

# KUALITAS AUDIT SEBAGAI PENENTU BIAYA HUTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Anton Robiansyah<sup>1</sup>, Kamaludin<sup>2</sup>, Nurna Aziza<sup>3</sup>

<sup>1</sup>*Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Bengkulu*

<sup>2,3</sup>*Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Bengkulu*

---

## Abstract

This study aims to analyze the effect of the investment opportunity set (IOS), audit quality, debt maturity, and institutional ownership on debt costs.

The population of this research is all manufacturing companies listed on the IDX in 2011-2014. The sampling technique used purposive sampling, obtained a sample of 72 companies. Data analysis used OLS (Ordinary Least Square).

The results showed that audit quality has a negative effect on the cost of debt, while the investment opportunity set (IOS), debt maturity, and institutional ownership do not affect the cost of debt..

Keywords: government characteristics, audit findings, regional financial performance

---

## 1. Pendahuluan

Teori keagenan menjelaskan bagaimana hubungan antara pemegang saham (prinsipal) dan manajemen (agen). Agen melakukan pengelolaan perusahaan dimana manajer bertanggung jawab terhadap pengambilan keputusan strategis dalam operasional sehari-hari perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Agency Theory menjelaskan mengenai ketidaksamaan kepentingan (conflict of interest) antara principal dan agent yang dapat menimbulkan agency problem. Agency problem yang timbul antara principal dan agent disebabkan karena adanya asimetri informasi. Asimetri informasi merupakan suatu kondisi dimana pihak manajemen lebih banyak mengetahui kondisi internal perusahaan dibandingkan principal sehingga mengakibatkan konflik keagenan. Untuk meminimalisir konflik keagenan diperlukan pengawasan atau monitoring yang menyebabkan adanya agency cost. Agency cost adalah biaya yang dikeluarkan pihak prinsipal (pemegang saham) untuk meyakinkan agar agen bekerja sungguh-sungguh untuk kepentingan pemegang saham (Lukas, 1999).

Jensen (1986) berpendapat bahwa salah satu solusi untuk mengurangi konflik keagenan adalah dengan hutang, dengan adanya hutang pemegang saham dapat memonitoring kinerja manajemen. Hutang merupakan salah satu cara memperoleh dana dari pihak kreditor. Dana yang diberikan oleh kreditor dalam hal pendanaan terhadap perusahaan tersebut menimbulkan cost of debt bagi perusahaan, dimana biaya hutang (cost of debt) merupakan tingkat bunga yang diterima oleh kreditor sebagai tingkat pengembalian yang di syaratkan. Ketika perusahaan memutuskan investasi dan menggunakan dana dari hutang maka cost of debt perusahaan akan meningkat. Myers (1997) memperkenalkan set kesempatan investasi (IOS) dalam kaitannya untuk mencapai tujuan

perusahaan yang bertumbuh. Menurut IOS memberikan petunjuk yang lebih luas bagi perusahaan mengenai tujuan investasi sebagai tujuan utama tergantung pada pengeluaran perusahaan dimasa yang akan datang. IOS merupakan suatu kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan NPV (net present value) positif.

Kualitas audit juga mempengaruhi cost of debt, selama ini kondisi pemantauan langsung yang dilakukan kreditor dapat menyebabkan biaya pemantauan menjadi tinggi (Prasetyo, 2013). Hal ini membuka kesempatan untuk memberikan fungsi pemantauan sepenuhnya kepada auditor. Pemantauan yang dilakukan auditor menggeser jauh fungsi pengawasan dari kreditor yang akan berpengaruh terhadap menurunnya biaya utang (cost of debt). Jatuh tempo hutang adalah juga salah satu faktor yang harus dipertimbangkan ketika melakukan pembiayaan investasi dari kebijakan hutang serta mampu mengurangi asimetri informasi (Sarmiento, et al 2014). Ketika perusahaan ingin memilih hutang sebagai sumber pembiayaan, mereka harus menentukan ukuran tingkat hutang yang perusahaan harus ambil dan periode jatuh temponya. Setiap perusahaan yang menggunakan hutang untuk membiayai investasi dan operasinya harus membuat keputusan tentang kematangan optimal hutang, apakah akan memilih hutang jangka pendek atau memilih hutang jangka panjang (Berlin, 2005). Pada saat hutang perusahaan telah jatuh tempo maka perusahaan harus membayar penuh semua hutangnya dan untuk membayar hutang tersebut harus disediakan dana.

Wahidahwati (2002), menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Secara implisit kebijakan hutang merupakan suatu kebijakan yang di ambil perusahaan untuk mendanai proyek investasi atau kegiatan perusahaan dari pihak eksternal (kreditor), yang berarti bahwa dengan perusahaan melakukan kebijakan hutang maka cost of debt akan meningkat. Hasil senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Masdupi (2005) dan Patricia (2014). Hasil penelitian berbeda dengan yang dilakukan oleh Murni dan Adriana (2007) yang menunjukkan kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang dimana kepemilikan institusional memiliki wewenang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham kelompok lain untuk cenderung memilih proyek yang lebih berisiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi.

