

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN LIKUIDITAS PERUSAHAAN (Studi Empiris pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2014)

Yogy Rahman, Paulus Basuki Hadiprajitno¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

The aim of this research is to analyze the effect of ownership structures and corporate governance to corporate liquidity policy. Ownership structures used in this research are managerial ownership, institutional ownership, and foreign ownership. While the corporate governance mechanism used includes board of commissioners' size, independent board proportion, board of directors' size, and audit committee size.

This research used annual report of non-finance companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) 2012-2014. The sampling method in this research is purposive sampling, with the number of samples are 766 samples. Data analysis was performed with descriptive statistics, classical assumption and hypothesis testing of regression method using SPSS 23.

The empirical result of this study shows that independent board proportion and managerial ownership are negatively and significantly affected to corporate liquidity policy. The result also shows that board of commissioners' size, and board of directors' size are positively and significantly affected to corporate liquidity policy. While the other variables such as the audit committee size, institutional ownership and foreign ownership are not significantly affected to corporate liquidity policy. This research also find that the control variables which are firm size and dividend payout ratio have significant effect to corporate liquidity policy.

Keywords: corporate liquidity policy, corporate governance, ownership structure, agency problem

PENDAHULUAN

Penelitian ini bertujuan untuk mencoba memperluas pengetahuan mengenai perusahaan, dengan cara memberikan penjelasan dan bukti empiris bagaimana struktur kepemilikan saham dan penerapan tata kelola perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan likuiditas perusahaan di Indonesia.

Likuiditas merujuk pada kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya yang jatuh tempo (Bringham dan Enhardt, 2011). Pemenuhan kewajiban ini dapat dilakukan perusahaan menggunakan aset likuid yang dimilikinya. Bentuk aset yang paling likuid yang dimiliki oleh perusahaan adalah berupa kas dan setara kas, atau biasa disebut sebagai *cash holding*.

Berapa jumlah *cash holding* yang akan dipegang oleh perusahaan merupakan salah satu kebijakan penting yang harus diputuskan oleh manajer keuangan perusahaan. Kebijakan likuiditas ini erat kaitannya dengan keberlangsungan operasional harian perusahaan. Jika perusahaan menetapkan likuiditasnya pada tingkat yang rendah, maka akan meningkatkan kemungkinan perusahaan untuk mengalami kesulitan dalam pembayaran kewajiban jangka pendeknya. Hal inilah yang kemudian mendorong perusahaan untuk menetapkan likuiditasnya pada tingkat yang lebih tinggi. Akan tetapi, likuiditas yang terlalu tinggi juga bisa memberikan dampak negatif bagi perusahaan. Perusahaan akan melewatkan kesempatan untuk memperoleh imbal hasil yang lebih tinggi pada aset nonkas. Selain itu, perusahaan akan kesulitan memperoleh tingkat profitabilitas

¹ Corresponding author

yang optimum karena kelebihan kas tersebut seharusnya dapat digunakan perusahaan untuk meningkatkan aktivitas operasinya.

Likuiditas yang tinggi pada perusahaan bisa jadi merupakan indikasi adanya masalah keagenan, karena adanya perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen (Jensen, 1986). Pemilik menginginkan imbal hasil yang maksimal atas investasinya yang dapat dicapai jika modal pemilik tersebut diinvestasikan ke dalam bentuk aset yang paling menguntungkan. Kas adalah bentuk aset yang memberikan imbal hasil paling rendah. Sedangkan agen menginginkan kesejahteraannya dijamin oleh perusahaan. Manajer lebih menyukai adanya kas yang besar, karena bentuk aset likuid ini adalah yang paling mudah yang dapat digunakan oleh manajer untuk kesejahteraan dirinya sendiri (Myers dan Rajan, 1998). Atau dengan kata lain, masalah keagenan merupakan salah satu determinan penting dalam kebijakan likuiditas perusahaan (Dittmar, 2003).

Masalah keagenan yang terjadi pada perusahaan dapat diminimalisir dengan penerapan tata kelola perusahaan yang baik, yang diharapkan dapat menjamin manajer untuk bertindak bertanggung jawab dalam mengelola perusahaan, salah satunya dengan menentukan tingkat likuiditas yang optimal (Jensen dan Meckling, 1976).

Penerapan tata kelola perusahaan di sini adalah berkaitan dengan efektivitas pengelolaan perusahaan, serta kuatnya pengawasan terhadap pihak manajemen. Efektivitas pengelolaan perusahaan ini dapat dilihat dari bagaimana dewan direksi menjalankan perannya sebagai pihak yang mengelola perusahaan. Sedangkan mekanisme pengawasan ini berkaitan dengan dewan komisaris, independensi komisaris, komite audit perusahaan, serta keberadaan investor institusional dalam kepemilikan perusahaan. Jika semua fungsi tata kelola ini berjalan dengan baik, maka diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan dan tercapainya tujuan pemegang saham.

Penelitian terdahulu yang sudah mendalami permasalahan ini, kebanyakan dilakukan di negara maju saja. Topik ini menjadi menarik untuk diteliti di Indonesia, mengingat praktik tata kelola perusahaan ini masih sesuatu hal yang baru di Indonesia, yang secara formal mulai diterapkan sejak tahun 2004, bertepatan dengan didirikannya Komite Nasional Kebijakan *Governance* atau KNKG (Hadiprajitno, 2014).

