salah satunya disebabkan karena tekanan untuk melaksanakan tanggung jawab sosial. Perusahaan besar dapat melakukan manipulasi laporan keuangannya untuk menghindari pajak yang tinggi. Sehingga kreditur kurang memperhatikan ukuran perusahaan dalam menentukan *cost of debt* karena ada informasi yang bias. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan Darmawati et al. (2004) yang menyatakan bahwa pengaruh ukuran perusahaan terhadap *corporate governance* masih belum jelas arahnya. Ukuran perusahaan yang besar belum tentu memberikan jaminan kepada kreditur atas pinjaman yang telah mereka berikan.

### KESIMPULAN

Setelah melakukan penelitian pengaruh penerapan *good corporate governance*, tingkat *voluntary disclosure*, *debt equity ratio*, dan *size* terhadap *cost of debt* pada 35 perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian, dapat disimpulkan sebagai berikut: 1) *Good corporate governance* yang diukur dengan proxy: a) Proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*, b) Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*, c) Kepemilikan institusional berpengaruh negative dan signifikan terhadap *cost of debt*, d) Kualitas audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *cost of debt*, 2) Tingkat *voluntary disclosure* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*, 3) *Debt equity ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*, 4) Ukuran perusahaan (*size*) tidak berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt* 5) Proporsi komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kualitas audit, tingkat *voluntary disclosure*, *debt equity ratio*, dan ukuran perusahaan (*size*) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *cost of debt*.

Untuk memperbaiki hasil penelitian ini, maka penelitian berikutnya dapat dilakukan dengan memperluas sampel penelitian sehingga hasilnya lebih dapat digeneralisir. Pengukuran GCG dapat diperluas dengan proksi lain termasuk kualitas penerapan GCG. Mengambil sampel yang berbeda dari penulis, kemudian diteliti untuk membuktikan apakah diperoleh hasil yang sama.

### DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. & Mandelker, G. (1990). Large shareholders and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (2), 143-161.
- Anderson, R.C., Mansi.S.A., & Reeb.D.M. (2002). Founding family ownership and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, 68, 263-287.
- Anderson, R.C., Mansi.S.A. & Reeb.D.M. (2003). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. Retrieved from: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=491883](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=491883)
- Anderson, R.C., Mansi.S.A. & Reeb.D.M. (2005). Controlling managerial opportunism. Retrieved from: [www.fma.org/Chicago/Papers/Controlling Managerial Opportunism.pdf](http://www.fma.org/Chicago/Papers/Controlling%20Managerial%20Opportunism.pdf).
- Asbaugh, Hollis, Collins, Daniel W., LaFond, Ryan. (2004). *Corporate governance and the cost of equity capital*. Working paper, University of Wisconsin.
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relationb the board of director Composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 17 (4), 443-465.
- Bhojraj, Sanjeev & Sengupta, Partha. (2003). Effect of corporate on bond ratings and yields: the role of institutional investor and outside directors. Retrieved from: <http://ssrn.com/abstract=291056>.
- Boediono, Gideon S.B. (2005). Kualitas laba: studi pengaruh mekanisme corporate governance dan dampak manajemen laba dengan menggunakan analisis jalur. *Simposium Nasional Akuntansi VIII, IAI*.
- Botosan, C. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72 (3), 323-349.
- Brailsford, T.J., Oliver, B.R., Pua, S.L.H.(1999). Theory and evidence on the relationship between ownership structure and capital structure. Retrieved from: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=181888](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=181888)
- Brickley, J.A., Coles, J.L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220.