Berdasarkan penelitian terdahulu dan terdapat kontradiksi (perbedaan) antara penelitian satu dengan yang lainnya. Penulis menjadi tertarik untuk menguji kembali penelitian tentang cost of debt yang hasilnya masih belum konsisten, serta menggabungkan beberapa variabel yang sudah diteliti sebelumnya. Oleh karena itu, tujuan penelitian ini adalah menguji pengaruh set kesempatan investasi, kualitas audit, jatuh tempo hutang, dan struktur kepemilikan institusional terhadap biaya hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## **2. Tinjauan Pustaka**

### *2.1. Teori Agency*

Jensen and Meckling (1976) mendefinisikan kontrak antara satu atau beberapa orang principal yang mendelegasikan wewenang kepada orang lain (agent) untuk mengambil keputusan dalam menjalankan perusahaan. Prinsip utama teori ini adalah pernyataan adanya hubungan kinerja antara pihak yang memberi wewenang (principal) seperti pemilik saham, kreditor, serta investor kepada pihak yang menerima wewenang (agent) yaitu manajemen perusahaan, dalam bentuk kontrak kerjasama.

Pelaksanaan kontrak tersebut menimbulkan biaya yang disebut agency cost, yaitu biaya yang timbul agar manajer bertindak selaras dengan tujuan pemilik, seperti pembuatan kontrak ataupun pengawasan. Dalam teori agensi, dijelaskan bahwa masalah antara principal dan agent timbul

karena adanya informasi yang asimetris (information asymetry). Informasi asimetri adalah keadaan dimana informasi yang diberikan kepada principal berbeda dengan yang diberikan kepada agent untuk melakukan tindakan oportunistik. Tindakan oportunistik adalah tindakan yang tujuannya mementingkan kepentingan mereka sendiri. Hal tersebut dikarenakan manajemen perusahaan lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan dengan investor dan kreditor lainnya, Jensen and Meckling (1976).

Teori keagenan dalam kaitannya dengan biaya utang adalah merupakan salah satu solusi untuk mengurangi konflik keagenan dan peluang perusahaan untuk bertumbuh. Dengan perusahaan melakukan kebijakan hutang untuk membiaya proyek investasi dan kebutuhan operasional perusahaan, dimana kebijakan hutang akan meningkatkan biaya hutang (cost of debt) serta dengan adanya hutang perusahaan dapat memonitoring kinerja manajemen agar lebih efisien.

## 2.2. *Cost of Debt (Biaya Hutang)*

Fabozzi (2007) mendefinisikan cost of debt sebagai tingkat pengembalian yang diinginkan kreditor saat memberikan pinjaman kepada perusahaan. Cost of debt dapat didefinisikan sebagai tingkat yang harus diterima dari investasi untuk mencapai tingkat pengembalian (yield rate) yang dibutuhkan oleh kreditor atau dengan kata lain adalah tingkat pengembalian yang dibutuhkan oleh kreditor saat melakukan pendanaan dalam suatu perusahaan (Fabozzi 2007).

Biaya hutang meliputi tingkat bunga yang harus dibayar oleh perusahaan ketika melakukan pinjaman. Sedangkan menurut Juniarti dan Sentosa (2009), 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. Chen dan Steiner (1999) menyatakan bahwa perusahaan menggunakan utang untuk mendanai sebagian besar aset. Kebijakan utang berhubungan positif dengan risiko keuangan. Peningkatan risiko keuangan berarti menimbulkan konflik sehingga diperlukan pengaturan terhadap penggunaan hutang untuk mengurangi konflik keagenan.

Agar konflik keagenan tidak merugikan pemilik perusahaan, mekanisme yang sering ditempuh adalah dengan meningkatkan monitoring dan kontrol terhadap keputusan-keputusan manajemen. Dari sisi kreditor, transparansi manajemen akan mengurangi debt agency problem. Dengan mempertimbangkan bahwa perusahaan-perusahaan multinasional mempunyai monitoring dan kontrol yang lebih baik terhadap manajemen juga lebih transparan, maka diharapkan perilaku manajemen akan lebih sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan. Dengan demikian maka keputusan pendanaa yang diambil diharapkan tidak akan merugikan pemilik perusahaan dan juga krediturnya.

## 2.3. *Set Kesempatan Investasi (IOS) dan Cost of Debt*

Set kesempatan investasi yang akan mempengaruhi cost of debt, teori keagenan menjelaskan penyebab terjadinya konflik keagenan dalam hubungan dengan cost of debt. Dimana konflik terjadi antara manajer dan kreditor muncul ketika manajer mengambil proyek-proyek yang mempunyai risiko lebih besar dari yang diperkirakan oleh kreditor. Dalam hal ini kreditor tidak mau dirugikan apabila dana yang diinvestasikan pada proyek-proyek yang berisiko tinggi, karena akan meningkatkan risiko kebangkrutan, yang akhirnya mempengaruhi kepercayaan kreditor. Ketika manajer menempatkan proyek investasi yang berisiko tinggi maka kreditor lebih memilih untuk

memberikan cost of debt yang lebih besar kepada perusahaan dan pihak kreditur menjadi lebih berhati-hati dalam memberikan pinjaman (Abor dan Bokpin, 2010).

Perusahaan mengalami underinvestment problem, dimana investasi yang dilakukan perusahaan tidak mampu terealisasi maka perusahaan menghadapi masalah mengenai pendanaan terhadap investasi tersebut. Manajemen dihadapkan pada pilihan untuk menggunakan dana internal dari laba ditahan atau menggunakan dana eksternal dari utang. Ketika perusahaan memutuskan melakukan pendanaan dengan menggunakan hutang maka perusahaan akan meningkatkan cost of debt. Semakin besar perusahaan mendapatkan dana pendanaan suatu investasi maka semakin besar pula cost of debt (Sarmiento, 2014).