Sejauh ini masih sedikit penelitian di Indonesia yang meneliti bagaimana pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan likuiditas perusahaan, salah satunya yaitu penelitian oleh Christina dan Ekawati (2014). Penelitian ini pun masih terbatas pada pengaruh kepemilikan institusional terhadap *excess cash holding* saja. Alasan lain yang melatarbelakangi dilakukannya penelitian ini yaitu karena terdapat inkonsistensi pada hasil penelitian-penelitian sebelumnya. Christina dan Ekawati (2014) dan Luo dan Hachiya (2005) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas. Ozkan dan Ozkan (2003) menemukan bahwa kepemilikan manajerial sampai tingkat 24% akan berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas. Papaioannou, *et al.* (1992) juga menemukan hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan likuiditas perusahaan. Terakhir penelitian Bokpin *et al.* (2011), yang menemukan pengaruh negatif antara komposisi dewan dengan *cash holding*. Hasil-hasil ini merupakan hasil penelitian yang sejalan dengan prediksi teori keagenan. Akan tetapi, terdapat juga beberapa hasil yang bertentangan teori keagenan. Seperti Bokpin *et al.* (2011) dan Luo dan Hachiya (2005) yang menemukan hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan likuiditas perusahaan. Atau hasil penelitian Bokpin *et al.* (2011) yang menemukan hubungan positif antara ukuran dewan komisaris dengan kebijakan likuiditas perusahaan.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Tujuan akhir yang hendak dicapai perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan pemilikinya. Menurut teori keagenan, dalam proses pencapaian tujuan ini diperlukan adanya pemisahan fungsi antara prinsipal dan agen. Pemilik atau pemegang saham adalah prinsipal, yang kemudian menyerahkan pengelolaan perusahaan miliknya kepada manajer atau agen. Model hubungan kontraktual ini membuat agen mengetahui lebih banyak informasi dibandingkan prinsipal, karena agen adalah pihak yang secara langsung menangani jalannya perusahaan atau biasa disebut sebagai asimetri informasi (Jensen dan Meckling, 1976).

Asimetri informasi ini memberikan kesempatan bagi manajer untuk melakukan *moral hazard* dan bertindak oportunistis, sehingga berkembang menjadi konflik kepentingan (Scott, 2000). Jensen (1986) mengungkapkan bahwa kas adalah jenis aset yang paling likuid dan mudah

untuk disalahgunakan oleh manajer. Kelebihan *cash holding* (setelah untuk pemenuhan kebutuhan operasional perusahaan), dapat dengan mudah digunakan manajer untuk kepentingannya sendiri. Hal ini merupakan salah satu masalah keagenan yang dapat menghambat pencapaian tujuan perusahaan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham.

Menurut Arifin (dikutip dari Krisnauli, 2014), cara untuk mengurangi masalah keagenan adalah dengan meningkatkan pengendalian dan pengawasan, yaitu dengan penerapan tata kelola perusahaan seperti pembentukan komisaris dan komite audit sebagai pengawas. Cara kedua adalah dengan pengendalian melalui struktur kepemilikan perusahaan, yang merupakan bagian dari prinsip penerapan tata kelola perusahaan yang baik, meliputi kepemilikan oleh manajerial untuk mengurangi konflik kepentingan antara agen dengan prinsipal, dan dengan kepemilikan institusional sebagai investor profesional yang lebih aktif dalam pengawasan portofolionya.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris Terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Teori keagenan menyatakan bahwa manajer (agen) dapat bertindak mementingkan diri sendiri dan tidak sesuai dengan kepentingan pemilik (prinsipal). Untuk mengatasi masalah ini, kemudian dibentuklah dewan komisaris sebagai bagian dari tata kelola perusahaan, yang bertanggung jawab untuk mengawasi segala tindakan dan keputusan yang diambil oleh manajer. Ukuran dewan komisaris yang besar memungkinkan pengawasan yang lebih baik bagi perilaku manajer, karena di dalam dewan yang besar tersebut terdapat anggota dewan komisaris yang memiliki latar belakang, kemampuan, pengalaman, dan profesionalisme yang berbeda-beda pula. Sehingga di dalam diskusi yang dilakukan oleh anggota dewan komisaris, terdapat debat yang lebih cair dan dapat menciptakan pengambilan keputusan yang lebih baik pula dan diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan, terutama yang berkaitan dengan kecenderungan manajer untuk mengakumulasi likuiditas dalam jumlah besar, yang dapat berakibat buruk bagi kinerja perusahaan dan dapat menghambat pencapaian tujuan perusahaan.

Fresard dan Salva (2008) menyatakan bahwa mekanisme tata kelola perusahaan yang ketat bisa membatasi kemampuan manajer untuk menyalahgunakan saldo kas perusahaan. Hal ini juga sesuai dengan penelitian Dittmar et al. (2003) yang menemukan bahwa perusahaan dengan tata kelola perusahaan yang buruk, cenderung memiliki saldo kas yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan tata kelola yang baik. Dengan demikian, diharapkan bahwa dewan komisaris yang lebih besar, dapat memberikan pengawasan yang lebih baik terhadap manajer dalam pengelolaan *cash holding* perusahaan. Pemikiran ini juga didukung oleh hasil penelitian Ozkan dan Ozkan (2003) yang menemukan arah hubungan negatif antara dewan komisaris (direktur non-eksekutif) terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Akan tetapi, penelitian Bokpin, et al. (2011) menemukan hal yang bertentangan, bahwa terdapat hubungan positif antara ukuran dewan direksi dengan kebijakan likuiditas perusahaan. Berdasarkan argumen di atas, maka dirumuskan hipotesis pertama penelitian ini adalah sebagai berikut.

H1: Ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan.

Pengaruh Proporsi Komisaris Independen Terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Komisaris independen adalah pihak yang tidak mempunyai hubungan bisnis dan kekeluargaan dengan pemegang saham pengendali, anggota direksi dan dewan komisaris lainnya, serta dengan perusahaan itu sendiri (KNKG, 2006). Komisaris independen bertanggungjawab untuk mengawasi tindakan manajemen, memberi nasihat kepada dewan direksi, serta memastikan telah diterapkannya tata kelola perusahaan yang baik. Keberadaan komisaris independen ini juga didukung oleh teori keagenan, bahwa perusahaan membutuhkan dewan yang secara independen mengawasi kinerja agen untuk mengurangi masalah keagenan yang sering muncul.