- Brickley, J., Lease, R.C., & Smith, C.W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-91.
- Chen, Y.M & Jian J.Y. (2007). *The Impact of Information Disclosure and Transparency Rankings System (IDTRs) and Corporate Governance Structure on Interest Cost of Debt*. Working Paper, National Yunlin University of Science and Technology, Taiwan.
- Chtourou, S.M., Jean B. & Lucie C. (2001). *Corporate Governance and Earnings Management*. Working Paper, University Laval Quebec City, Canada.
- Cornett M. M, Marcuss, S.J. & Tehranian, H. (2006). Earnings management, corporate governance, and true financial performance. Retrieved from: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=886142](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=886142).
- Crutchley, C.E, Jensen M.R.H., Jahera, J.S. Jr., and Raymond, J. E. (1999). Agency problems and the simultaneity of financial decision making the role of institutional ownership. *International Review of Financial Analysis*, 8(2), 177-197.
- Darmawati, Deni, R.G.R. & Khomsiyah. (2004). Hubungan corporate governance dan kinerja perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi VII Denpasar Bali*.
- DeAngelo, L.E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3, 183-199.
- Fabozzi, F.J. (2007). *Bond markets, analysis, and strategies (ed.8)*. New Jearsey: Prentice Hall.
- Fidyati, Nisa. (2004). Pengaruh mekanisme corporate governance terhadap earnings management pada perusahaan seasoned equity offering (SEO). *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi* 2 (1), 1-23.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI). (2002). *The essence of good corporate governance konsep dan implementasi perusahaan public dan korporasi indonesia*. Jakarta: Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia & Sinergy Communication.
- Francis, J.R., Khurana, K.I., & Pereira R. (2005). Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The Accounting Review*, 80 (4), 1125-1162.
- Gujarati, D.N. (2003). *Basic econometrics*. New York: Mc Graw Hill.
- Hail, L. (2001). *The impact of voluntary corporate disclosure on the ex ante cost of capital-a Swiss point of view*. Retrieved <http://helious.unive.it/bauhaus/>
- Hendriksen, E. & Michael, F.V.B. (2001). *Accounting theory*. USA: Mc. Graw-Hill.
- James, C.O & Cotter J (2007) Corporate governance, sustainability and the assesment of default risk, *Asian Journal of Finance and Accounting* <http://www.macrothink.org/journal/index.php/ajfa/article/viewPDFInterstitial/93/96>
- Jensen, M. C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Khurana, I.K. & Raman, K.K. (2003). Are fundamentals priced in the bond market? *Contemporary Accounting Research*, 20 (3), 465-494.
- Komite Nasional Kebijakan Governance.(2006). Pedoman umum GCG.28 November 2008. [http://www.cicfcgi.org/news/files/Pedoman\\_GCG\\_060906.pdf](http://www.cicfcgi.org/news/files/Pedoman_GCG_060906.pdf)
- Lennox, C.S. (2001). *Going concern opinion in failing companies: auditor dependence and opinion shopping*. Working paper, Economic Dep., University of Bristol.
- Newell, R., dan Wilson, G. (2002). A premium for good governance. *The MCKinsey Quartely* 3, 20-23.
- Nikolaev, V. & Laurence V. L. (2005). The endogeneity bias in the relation between cost-of debt capital and corporate disclosure policy. *European Accounting Review* 14, 677-724.
- Piot, C. & Piera, F.M. (2007). Corporate governance, audit quality, and the cost of debt financing of French listed companies. Retrieved from: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=960681](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=960681)
- Pittman, J.A. & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 113-136.
- Roberts, G. S. & Yuan, L. (2006). *Does Institutional Ownership Affect the Cost of Bank Borrowing?*. Working paper, York University. Retrieved September 10, 2008 from <http://ssrn.com>.
- Sanders, G. & Allen, A. (1993). Signaling government financial reporting quality to credit analysts. *Journal Public Budgeting & Finance*, 73-84.

- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A Survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, 73 (4), 459-474.
- Singgih, M.L. (2008). *Pengukuran kinerja perusahaan dengan metode economic value added*. Tesis S-1, Universitas ITS Surabaya
- Siregar, S.V. & Utama, S. (2005). Pengaruh struktur kepemilikan, ukuran perusahaan, dan praktek corporate governance terhadap pengelolaan laba (earnings management). *Symposium Nasional Akuntansi VIII, IAI*.
- Subekti, I. & Kusuma, I.W. (2000). Asosiasi antara set kesempatan investasi dengan kebijakan pendanaan dan deviden perusahaan, serta implikasinya pada perubahan harga saham. *Symposium Nasional Akuntansi, IV, IAI*, 820-845
- Sudarmadji, A.M. & Sularto, L. (2007). Pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas, leverage, dan tipe kepemilikan perusahaan terhadap luas voluntary disclosure laporan keuangan tahunan. *ISSN*, 2, 1858-2559.
- Sujoko & Soebiantoro, U. (2007). Pengaruh struktur kepemilikan saham, leverage, faktor intern dan faktor ekstern terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9 (1), 41-48.
- Suripto, B. (1998). *Pengaruh karakteristik perusahaan terhadap luas pengungkapan sukarela dalam laporan tahunan*. Thesis S-2, Universitas Gadjah Mada.
- Susiana & Herawaty, A. (2007). Analisis pengaruh independensi, mekanisme corporate governance, dan kualitas audit terhadap integritas laporan keuangan. *Symposium Nasional Akuntansi X, Unhas Makassar*.
- Turley, S. & Zaman, M. (2004). The corporate governance effects of audit committees. *Journal of Management and Governance*, 8, 305-332.
- Vafeas, N. (2000). Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 139-160
- Velury, U., Reisch, J.T., & O'Reilly, D. (2003). Institutional ownership and the selection of industry specialist auditors. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 21, 35-48
- Verdiyana, R.(2006). *Variabel-variabel yang mempengaruhi luas pengungkapan dalam laporan tahunan perusahaan*. Tesis S-1, Universitas Islam Indonesia.
- Tjager, I.N., Alijoyo, F.A., Djemat, H.R., dan Soembodo, B. (2003). *Corporate governance: Tantangan dan kesempatan bagi komunitas bisnis Indonesia*. Jakarta: PT. Prenhallindo.
- Wahyudi, U. & Pawestri, H.P. (2006, Agustus 23-26). Implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan: dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. *Symposium Nasional Akuntansi IX, Padang*.
- Willekens, M., Bauwhede, H. dan Gaeremynck, A., (2004). Voluntary audit committee formation and practices among Belgian listed companies, *International Journal of Auditing*, 8, Iss.3, 207-222.