Lai (2011) menemukan kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap cost of debt, sejalan dengan penelitian Lai (2011), Patricia (2014) juga menemukan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Secara implisit ketika perusahaan melakukan kebijakan hutang maka cost of debt perusahaan akan meningkat. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki arus kas besar tinggi akan memonitor perilaku manajer dalam melakukan investasi dengan menambah utang, sehingga manajer tidak akan membuang-buang kas bebas perusahaan untuk investasi yang tidak menguntungkan. Berdasarkan uraian di atas maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut.

H1 : Set Kesempatan Investasi (IOS) berpengaruh positif terhadap Cost of Debt.

#### *2.4. Kualitas Audit dan Cost of Debt*

Monitoring yang dilakukan oleh auditor dapat mengurangi agency problem karena auditor bekerja secara independen dan hasil auditnya mencerminkan kinerja manajemen sebenarnya. Tingginya suatu kualitas audit yang dihasilkan auditor dapat dilihat dari beberapa faktor, seperti sumber daya yang dimilikinya, kehati-hatian dalam melakukan aktivitas auditing, dan reputasi KAP-nya didalam pasar modal. Hasil audit dari KAP Big-4 dipandang berkualitas karena memenuhi faktor-faktor tersebut. Risiko asimetri informasi yang dihadapi perusahaan tentu akan berkurang dan dapat berakibat mengurangi cost of debt.

Pada beberapa penelitian, kehadiran auditor yang berkualitas dalam mengurangi agency problem antara agent dan principal. Penelitian yang dilakukan Kim et al, (2007) dan Lai (2011) menyatakan bahwa kualitas auditor berpengaruh negatif terhadap cost of debt dimana kreditur mengenakan biaya pinjaman lebih rendah untuk perusahaan yang diaudit KAP Big-4 daripada perusahaan yang diaudit KAP non Big-4. Perusahaan yang di audit oleh KAP Big4 memiliki kecenderungan kreditur memberikan bunga pinjaman yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang di audit oleh KAP Non Big4 karena dengan perusahaan yang di audit oleh KAP Big4 kreditur dianggap memiliki kualitas laporan keuangan terpercaya sehingga berimplikasi terhadap cost of debt perusahaan yang memberikan bunga pinjaman lebih rendah.

Sejalan dengan penelitian Kim dan Lai, Prasetyo (2013) juga menemukan kualitas auditor berpengaruh negatif terhadap cost of debt penyebabnya dimungkinkan karena KAP Big 4 lebih memiliki reputasi terpercaya dan menghasilkan laporan keuangan yang kredibel dibanding dengan KAP non Big 4 oleh para kreditor, sehingga perusahaan yang menggunakan jasa KAP Big 4 dapat menurunkan cost of debt perusahaannya. Berdasarkan uraian diatas, perumusan hipotesis dalam penelitian ini adalah.

H2 : Kualitas auditor berpengaruh negatif terhadap cost of debt.

## 2.5. Debt Maturity (Jatuh Tempo Hutang) dan Cost of Debt

Agency cost yang rendah dimiliki perusahaan apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi. Hal ini dikarenakan apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi akan membuat kontrol maupun proses pengawasan terhadap para manajer tidak hanya dilakukan oleh para pemegang saham tetapi juga dilakukan oleh pihak kreditur. Penambahan dana dari pihak eksternal menyebabkan kinerja manajer dimonitor oleh bursa, komisi sekuritas, dan penyedia dana baru. Pengawasan kinerja menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga mengurangi biaya keagenan. Sudah lama diakui bahwa monitoring yang dihubungkan dengan utang dapat mengurangi konflik agensi antara manajer dan shareholder (Jensen dan Meckling, 1976).

Lai (2011) menemukan bahwa jatuh tempo hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap biaya hutang. Jatuh tempo utang mengacu pada jumlah utang jangka pendek yang telah jatuh tempo berdasarkan kontrak antara peminjam dan pemberi pinjaman, ketika jatuh tempo hutang sudah memasuki masa waktunya perusahaan wajib untuk membayarnya sesuai dengan nilai yang telah ditetapkan. Dengan hutang jatuh tempo jangka pendek pihak kreditur lebih percaya kepada perusahaan sehingga memberikan bunga pinjaman yang lebih rendah dan akan mempermudah bagi perusahaan untuk meminjam kembali dana untuk membiayai kegiatan operasional maupun untuk kesempatan investasinya. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut.

H3 : Jatuh tempo utang (debt maturity) berpengaruh negatif terhadap cost of debt.

## 2.6. Kepemilikan Institusional dan Cost Of Debt

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa apabila proporsi kepemilikan saham oleh manajer perusahaan kurang dari 100 persen merupakan awal dari agency problem, hal ini terjadi karena manajer cenderung bertindak untuk kepentingan dirinya sendiri bukan berdasarkan kepentingan dan tujuan perusahaan. Hal tersebut akan menimbulkan konflik antar beberapa pihak yang memiliki kepentingan dalam perusahaan. konflik dapat terjadi antara manajemen dan pemilik perusahaan, antara manajer bersama-sama pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas, antara pemegang saham dengan para kreditur, juga antara manajer dengan stakeholders lainnya.

Besarnya kontrol dari pemegang saham bergantung seberapa besar kepemilikan institusional pada perusahaan. Pemegang saham disini bertindak untuk membatasi manajemen dalam menggunakan utang. Bhoraj dan sengupta (2003) menemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan cost of debt perusahaan. Hasil penelitian Masdupi (2005) dan Patricia (2014) menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap biaya hutang, serta Roberts dan Yuan (2009) juga menemukan hubungan negatif kepemilikan institusional terhadap biaya hutang. Dengan demikian, kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya utang yang diterima perusahaan.