Kas merupakan bentuk aset yang paling mudah untuk disalahgunakan oleh manajer. Kas juga merupakan aset dengan imbal hasil yang paling rendah, sehingga untuk meningkatkan nilai perusahaan, manajer seharusnya menjaga *cash holding* perusahaan pada tingkat yang rendah (Bokpin et al., 2011). Karena itulah dibutuhkan komisaris independen yang bertugas untuk mengawasi kinerja manajer, dan diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan yang berkaitan dengan likuiditas tersebut. Pemikiran ini juga didukung oleh penelitian Bokpin et al. (2011) yang

menemukan bahwa komposisi dewan (proporsi dewan direksi independen) berpengaruh negatif terhadap *cash holding* perusahaan. Berdasarkan penjelasan ini, maka penulis merumuskan hipotesis kedua penelitian ini adalah sebagai berikut.

H2: Proporsi komisaris independen berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan.

Pengaruh Ukuran Dewan Direksi Terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Keberhasilan sebuah perusahaan dalam menjalankan bisnisnya sangat ditentukan oleh keberadaan dewan direksi. Dewan direksi adalah dewan yang bertugas menjalankan operasional harian perusahaan. Berdasarkan *code of corporate governance* yang dikeluarkan oleh KNKG (2006), fungsi pengelolaan yang dilakukan dewan direksi mencakup lima fungsi yaitu kepengurusan, manajemen risiko, pengendalian internal, komunikasi dan tanggung jawab sosial. Semakin besar ukuran dewan direksi maka semakin besar pula kemungkinan fungsi pengelolaan perusahaan dapat dilaksanakan dengan lebih baik, karena setiap anggota dewan direksi tersebut memiliki tanggung jawab terhadap fungsi pengelolaan yang lebih terbatas, sehingga anggota dewan direksi tersebut bisa bekerja dengan lebih fokus. Dewan direksi yang lebih besar juga akan lebih bijak dalam mengambil keputusan, karena keputusan yang diambil tersebut telah melalui tahap diskusi dan pembahasan yang lebih komprehensif jika dibandingkan dengan dewan yang jumlah anggotanya lebih sedikit. Keputusan yang dimaksud adalah kebijakan yang berkaitan dengan pengelolaan perusahaan, termasuk menentukan tingkat likuiditas perusahaan.

Dalam model hubungan keagenan, dewan direksi disebut juga sebagai agen. Menurut teori keagenan, ukuran dewan direksi berperan penting dalam pencapaian tujuan perusahaan karena dapat mengurangi masalah keagenan yang terjadi dalam perusahaan, yaitu berupa kelebihan likuiditas yang tidak perlu. Dewan direksi yang lebih besar dapat mengurangi kemungkinan salah satu atau beberapa orang dari anggota dewan tersebut untuk melakukan tindakan moral hazard, karena tindakan tersebut mungkin akan diketahui oleh anggota dewan direksi lain, yang lebih memiliki integritas dan tidak mau kompromi dengan tindakan tidak profesional tersebut.

Secara spesifik, belum ada penelitian yang membahas bagaimana pengaruh ukuran dewan direksi terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Karena kebanyakan penelitian yang sudah ada dilakukan di negara yang menganut *one-tier board system*. Berdasarkan penjelasan di atas, maka penulis merumuskan hipotesis ketiga pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

H3: Ukuran dewan direksi berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan.

Pengaruh Ukuran Komite Audit Terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Komite audit dibentuk dengan tujuan untuk membantu dewan komisaris dalam melakukan pengawasan atas hal-hal yang berkaitan dengan laporan keuangan, sistem pengendalian internal, pelaksanaan fungsi audit internal dan eksternal, penerapan prinsip tata kelola perusahaan yang baik, serta kepatuhan terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Menurut teori keagenan, jika fungsi pengawasan ini dapat dilakukan dengan baik, maka akan mengurangi masalah keagenan. Dengan kata lain, semakin besar jumlah anggota komite audit, diharapkan dapat menjalankan pengawasan yang lebih efektif. Dengan menambah jumlah anggota komite audit, maka akan menambah keyakinan dalam pengawasan oleh komite audit tersebut, karena terdapat pengalaman dan keahlian yang lebih beragam, sehingga diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan dalam perusahaan yaitu berupa pengelolaan likuiditas yang kurang optimal (Karamanou dan Vafeas, 2005).

Belum ada penelitian yang secara langsung menguji hal ini. Akan tetapi, beberapa penelitian sebelumnya menemukan bahwa ukuran komite audit dapat menekan masalah keagenan pada perusahaan, seperti penelitian oleh Kusnadi (2003), Beasley dan Salteiro (2001), dan Ghosh, *et al.* (2010) (dikutip dari Hadiprajitno, 2013). Berdasarkan penjelasan di atas, penulis merumuskan hipotesis keempat pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

H4: Ukuran komite audit berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Menurut teori keagenan, kepemilikan manajerial dapat mengurangi masalah keagenan. Dengan adanya kepemilikan manajerial, akan terjadi keselarasan antara kepentingan prinsipal dan

agen, sehingga manajer bertindak sesuai keinginan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Jika kepemilikan manajerial rendah, maka dorongan bagi manajer tersebut untuk menyelewengkan aset perusahaan melalui akumulasi *cash holding* akan lebih tinggi, sehingga bisa menurunkan nilai pemegang saham. Tetapi jika manajer juga memiliki saham di perusahaan yang dikelolanya, dia akan termotivasi untuk meningkatkan nilai perusahaan dan lebih bijaksana dalam penggunaan kas perusahaan.

Pemikiran ini didukung oleh hasil penelitian Bokpin, *et al.* (2011) dan Papaioannou *et al.* (1992) yang menemukan arah hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan *cash holding* perusahaan. Akan tetapi argumen ini bertentangan dengan hasil penelitian Ozkan dan Ozkan (2003) bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial dan *cash holding*, dan hasil penelitian Luo dan Hachiya (2005) yang menemukan bahwa kepemilikan insider berpengaruh positif terhadap tingkat *cash holding* perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas, penulis merumuskan hipotesis kelima pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

H5: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Pemegang saham institusional biasanya berbentuk perusahaan perbankan, dana pensiun, asuransi, reksadana atau institusi keuangan lain. Kepemilikan oleh institusi keuangan akan menciptakan pengendalian dan pengawasan yang lebih kuat terhadap manajer, sehingga bisa mengurangi peluang manajer untuk bertindak mementingkan dirinya sendiri. Investor institusional biasanya akan mengawasi portofolio investasinya secara profesional agar bisa menghasilkan keuntungan sesuai dengan target yang ingin mereka capai. Untuk mencapai tujuan ini, maka pemilik institusional akan mendorong perusahaan untuk mengelola aset yang dimilikinya dengan lebih efisien, termasuk dalam menjaga likuiditas pada tingkat yang minimal.

Keberadaan institusi sebagai pemilik saham juga menuntut perusahaan untuk memberikan informasi yang lebih terbuka, karena investor institusi biasanya lebih proaktif dalam pengawasan investasinya. Pemikiran ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Christina dan Ekawati (2014) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *excess cash holding* perusahaan, serta penelitian Luo dan Hachiya (2005) yang menemukan arah hubungan negatif antara kepemilikan institusi keuangan dengan *cash holding* perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas, penulis merumuskan hipotesis keenam pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

H6: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Tujuan investor melakukan investasi adalah untuk memperoleh keuntungan. Investor asing merupakan salah satu pelaku pasar yang aktif di pasar saham Indonesia. Keuntungan utama yang diharapkan oleh investor adalah kenaikan nilai saham perusahaan. Agar tujuan ini bisa tercapai, perusahaan seharusnya menginvestasikan kekayaan yang dimilikinya pada bentuk aset yang memberikan tingkat pengembalian yang lebih besar. Sedangkan aset likuid berupa *cash holding* merupakan bentuk aset yang memberikan imbal hasil yang paling kecil bagi perusahaan.

Pertimbangan lainnya bagi investor asing dalam melakukan investasi adalah bagaimana penerapan tata kelola perusahaan yang baik di negara tersebut. Dengan demikian, tingginya aktivitas investor asing di sebuah negara, mencerminkan adanya penerapan tata kelola yang baik oleh perusahaan di negara tersebut. Oleh karena itu, penelitian ini memprediksikan adanya hubungan negatif antara kepemilikan asing dengan likuiditas perusahaan. Akan tetapi pemikiran ini bertentangan dengan hasil penelitian Bokpin, *et al.* (2011) dan Luo dan Hachiya (2005), yang menemukan hubungan positif antara kepemilikan asing dengan *cash holding* perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas, penulis merumuskan hipotesis ketujuh pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

H7: Kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan satu variabel dependen, tujuh variabel independen, serta empat variabel kontrol. Variabel dependen pada penelitian ini adalah kebijakan likuiditas perusahaan (LIQD), yang diukur menggunakan *cash holding* atau rasio kas terhadap total aset perusahaan pada akhir tahun.

Tujuh variabel independen yang diteliti adalah sebagai berikut. *Pertama*, ukuran dewan komisaris (KOM), diukur dengan menghitung jumlah anggota dewan komisaris perusahaan pada akhir tahun. *Kedua*, proporsi komisaris independen (KOMIN), diukur dari proporsi komisaris independen terhadap jumlah anggota dewan komisaris pada akhir tahun. *Ketiga*, ukuran dewan direksi (DIR), dihitung dari jumlah anggota dewan direksi perusahaan pada akhir tahun. *Keempat*, ukuran komite audit (AUDIT), diukur dari jumlah anggota komite audit yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun. *Kelima*, kepemilikan manajerial (MANOWN), diukur dari persentase kepemilikan saham oleh manajer, anggota dewan direksi atau dewan komisaris perusahaan pada akhir tahun. *Keenam*, kepemilikan institusional (INSTOWN), diukur dari persentase kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional pada akhir tahun. *Ketujuh*, kepemilikan asing (FOROWN), yang diukur dari persentase saham yang dimiliki oleh investor luar negeri pada akhir tahun.

Adapun empat variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut. *Pertama*, ukuran perusahaan (SIZE), diproksikan dengan logaritma natural total aset yang perusahaan pada akhir tahun. *Kedua*, rasio pembayaran dividen (DPR), yang diukur dari dividen per lembar saham perusahaan dibagi dengan laba per lembar saham perusahaan selama setahun. *Ketiga*, volatilitas laba (VOI), diukur dari deviasi standar dari ROA selama tiga tahun. *Keempat*, variabel pertumbuhan penjualan (GROWTH), dihitung dari persentase kenaikan penjualan perusahaan dibandingkan dengan pada periode sebelumnya.

Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Alasan dikecualikannya perusahaan perbankan dan keuangan lainnya adalah karena jenis perusahaan ini memiliki karakteristik yang berbeda dengan industri lainnya. Adapun teknik pengambilan sampel pada penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan tiga kriteria. *Pertama*, perusahaan yang akan dianalisis hanya perusahaan non-keuangan yang menerbitkan laporan keuangan dan laporan tahunan selama periode penelitian. *Kedua*, perusahaan non-keuangan tersebut tidak delisting selama periode penelitian. *Ketiga*, perusahaan non-keuangan tersebut mengungkapkan informasi semua informasi yang relevan dengan penelitian ini.

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan tahunan dan laporan keuangan audit perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2013 dan 2014. Data ini didapatkan dari halaman situs web Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), serta data dari peranti analisis laporan keuangan pada layanan Bloomberg Terminal yang dilanggan oleh Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro (Undip) Semarang.

Metode Pengumpulan Data

Data sekunder pada penelitian ini dikumpulkan dengan menggunakan metode studi pustaka dan dokumentasi. Studi pustaka dilakukan dengan mengkaji berbagai sumber seperti jurnal, artikel dan literatur lain, serta sumber tertulis lainnya yang relevan dengan penelitian ini. Sedangkan dokumentasi yang dimaksud di sini adalah dengan mengumpulkan data yang sifatnya dokumenter seperti laporan keuangan audit dan laporan tahunan perusahaan. Dari sumber tersebut diperoleh data kuantitatif yang selanjutnya digunakan dalam proses pengujian hipotesis dan analisis hasil penelitian.