Elyasiani et al. (2010) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peran penting terhadap biaya hutang. Hal ini dikarenakan investor institusional berada pada posisi yang lebih baik untuk mempelajari kondisi perusahaan dan mendapat manfaat yang lebih besar. Sehingga perhatian yang diberikan investor institusional dapat menciptakan reputasi perusahaan yang lebih baik di

pasar modal sehingga memungkinkan perusahaan untuk dapat memperoleh biaya hutang yang lebih rendah. Berdasarkan uraian diatas maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut.

H4 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap cost of debt.

## 2. Metode Penelitian

### 3.1. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Dalam penelitian ini terdapat satu variabel dependen yakni cost of debt (biaya hutang) sedangkan variabel independennya yakni set kesempatan investasi (IOS), kualitas audit, debt maturity (jatuh tempo hutang), dan kepemilikan institusional.

#### 1. Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Cost of Debt (COD) adalah dihitung dari besarnya beban bunga perusahaan dalam satu periode dibagi dengan jumlah rata-rata pinjaman jangka panjang dan jangka pendek yang menghasilkan bunga pinjaman selama tahun Bringham dan Houston (2001). Dalam penelitian ini rumus yang digunakan dalam penghitungan cost of debt adalah sebagai berikut:

$$\text{COD} = \text{KD} (1-\text{T})$$

Ket:

KD : Beban Bunga/Rata-Rata Total Hutang

T : Tarif Pajak

#### 2. Variabel Independen (X)

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi variabel terikat, baik secara positif maupun negatif (Sekaran, 2006). Dalam penelitian ini variabel yang akan diuji dalam kaitannya dengan pengaruh yang diberikan terhadap cost of debt antara lain :

##### a. Set Kesempatan Investasi (IOS)

Set Kesempatan Investasi di ukur oleh beberapa proksi yang akan digunakan dalam bidang akuntansi dan keuangan dalam mengukur IOS. Menurut Kallapour dan Trombley (1999) salah satu alat untuk mengukur set kesempatan investasi adalah dengan proksi berbasis pada harga. Dalam penelitian ini untuk mengukur IOS adalah dengan proksi berbasis pada harga. Proksi IOS yang berbasis pada harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar dan ingin melihat sejauh mana keberhasilan perusahaan terhadap investasi yang dilakukan terkait dengan peningkatan harga saham. Berdasarkan penelitian Lai (2011) dan Patricia (2014) proksi IOS berbasis harga diukur dengan menggunakan tiga ukuran analisis faktor yaitu rasio Market to Book Asset (FIRMASS), Market to Book Equity (MKTBKEQ), gross property, plant, and equipment ratio (PPEGT), dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{FIRMASS} = \text{MVE} + \text{Hutang Jangka Panjang} / \text{Total Aset}$$

$$\text{MKTBKEQ} = \text{MVE} / \text{Total Ekuitas}$$

$$\text{PPEGT} = \text{PPE} / \text{MVE} + \text{Hutang Jangka Panjang}$$

Ket : MVE = saham beredar x closing price

PPE = Log (PPE Bruto)

\*PPE Bruto : Nilai buku PPE + Penyusutan

Berdasarkan proksi yang digunakan untuk mengukur variabel set kesempatan investasi terdapat tiga alat ukur, maka digunakan Uji Confirmatory Factor Analysis (CFA) yaitu untuk menguji apakah suatu konstruk mempunyai unidimensionalitas atau apakah indikator-indikator yang digunakan dapat mengkonfirmasi sebuah konstruk atau variabel. Jika masing-masing indikator merupakan indikator pengukur konstruk maka akan memiliki nilai loading factor yang tinggi. CFA akan mengelompokkan masing-masing indikator kedalam beberapa faktor (Ghozali, 2013). Analisis faktor harus memiliki korelasi yang cukup untuk memenuhi pengujian tersebut yang didasarkan pada dua pendekatan yaitu Kaiser-Meyer- Olkin Measure of Sampling Adequacy (KMO MSA) dan nilai eigen value. Nilai KMO MSA > 0,5 dan Eigen Value >1 (Ghozali, 2013).

b. Kualitas Audit

Ukuran KAP digunakan sebagai proksi untuk mengukur kualitas audit dan menggunakan pedoman penelitian Lai (2011) serta Kartiko dan Martani (2015). Ukuran KAP ini dibedakan menjadi dua yaitu untuk KAP big four dan KAP non big-four. Variabel ini diukur dengan menggunakan variabel dummy dimana angka 1 diberikan jika auditor yang mengaudit perusahaan merupakan auditor dari KAP big four dan 0 jika perusahaan diaudit oleh KAP non big four.

c. Debt Maturity (Jatuh Tempo Hutang)

Jatuh tempo utang mengacu pada jumlah utang jangka pendek yang telah jatuh tempo berdasarkan kontrak antara peminjam dan pemberi pinjaman. Pada saat utang perusahaan telah jatuh tempo maka perusahaan harus membayar penuh semua hutangnya. Semakin banyak hutang yang harus dibayar semakin besar dana yang harus disediakan untuk memenuhi kewajibannya. Berdasarkan penelitian Lai (2011) jatuh tempo utang (debt maturity) dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$JTU = \text{Kewajiban Lancar} / \text{Total Hutang}$$

d. Kepemilikan Institusional

Proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusional di ukur dalam persentase saham yang dimiliki oleh investor dalam perusahaan. Fitriyah dan Hidayat (2011) serta Patricia (2014) Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan yang mayoritas dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, asset management dan kepemilikan institusi lain). Kepemilikan institusional dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$KI = \text{Saham yang dimiliki Institusional} / \text{Jumlah Saham Beredar}$$

### 3.2 Motode Analisis

Motode analisis menggunakan analisis regresi berganda, menggunakan ordinary least square (OLS) dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{COD} = \beta_0 + \beta_1 \text{IOS} + \beta_2 \text{KA} + \beta_3 \text{JTU} + \beta_4 \text{KI} + \varepsilon$$

Ket:

COD = Cost Of Debt

IOS = Kesempatan Investasi

JTU = Debt Maturity (Jatuh Tempo Hutang)

KA = Kualitas Audit

KI = Kepemilikan Institusional

$\varepsilon$  = Error

$\beta$  = Konstanta

#### 4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

##### 4.1. Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini populasi adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2011 sampai tahun 2014. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dengan periode pengamatan ini dari tahun 2011-2014 yang memenuhi kriteria. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode purposive sampling. Dengan kriteria yang telah ditetapkan maka jumlah sampel dalam penelitian ini berjumlah 72 perusahaan dengan jumlah observasi sebanyak 288 observasi.

##### 4.2. Analisa Faktor Untuk Menentukan Proksi IOS

IOS berbasis harga diukur dengan menggunakan tiga ukuran analisis faktor yaitu rasio Market to Book Asset (FIRMASS), Market to Book Equity (MKTBKEQ), gross property, plant, and equipment ratio (PPEGT). Berdasarkan proksi yang digunakan untuk mengukur variabel set kesempatan investasi terdapat tiga alat ukur, maka digunakan Uji Confirmatory Factor Analysis (CFA) yaitu untuk menguji apakah suatu konstruk mempunyai unidimensionalitas atau apakah indikator-indikator yang digunakan dapat mengkonfirmasi sebuah konstruk atau variabel. Proksi dari IOS dan mengelompokkan menjadi satu dengan factor loading tinggi dikarenakan IOS merupakan unobservable laten. Adapun hasil dari CFA dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 1. Confirmatory Factor Analysis IOS

A. KMO and Bartlett's Test			
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy			0,528
Bartlett's Test			229,915
Sig.			0,000
B. Communalities tiga nilai IOS			
IOS	FIRMASS	MKTBKEQ	PPEGT
Communalities	0,834	0,801	0,184
C. Eigenvalues untuk pengurangan matrik korelasi			
faktor	1	2	3
Eigenvalues	1,820	0,911	0,269
D. Korelasi antara faktor dengan IOS			
Faktor 1	FIRMASS	MKTBKEQ	PPEGT
IOS FAKTOR 1	0,913	0,895	-0,429

Hasil uji KMO ( Kaiser-Meyer-Olkin) menunjukkan bahwa nilai KMO sebesar  $0,528 > 0,50$ ,



begitu juga dengan nilai Bartlett's Test Chi-Square 229,915 dan signifikan pada 0,000, sehingga dapat disimpulkan analisis faktor dapat dilanjutkan (Ghozali, 2013). Berdasarkan hasil pengujian CFA proksi yang memenuhi kriteria dapat dikatakan unidimensionalitas atau indikator sebuah konstruk/variabel adalah faktor satu (1) yaitu dengan nilai eigenvalues  $1,820 > 1$ , sedangkan faktor 2 sebesar 0,911 dan 3 sebesar 0,269 tidak memiliki nilai eigenvalues  $> 1$ , maka proksi IOS hanya diwakili oleh faktor satu yang memiliki nilai  $> 1$ . Sehingga proksi IOS setelah diekstraksikan pada tiga proksi yang diperoleh adalah faktor 1 (nilai eigenvalues  $> 1$ ) yaitu FIRMASS, MKTBKEQ, dan PPEGT, maka diperoleh fact\_sums yaitu menjumlahkan semua hasil perhitungan dari proksi IOS menjadi satu, yaitu menjumlahkan hasil dari perhitungan proksi FIRMASS, MKTBKEQ, PPEGT kedalam satu faktor

#### 4.3. Statistik Deskriptif

Deskriptif statistik dapat dilihat dari nilai rata-rata (mean), maksimum, minimum, dan standar deviasi dari setiap variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah cost of debt (COD) sebagai variabel dependen dan variabel independen adalah IOS (investment opportunity set), kualitas audit, jatuh tempo hutang, dan kepemilikan institusional. Statistik deskriptif atas sampel penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 2 berikut ini.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
COD	0,000033	0,399196	0,05331610	0,049418455
IOS	-1,778210	70,904800	4,88211375	8,670123034
JTU	0,013410	2,819526	0,71865116	0,270610931
KI	0,000000	0,989600	0,70820113	0,199296757

#### 4.4. Hipotesis dan Pembahasan

Hipotesis penelitian ini terdiri dari empat hipotesis. Dalam pengujian setiap hipotesis akan dilakukan secara bersama-sama pada Tabel 3 sebagai berikut.