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah statistik deskriptif untuk mengetahui karakteristik sampel penelitian dan analisis regresi berganda untuk melakukan pengujian hipotesis. Analisis statistik dilakukan menggunakan peranti lunak SPSS versi 23. Analisis regresi berganda mensyaratkan data yang akan diolah telah memenuhi asumsi klasik, yaitu data terdistribusikan secara normal, tidak mengandung multikolonieritas dan heteroskedastisitas, serta terbebas dari autokorelasi (Ghozali, 2011).

Model regresi yang dikembangkan untuk menguji hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$LIQD = \alpha_0 + \beta_1 KOM + \beta_2 KOMIN + \beta_3 DIR + \beta_4 AUDIT + \beta_5 MANOWN + \beta_6 INSTOWN + \beta_7 FOROWN + \beta_8 SIZE + \beta_9 DPR + \beta_{10} VOI + \beta_{11} GROWTH + \varepsilon$$

Keterangan:

LIQD	: Kebijakan Likuiditas Perusahaan	SIZE	: Ukuran Perusahaan
KOM	: Ukuran Dewan Komisaris	DPR	: Rasio Pembayaran Dividen
KOMIN	: Proporsi Komisaris Independen	VOI	: Volatilitas Laba
DIR	: Ukuran Dewan Direksi	GROWTH	: Pertumbuhan Penjualan
AUDIT	: Ukuran Komite Audit	α	: Konstanta
MANOWN	: Kepemilikan Manajerial	β	: Koefisien
INSTOWN	: Kepemilikan Institusional	ε	: <i>Error</i>
FOROWN	: Kepemilikan Asing		

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2013 dan 2014. Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan beberapa kriteria. Penjelasan lebih rinci objek penelitian disajikan dalam tabel 1.

Tabel 1
Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013 dan 2014	964
Dikurangi:	
- Perusahaan keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	(168)
- Perusahaan tidak menerbitkan laporan keuangan auditan	(4)
- Perusahaan tidak menyajikan informasi mengenai tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan	0
Subtotal	792
Dikurangi:	
- <i>Outlier</i>	(26)
Total sampel penelitian	766

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2017

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi dari suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata, nilai maksimum, nilai minimum dan nilai deviasi standarnya (Ghozali, 2011). Tabel 2 menjabarkan hasil analisis statistik deskriptif untuk masing-masing variabel dalam penelitian ini.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Variabel	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Nilai Rata-rata	Deviasi Standar
LIQD	0,21	70,14	9,79	10,51
KOM	2,00	22,00	4,31	1,98
KOMIN	20,00	80,00	40,23	10,41
DIR	2,00	15,00	4,78	1,92
AUDIT	,00	6,00	3,04	,49
MANOWN	,00	73,99	3,53	10,69
INSTOWN	,00	99,75	19,64	26,24
FOROWN	,00	98,9600	26,01	29,53
SIZE	5.081,00	236.027.000,00	7.762.261,42	17.783.794,16

Variabel	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Nilai Rata-rata	Deviasi Standar
DPR	,00	104,36	14,17	21,52
VOI	,01	51,23	3,82	6,06
GROWTH	-95,93	3433,55	25,72	173,68
Valid N	766			

Sumber: data sekunder yang diolah, 2017

Tabel 2 menunjukkan rata-rata variabel *cash holding* (LIQD) adalah 9,79%, dengan deviasi standar sebesar 10,51, yang menunjukkan adanya variasi data pada variabel ini. Nilai tertinggi variabel ini adalah 70,14% yaitu dimiliki oleh PT. Semen Baturaja Tbk pada tahun 2014. Sedangkan nilai terendahnya adalah 0,21%, yang dimiliki oleh PT. Intikeramik Alamasri Industri Tbk. pada tahun 2014. Hasil pengolahan statistik deskriptif ini juga menunjukkan bahwa perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini secara umum telah memenuhi regulasi yang berlaku, yang berkaitan dengan mekanisme tata kelola perusahaan, yaitu POJK Nomor 33 tahun 2014, yang mensyaratkan bahwa dewan komisaris dan dewan direksi masing-masing harus terdiri dari minimal dua orang, dan terdapat minimal 30% komisaris independen; serta POJK Nomor 55 tahun 2015, yang mensyaratkan perusahaan membentuk komite audit dengan jumlah anggota minimal tiga orang

Uji Asumsi Klasik

Analisis regresi berganda dapat dilakukan jika model regresi telah memenuhi asumsi klasik. Syarat-syarat yang harus dipenuhi adalah data harus terdistribusi normal, bebas dari multikolonieritas, bebas dari heterokedastisitas, dan bebas dari autokorelasi. Hasil uji asumsi klasik penelitian ini dapat dilihat pada tabel 3.

Tabel 3
Ringkasan Hasil Uji Asumsi Klasik

Keterangan	Tolerance	VIF	B (Dep. LNRES)	Sig.
(Constant)			-1,093	,226
KOM	,690	1,450	,043	,371
KOMIN	,984	1,016	,021	,006
DIR	,654	1,530	-,005	,922
AUDIT	,879	1,138	,245	,156
MANOWN	,938	1,066	,012	,116
INSTOWN	,905	1,105	,001	,777
FOROWN	,899	1,113	-,001	,829
LNSIZE	,608	1,644	-,118	,053
DPR	,842	1,187	-,005	,224
VOI	,938	1,066	,013	,344
GROWTH	,963	1,038	,000	,286
Kolmogorov-Smirnov Test Statistic			0,032	0,054
Durbin-Watson (Dep. LIQD)			1,936	

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2017

Nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF) digunakan untuk melakukan uji multikolonieritas. Tabel 4 di atas menunjukkan nilai *tolerance* untuk setiap variabel tidak ada yang berada dibawah 0,10. Begitu halnya dengan nilai VIF, untuk setiap variabel berada di bawah 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolonieritas atau tidak adanya korelasi antar variabel independen.