Tabel 3. Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel	Koefisien	t	Sig.	Keterangan
Konstanta	0,038	5,159	0,000	
IOS1	-0,007	-1,253	0,211	H1 ditolak
KA	-0,010	-2,485	0,014	H2 diterima
JTU1	-0,002	-0,259	0,796	H3 ditolak
KII	-0,003	-0,193	0,847	H4 ditolak
R Square	0,055			
Adjusted R Square	0,037			
F	3,482			
Sig	0,009			

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pertama dapat disimpulkan bahwa variabel set kesempatan investasi (IOS) tidak berpengaruh terhadap biaya utang (cost of debt) artinya ketika perusahaan dihadapkan pada pilihan investasi dari sebuah set kesempatan investasi untuk bertumbuh perusahaan cenderung menggunakan sumber pendanaan untuk membiayai investasi tersebut dengan

menggunakan dana internal dan perusahaan lebih memilih menerbitkan saham untuk memperoleh dana bukan dengan hutang, sehingga tidak mempengaruhi cost of debt perusahaan. Konflik keagenan menjadi berkurang antara manajemen dan prinsipal ketika manajemen menempatkan dana internal untuk membiayai suatu kesempatan investasi pada investasi yang bernilai NPV positif, karena dianggap menguntungkan bagi perusahaan dan berdampak pada peningkatan harga saham.

Hasil pengujian ini tidak sejalan dengan hipotesis yang telah dibuat berdasarkan penelitian Lai (2011) dan Patricia (2014), yang menyebutkan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap cost of debt, karena apabila perusahaan melakukan pembiayaan terhadap suatu kesempatan investasi dari penggunaan dana eksternal (hutang) maka biaya hutang menjadi meningkat. Namun hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Khoirunnisa (2014) yang memperoleh hasil adanya pengaruh negatif tidak signifikan set kesempatan investasi terhadap biaya utang. Hal ini berarti, jika set kesempatan investasi mengalami peningkatan, maka biaya hutang akan tetap atau konstan. Ketika perusahaan memiliki potensi bertumbuh yang tinggi dari kesempatan investasi, perusahaan cenderung lebih menggunakan dana internal daripada melakukan hutang/pinjaman untuk membiaya investasi. Jadi dapat disimpulkan bahwa set kesempatan investasi memiliki arah negatif dan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap cost of debt. Hal ini terjadi dikarenakan ketika perusahaan memiliki set kesempatan investasi untuk bertumbuh, perusahaan lebih cenderung memperoleh sumber dana pendanaan untuk investasinya dengan menggunakan dana internal daripada menggunakan hutang dan dengan menggunakan dana internal diharapkan dapat mengurangi agency cost.

Hipotesis dua pada penelitian menyatakan bahwa kualitas audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap biaya hutang. Berdasarkan pengolahan data yang telah dilakukan. Variabel kualitas audit diukur dengan menggunakan variabel dummy dengan memberikan angka 1 untuk perusahaan di audit oleh KAP BIG4 dan 0 jika perusahaan tidak di audit oleh KAP Non BIG4. Menunjukkan hasil yang signifikan yang berarti variabel kualitas audit diterima. Dengan demikian terdapat hubungan signifikan yang berarti variabel kualitas audit memiliki pengaruh negatif terhadap cost of debt. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Juniarti dan Sentosa (2009) yang menyatakan kualitas audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap cost of debt. Menurut Juniarti dan Sentosa (2009) semakin besar kualitas audit, maka cost of debt perusahaan semakin kecil. Hasil penelitian Lai (2011) juga menemukan hasil bahwa kualitas audit berpengaruh negatif signifikan terhadap cost of debt, dengan perusahaan yang di audit oleh KAP BIG4 dianggap perusahaan lebih memiliki laporan keuangan yang berkualitas. Prasetyo (2013) juga menemukan bahwa kualitas audit memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap cost of debt. Nugroho dan Meiranto (2014) juga menemukan hasil penelitiannya yang menjelaskan bahwa kualitas audit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap cost of debt.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis ketiga, variabel jatuh tempo hutang dihitung berdasarkan perbandingan antara kewajiban lancar dengan total hutang. Hasil pengujian variabel ketiga ini menemukan bahwa jatuh tempo hutang tidak berpengaruh terhadap cost of debt. Jatuh tempo hutang yang mengacu pada hutang jangka pendek yang telah jatuh tempo berdasarkan kontrak antara peminjam kepada kreditur (pemberi pinjaman) dengan jatuh tempo hutang jangka pendek diharapkan kreditur lebih percaya kepada perusahaan sehingga kreditur memberikan bunga pinjaman yang rendah. Jatuh tempo hutang menjelaskan bahwa perusahaan yang terkait dengan pendanaan biaya operasional dan keputusan investasi yang memiliki kewajiban lancar yang rendah daripada total hutang akan mengakibatkan risiko pembayaran hutang yang akan jatuh tempo menjadi semakin rendah, artinya perusahaan cenderung menggunakan sumber dana internal dalam

melakukan kegiatan operasional dan investasi sehingga tidak perlu perusahaan menambah hutang. Perusahaan dengan memiliki kewajiban lancar yang rendah cenderung menyukai pendanaan dengan menggunakan laba ditahan atau dana internal untuk kegiatan operasional dan investasinya. Perusahaan yang hutang jatuh temponya sudah masuk masa pembayarannya perusahaan dihadapkan pada pembayaran hutang tersebut, ketika perusahaan ingin memperoleh dana untuk membayar hutang tersebut perusahaan melakukan pinjaman kembali dengan hutang jangka panjang sehingga tidak mempengaruhi cost of debt.

Selanjutnya berdasarkan hasil pengujian hipotesis keempat dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap cost of debt. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Nurmasari (2015) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap cost of debt, dibuktikan dengan nilai koefisien sebesar -0,718 pada nilai signifikansi 0,133. Penelitian Nurmasari (2015) menunjukkan bahwa persentase kepemilikan institusional yang cukup besar tidak mampu menjadi pengontrol atas penggunaan hutang, sehingga tidak berpengaruh terhadap cost of debt perusahaan. Kepemilikan institusional berkonsentrasi pada penanaman modal dalam perusahaan dan tidak terlibat pada proses pengambilan keputusan yang dilakukan manajemen.

Penelitian Safitri (2015) juga menemukan hasil bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap cost of debt, karena kepemilikan institusional berlaku sebagai pengawas terhadap kinerja manajemen dan manajemen dianggap sebagai pihak yang lebih mengerti terhadap kebutuhan pendanaan didalam perusahaan sehingga kepemilikan institusional bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan manajemen. Kepemilikan institusional yang berlaku cukup besar sebagai pengawas dapat mengurangi konflik agensi karena dapat memonitor secara langsung kinerja manajemen. Jadi dapat disimpulkan bahwa ada atau tidaknya kepemilikan institusional perusahaan – perusahaan di Indonesia tidak mempengaruhi hubungan kepemilikan institusional dan cost of debt, dimana hal ini dikarenakan struktur kepemilikan di Indonesia yang masih belum jelas antara kepemilikan dan kontrol, sehingga menyebabkan fungsi kepemilikan sebagai monitor dan pengawasan terhadap kinerja manajemen dan fungsi kepemilikan untuk mencegah agency cost tidak berjalan dengan baik. Persentase kepemilikan institusional yang cukup besar tidak mampu menjadi pengontrol atas penggunaan hutang, karena pihak manajemen dianggap lebih mengetahui keputusan apa yang harus diambil dalam proses keputusan investasi, kepemilikan institusional hanya dijadikan pengawas terhadap kinerja manajemen sehingga dapat mengurangi konflik keagenan antara agent dan principal.

## 5. Kesimpulan

Pada dasarnya tujuan penelitian yaitu menguji pengaruh set kesempatan investasi (IOS), kualitas audit, jatuh tempo hutang, dan kepemilikan institusional terhadap cost of debt. Berdasarkan hasil yang diperoleh dari pengolahan dan analisis data dengan menggunakan analisis OLS (ordinary least square), dapat diambil kesimpulan sebagai berikut: Set kesempatan investasi tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap cost of debt. Hal ini terjadi dikarenakan ketika perusahaan yang memiliki kesempatan investasi untuk bertumbuh, perusahaan lebih cenderung memperoleh dana pendanaan untuk investasinya dengan menggunakan dana internal dan menerbitkan saham daripada menggunakan hutang sehingga set kesempatan investasi untuk bertumbuh suatu perusahaan tidak akan mempengaruhi cost of debt. Kualitas audit terbukti memiliki pengaruh terhadap cost of debt. Perusahaan yang memilih KAP BIG4 yang memiliki reputasi yang baik dan ini dipandang sebagai hal positif bagi pihak kreditor karena perusahaan tersebut di nilai lebih transparan, dan memiliki

kualitas laporan keuangan yang baik, sehingga risiko perusahaan menjadi lebih rendah dan pihak kreditur memberikan bunga pinjaman rendah yang berdampak pada cost of debt perusahaan semakin kecil. Jatuh tempo hutang tidak terbukti memperkuat pengaruh terhadap cost of debt. Menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki kewajiban lancar lebih rendah daripada total hutang akan mengakibatkan risiko pembayaran hutang yang akan jatuh tempo menjadi semakin rendah dan tidak berpengaruh terhadap cost of debt. Kepemilikan institusional tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap cost of debt. Menjelaskan bahwa ada atau tidaknya kepemilikan institusional perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak mempengaruhi hubungan kepemilikan institusional dan biaya utang.