Uji heterokedastisitas pada penelitian ini dilakukan menggunakan Uji Park, yaitu dengan meregresikan semua variabel independen terhadap logaritma natural dari nilai kuadrat residu model regresi yang akan diuji. Pada tabel 3 terlihat bahwa sebagian besar variabel mempunyai koefisien parameter yang tidak signifikan, kecuali untuk variabel KOMIN, sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam model penelitian ini tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

Uji normalitas pada penelitian ini dilakukan menggunakan uji statistik non-parametrik Kolgomorov-Smirnov. Pada tabel 3 terlihat bahwa nilai uji Kolgomorov-Smirnov sebesar 0,032

dengan tingkat signifikansi 0,054 atau lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa data penelitian terdistribusi normal.

Uji autokorelasi pada penelitian ini dilakukan menggunakan uji Durbin Watson (DW). Apabila nilai DW berada diantara nilai tabel dU dan 4-dU maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi pada model regresi. Tabel 3 menunjukkan statistik DW pada model regresi memiliki nilai 1,936. Pada tabel Durbin Waston ($n = 750$, $k = 11$) diperoleh nilai $dL = 1,85031$ dan $dU = 1,90708$. Dengan demikian diperoleh $dU < DW < (4 - dU)$, yaitu $1,907 < 1,936 < 2,093$ sehingga dapat disimpulkan bahwa pada model regresi tidak terdapat masalah autokorelasi baik positif maupun negatif.

Hasil Uji Hipotesis

Uji hipotesis penelitian ini terdiri dari uji koefisien determinasi, uji statistik F, dan uji statistik t untuk menentukan penerimaan atau penolakan masing-masing hipotesis penelitian. Ringkasan hasil uji hipotesis dapat dilihat pada tabel 4.

Tabel 4
Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

Variabel	Hipotesis	Koefisien	t	Sig.	Kesimpulan
(Constant)		1,856	4,103	,000	
KOM	H1(-)	,054	2,215	,027*	Ditolak
KOMIN	H2(-)	-,007	-1,757	,079**	Diterima
DIR	H3(-)	,057	2,253	,025*	Ditolak
AUDIT	H4(-)	,116	1,341	,180	Ditolak
MANOWN	H5(-)	-,008	-2,207	,028*	Diterima
INSTOWN	H6(-)	,002	,940	,347	Ditolak
FOROWN	H7(-)	-,002	-1,101	,271	Ditolak
LNSIZE		-,065	-2,129	,034*	
DPR		,017	8,397	,000*	
VOI		,004	,556	,578	
GROWTH		,000	-,455	,650	
Adjusted R Square			0,134		
F Statistik			11,795	,000*	

*) Signifikan pada α 5 % dan 10% (berurutan)

Sumber: data sekunder yang diolah, 2017

Hasil uji regresi dikatakan mendukung hipotesis penelitian apabila koefisien regresi sesuai arah hipotesis dan signifikan. Pada tabel 4 terlihat bahwa dari tujuh hipotesis yang diuji, hanya dua hipotesis yang diterima. Hasil uji koefisien determinasi regresi menunjukkan nilai *adjusted R square* sebesar 0,134 yang menunjukkan bahwa variabilitas variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen sebesar 13,4%. Sedangkan nilai F yang signifikan menunjukkan bahwa variabel-variabel independen pada penelitian ini, secara simultan memengaruhi variabel kebijakan likuiditas perusahaan (LIQD).

Interpretasi Hasil

Ukuran Dewan Komisaris terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Hipotesis pertama menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian ini, ukuran dewan komisaris berpengaruh signifikan terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4 yang menunjukkan bahwa variabel dewan komisaris memiliki tingkat signifikansi sebesar 0,027 dengan arah positif yang ditunjukkan oleh nilai beta sebesar 0,054. Hipotesis pertama ditolak karena meskipun berpengaruh signifikan, variabel ukuran dewan komisaris memiliki arah pengaruh yang berlawanan dengan hipotesis penelitian ini.

Jika ditinjau dari perspektif teori keagenan, dewan komisaris dengan jumlah anggota yang besar diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan. Masalah keagenan yang dimaksud dalam penelitian ini adalah adanya kelebihan likuiditas dalam perusahaan, yang dapat disalahgunakan oleh manajer dan kurang memberikan manfaat bagi pemegang saham. Hasil penelitian ini

menemukan bahwa perusahaan dengan ukuran dewan komisaris yang lebih besar, akan memiliki likuiditas yang lebih besar pula, atau dengan kata lain bertentangan dengan teori keagenan.

Ukuran dewan komisaris yang lebih besar justru menciptakan pengawasan yang kurang efektif karena lemahnya koordinasi dan komunikasi antara anggota dewan komisaris tersebut. Ukuran dewan yang lebih besar juga meningkatkan peluang adanya *free rider* dalam dewan komisaris tersebut. Secara spesifik, dewan komisaris yang lebih besar menyukai likuiditas yang lebih besar pula. Hal ini diduga karena likuiditas yang besar juga berkaitan dengan pemenuhan pembayaran remunerasi bagi anggota dewan komisaris tersebut. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa mekanisme pengawasan berupa keberadaan dewan komisaris pada perusahaan di Indonesia, belum mampu mengatasi masalah keagenan berkaitan dengan kebijakan likuiditas ini.

Penelitian ini mendukung hasil penelitian Bokpin, *et al.* (2011) yang menemukan bahwa ukuran dewan berpengaruh positif terhadap *cash holding* perusahaan di Ghana, dan bertentangan dengan hasil penelitian Ozkan dan Ozkan (2003) yang tidak menemukan pengaruh yang tidak signifikan antara dewan komisaris (direktur noneksekutif) terhadap kebijakan likuiditas perusahaan.