## References

- Abor, J Dan Bokpin, G. A. (2010). Investment Opportunities, Corporate Finance, And Dividend Payout Policy: Evidence From Emerging Markets. *Studies In Economic And Finance*, Vol. 27, No. 3: Hal. 180-194.
- Aivazian, Varouj A., Ying Ge dan Jiaping Qiu. (2007). Debt Maturity Structure and Firm Investment. *Financial Management*, 34 (4), Hal. 107-119.
- Atmaja, Lukas Setia. (1999). *Manajemen Keuangan*, Edisi 2, Andi Offset. Jakarta Berlin, M. (2005). Debt Maturity: What Do Economic Say? What Do CFO Say?. Federal Reserve Bank Of Philadelphia.
- 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>.
- Brigham, Eugene F, dan Houston, Joel F. (2001). *Manajemen Keuangan*. Edisi 8. Jakarta: Erlangga. Hal. 407
- Causholli, M & W.R. Knechel (2012). Lending Relationships, Auditor Quality And Debt Cost. *Managerial Auditing Journal*. Vol.27 Iss.6 Hal.550-572.
- Cornett M. M, Marcuss, S.J. & Tehraniyan, 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 dan R. S. Hansen. (1999). A Test of the Agency Theory of the Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management Winter*, Hal. 36-46.
- DeAngelo, Linda Elizabeth. (1981). Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economic*, Juli 1981, Vol. 3 Hal.183-199.
- Diamond, D.W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *Quarterly Journal of Economic*. 106, Hal.709-737.
- Elyasiani, E. J. Jia and C. X. Mao. (2010). Institutional Ownership Stability and The Cost Of Debt. *Journal of Financial Markets*. 13, Hal.475-500.
- Fabozzi, F.J. (2007). *Bond markets, analysis, and strategies* (ed.8). New Jearsey: Prentice Hall.
- Fitriyah, Fury K dan Hidayat, Dina. (2011). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi, Dan Arus Kas Bebas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Media Riset Akuntansi*, vol.1 (1).
- Gaver, J.J., and K.M. Gaver. (1993). Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics*. 16. Hal.125-160.
- Ghozali, Prof. Dr. Imam M. Com., Akt. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21, Update PLS Regresi*. Edisi 7. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hartono, jogiyanto. (1999). Agency Cost Explanation For Dividen Payment. Working paper, UGM
- Ikatan Akuntan Indonesia (2014). PSAK no.26. *Biaya Pinjaman*. Jakarta: Graha Akuntan
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo. (2002). *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*. Cetakan Kedua. Edisi Juni. Yogyakarta: BPFE.
- Jensen, MC dan William H Meckling. (1976). Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Juli 1976, Vol. 3 Hal.305-360.
- Juniarti & A.A. Sentosa. (2009). Pengaruh Corporate Governance dan Voluntary Disclosure terhadap Biaya Hutang (Cost of Debt). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 11, No. 2, Hal.88-100.
- Kartiko, Sigit Wahyu dan Dwi Martani. (2015). Peran Implisit Kualitas Audit dalam Menekan Perilaku Tax Avoidance. *Symposium Nasional Akuntansi 18, Medan 16-19 September 2015*.
- Kim, J. B., B. Y. Song., & J. S. L. Tsui. (2007). Auditor Quality, Tenure, and Bank Loan Pricing. Working Paper, Hongkong Polytechnic University.
- Lai, Kam-Wah. (2011). The Cost Of Debt When All-Equity firms Raise finance: The Role Of Investment Opportunities, Audit Quality And Debt Maturity. *Journal Of Banking & Finance* 35, 2011. Hal.1931-1940

- Murni, Sri Dan Adriana., (2007). Pengaruh Insider Ownership, Institusional Investor, Dividen Payment, Dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, Vol. 7 No. 1, Februari, Hal.15-24.
- Myers, S. (1977). "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, PP. 147-176.
- Nurmasari, Nuraini Desty (2015). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan Institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan Perusahaan, dan profitabilitas terhadap Kebijakan hutang perusahaan (studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar Di bursa efek indonesia). Skripsi, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Yogyakarta. Tidak Diterbitkan
- Patricia, Mayang, (2014). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Set Kesempatan Investasi, Dan Arus Kas Bebas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. Skripsi tidak dipublikasikan. Semarang. Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Penman, SH. (2001). *Financial Statment Analysis And Security Valuation*. International Edition. Mcgraw-Hill Irwin. Singapore.
- Pittman, J.A. & Fortin, S. (2004). Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, February, Hal.113-36.
- Prasetyo, Rian Eko Dan Raharja, Surya. (2013). Analisis Pengaruh Kualitas Auditor Dan Komite Audit Terhadap Cost Of Debt Dengan Usia Perusahaan Sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Pada Perusahaan Yang Melakukan Ipo Di Bei Tahun 2008-2012). *Diponegoro Journal Of Accounting*. ISSN (Online): 2337-3806, Vol. 2, No. 3, Thn 2013, Hal. 1-12
- Rahmawati, Annisa. (2014). Analisis Pengaruh Kualitas Pelaporan Keuangan Dan Maturitas Utang Terhadap Efisiensi Investasi. *Diponegoro Journal Accounting*. Vol. 3 No.3 Hal.1-12
- Ratnasari, Fitriana (2014). Analisis Pengaruh Kualitas Auditor dan Karakteristik Perusahaan terhadap Biaya Utang (Cost Of Debt). Skripsi, Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro, Semarang. Tidak Diterbitkan
- Roberts, G. S. dan L. Yuan. (2009). Doest Institusional Ownership Affect The Cost of Bank Borrowing? Working Paper. York Univesity.
- Safitri, Indah. (2015). Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, Vol.4 No.7 Sarmento, Jaquelina N. L. (2014). The Effect Investment Opportunity Set (IOS) And Corporate-Financing On Devidend Payyout Policy (A Study On Automative And Components Companies Listed In Indonesia Stock Exchange Period 2009-2011). *Jurnal administrasi bisnis (JAB)*, Vol. 13. No. 2. August
- Sartika, Widya. (2012). Analisis Hubungan Penghindaran Pajak Terhadap Biaya Hutang Dan Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi. Skripsi S1. Tidak dipublikasikan. Universitas Indonesia. Jakarta
- Sekaran, Uma. (2006). *Metodelogi Penelitian untuk Bisnis*. Edisi Keempat. Jakarta: Salemba Empat.
- Shelly (2009). Pengaruh Free Cash Flow Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Food And Beverages Di BEI. Skripsi USU Medan. Tidak Diterbitkan.
- Shleifer, A dan R.W. Vishny. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*. Vol.94, Hal. 461-488.
- Titman, S Dan B. Trueman (1986). Information Quality And The Valuation Of New Issues. *Journal Of Accounting And Economic*, Vol.8 Hal..159-172
- Wahidawati. (2002), Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5, No.1, Hal 1-16..

*Halaman ini sengaja dikosongkan*