Proporsi Komisaris Independen terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Hipotesis kedua menyatakan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian ini, proporsi komisaris independen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4 yang menunjukkan bahwa variabel proporsi komisaris independen memiliki tingkat signifikansi sebesar 0,079 (signifikan pada $\alpha=10\%$) dengan arah negatif, yang ditunjukkan oleh nilai beta sebesar -0,007. Hipotesis kedua diterima karena proporsi komisaris independen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan likuiditas perusahaan dengan arah pengaruh yang sesuai dengan hipotesis yang telah dirumuskan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan teori keagenan, yang menyatakan bahwa komisaris independen yang lebih besar dapat melakukan pengawasan yang lebih baik, karena mereka tidak memiliki kepentingan langsung dengan perusahaan, sehingga bisa melakukan pengawasan dengan lebih netral dan objektif, yang pada akhirnya akan meningkatkan efisiensi operasional perusahaan, dan selalu mengutamakan kepentingan pemegang saham. Proporsi komisaris independen yang lebih besar akan mendorong perusahaan untuk memiliki likuiditas dalam proporsi yang lebih kecil, karena keberadaan aset likuid yang terlalu besar akan berdampak buruk bagi pencapaian tujuan meningkatkan nilai investasi pemegang saham. Proporsi aset likuid yang rendah juga akan mengurangi kemungkinan manajer untuk bertindak *moral hazard* dengan cara menyalahgunakan aset likuid tersebut.

Hasil penelitian ini mengonfirmasi penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Bokpin, *et al.* (2011), yang menemukan bahwa komposisi dewan berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Bokpin, *et al.* (2011) menyimpulkan bahwa independensi dewan komisaris dapat menghambat manajer melakukan akumulasi saldo likuid perusahaan, sehingga pada akhirnya dapat memberikan manfaat yang maksimal bagi pemegang saham.

Ukuran Dewan Direksi terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian ini, ukuran dewan direksi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4.10 yang menunjukkan bahwa variabel ukuran dewan komisaris memiliki tingkat signifikansi sebesar 0,025 dengan arah positif yang ditunjukkan oleh nilai beta sebesar 0,057. Hipotesis ketiga ditolak karena walaupun berpengaruh signifikan, variabel ukuran dewan direksi memiliki arah pengaruh yang berlawanan dengan hipotesis penelitian ini.

Penelitian ini merupakan penelitian pertama yang meneliti bagaimana pengaruh ukuran dewan direksi terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Dalam teori keagenan, dewan direksi disebut juga sebagai agen. Ukuran dewan direksi yang lebih besar diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan karena dapat mengurangi kemungkinan salah satu atau beberapa orang dari anggota dewan tersebut untuk bertindak *self interest*.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan teori keagenan dan menemukan bahwa dewan direksi yang lebih besar justru menyukai likuiditas yang lebih besar pula. Fenomena ini terjadi mungkin karena dewan direksi cenderung menghindari terjadinya kesulitan keuangan pada perusahaan yang dikelolanya, sehingga lebih menyukai likuiditas pada tingkat yang lebih tinggi. Likuiditas yang tinggi ini juga berkaitan dengan berkurangnya batasan keuangan (*financial constraint*) yang dihadapi oleh dewan direksi tersebut. Selain itu, likuiditas yang tinggi juga memberikan peluang bagi direksi untuk berperilaku oportunistik dengan cara menyalahgunakan aset perusahaan untuk kepentingan dirinya sendiri.

Ukuran Komite Audit terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Hipotesis keempat menyatakan bahwa ukuran komite audit berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian ini, ukuran komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan likuiditas. Hal ini dapat terlihat dalam tabel 4.10 yang menunjukkan bahwa ukuran komite audit memiliki tingkat signifikansi 0,180 dengan arah positif yang ditunjukkan oleh nilai beta sebesar 0,116. Hipotesis keempat ditolak karena ukuran komite audit memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan likuiditas perusahaan.

Menurut teori keagenan, ukuran komite audit yang lebih besar diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan, karena adanya pengawasan yang lebih baik oleh komite audit tersebut. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori keagenan dan tidak menemukan pengaruh signifikan ukuran komite audit terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Dengan kata lain, besar atau kecilnya komite audit tidak berhubungan dengan penyelesaian masalah keagenan berupa dalam perusahaan, termasuk yang berkaitan dengan tingkat likuiditas perusahaan. Pembentukan komite audit oleh perusahaan di Indonesia kemungkinan dilakukan hanya untuk memenuhi regulasi yang berlaku. Kesimpulan yang dapat diambil adalah bahwa keberadaan komite audit pada perusahaan di Indonesia belum mampu menjalankan dengan baik, sehingga tidak memiliki dampak terhadap penanganan masalah keagenan terutama yang berkaitan dengan kebijakan likuiditas perusahaan..

Penelitian ini merupakan penelitian pertama yang meneliti bagaimana dampak komite audit sebagai bagian dari mekanisme tata kelola terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Akan tetapi, hasil penelitian ini bertentangan dengan beberapa penelitian terdahulu yang menemukan bahwa ukuran komite audit yang besar dapat mengurangi masalah keagenan.

Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Hipotesis kelima menyatakan bahwa persentase kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian ini, kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan likuiditas. Hasil ini terlihat pada tabel 4.10 yang menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial memiliki tingkat signifikansi 0,028 dengan arah negatif yang ditunjukkan oleh nilai beta sebesar -0,008. Hipotesis kelima diterima karena kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan likuiditas dengan arah pengaruh yang sesuai dengan hipotesis yang telah dirumuskan.

Berdasarkan teori keagenan, adanya kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan akan berdampak pada penyalarsan tujuan antara manajemen dengan pemegang saham, sehingga dapat mengurangi masalah keagenan. Hal inilah yang kemudian mendorong manajer untuk mengelola sumber daya perusahaan secara efektif. Hasil penelitian ini menemukan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang lebih besar akan memegang likuiditas yang lebih sedikit, karena likuiditas tersebut merupakan bentuk aset yang memberikan imbal hasil paling rendah bagi perusahaan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya. Penelitian-penelitian sebelumnya tidak menemukan hubungan signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan likuiditas. Bokpin, *et al.* (2011) menemukan hubungan negatif yang tidak signifikan antara kepemilikan *insider* dengan kebijakan likuiditas perusahaan non-keuangan di Ghana. Sedangkan Papiannou, *et al.* (1992) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif tetapi tidak signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan likuiditas perusahaan.

Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Hipotesis keenam menyatakan bahwa persentase kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian penelitian ini, kepemilikan institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Hasil tersebut terlihat pada tabel 4.10 yang menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki signifikansi 0,347 dengan arah positif yang ditunjukkan oleh nilai beta sebesar 0,002. Hipotesis keenam ditolak karena variabel kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan likuiditas perusahaan.

Dalam perspektif teori keagenan, keberadaan kepemilikan saham investor institusi dapat mendorong pengawasan lebih baik atas kinerja manajer dengan cara mengoptimalkan pengelolaan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan. Investor institusional juga mempunyai kekuatan dan pengalaman dalam penerapan prinsip tata kelola perusahaan yang baik dan menerapkannya di perusahaan miliknya sendiri, sehingga dapat membatasi perilaku oportunistik oleh manajer. Hasil penelitian ini tidak menemukan hubungan yang signifikan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan likuiditas perusahaan. Artinya keberadaan kepemilikan institusional tersebut belum mampu mengurangi masalah keagenan, terutama yang berkaitan dengan kelebihan likuiditas pada perusahaan.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya oleh Christina dan Ekawati (2014) dan Luo dan Hachiya (2005), yang menemukan bahwa kepemilikan investor institusi berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas, karena kepemilikan institusional berkaitan dengan transparansi dalam pengelolaan perusahaan, yang merupakan salah satu prinsip penerapan tata kelola perusahaan yang baik.

Kepemilikan Asing terhadap Kebijakan Likuiditas Perusahaan

Hipotesis ketujuh menyatakan bahwa persentase kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian ini, kepemilikan asing berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan likuiditas. Hal ini terlihat dalam tabel 4.10 yang menunjukkan bahwa variabel kepemilikan asing memiliki tingkat signifikansi sebesar 0,241 dengan arah negatif yang ditunjukkan oleh nilai beta sebesar -0,002. Hipotesis ketujuh ditolak karena walaupun variabel ini memiliki arah pengaruh yang sama dengan hipotesis penelitian, namun pengaruhnya tidak signifikan.

Adanya likuiditas yang tinggi dalam perusahaan, diyakini merupakan suatu masalah keagenan, karena aset likuid tersebut dapat dengan mudah disalahgunakan oleh manajer. Hasil penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan asing tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Implikasinya adalah bahwa kepemilikan perusahaan oleh investor asing tidak berkaitan dengan pembatasan perilaku manajer untuk bertindak self interest, yaitu dengan cara akumulasi dan penyalahgunaan aset likuid perusahaan.

Penelitian ini mengonfirmasi hasil penelitian terdahulu oleh Luo dan Hachiya (2005) yang menemukan hubungan tidak signifikan dengan arah positif antara kepemilikan saham asing dengan kebijakan likuiditas pada perusahaan di Jepang. Luo dan Hachiya (2005) berpendapat bahwa investor asing akan memilih perusahaan yang lebih menguntungkan untuk berinvestasi, dan biasanya perusahaan ini memegang lebih banyak kas. Akan tetapi, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Bokpin, *et al.* (2011), yang menemukan hubungan positif dan signifikan antara kepemilikan oleh investor asing dengan akumulasi kas oleh perusahaan di Ghana.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris tentang pengaruh struktur kepemilikan dan tata kelola perusahaan terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 766 perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEI pada tahun 2013 dan 2014 yang ditentukan dengan cara *purposive sampling*. Hasil pengujian hipotesis penelitian ini menemukan bahwa proporsi komisaris independen dan persentase kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Sedangkan ukuran dewan direksi dan ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Adapun variabel ukuran komite audit, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. Implikasinya adalah bahwa keberadaan komisaris independen dan kepemilikan manajerial merupakan dua mekanisme tata

kelola perusahaan yang mampu menekan permasalahan berkaitan dengan kelebihan likuiditas perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. *Pertama*, nilai *Adjusted R Square* yang rendah pada penelitian ini, yaitu sebesar 13,4%. untuk data sampel perusahaan nonkeuangan. Artinya, bahwa ada variabel lain yang tidak diteliti yang mungkin lebih berpengaruh terhadap kebijakan likuiditas perusahaan. *Kedua*, penelitian ini berfokus pada pembahasan faktor-faktor penentu kebijakan likuiditas perusahaan berdasarkan teori keagenan saja.

Atas dasar keterbatasan tersebut, untuk penelitian selanjutnya disarankan agar menambahkan variabel penjelas lainnya yang mungkin relevan dengan topik ini. *Kedua*, penelitian selanjutnya juga disarankan untuk mengintegrasikan pembahasan mengenai kebijakan likuiditas perusahaan jika ditinjau dari perspektif teori lainnya yang sudah ada.

REFERENSI

- Bokpin, Godfred A., Zangina Isshaq, dan Francis Aboagye-Otchere. 2011. "Ownership Structure, Corporate Governance, and Corporate Liquidity Policy." *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 3, No. 3, h. 262-279.
- Brigham, F. E., dan M. C. Ehrhardt. 2011. *Financial Management: Theory and Practical. 13th edition*. South-Western: Cengage Learning.
- Christina, Yessica dan Erni Ekawati. 2014. "Excess Cash Holding dan Kepemilikan Institusional pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI." *Jurnal Manajemen Strategi Bisnis dan Kewirausahaan*. Vol. 8, No. 1, h.1-10.
- Dittmar, Amy, Jan Mahrt-Smith, dan Henri Servaes. 2003. "International Corporate Governance and Corporate Cash holding." *Journal of Financial and Quantitative analysis*, Vol. 38, No. 1, h. 111-133.
- Fresard, Laurent dan Carolina Salva. 2008. "The value of excess cash and corporate governance: Evidence from U.S. cross-listings." www.ssrn.com.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hadiprajitno, Paulus Basuki. 2013. "Struktur Kepemilikan, Mekanisme Tata Kelola Perusahaan, dan Biaya Keagenan di Indonesia." *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, Vol. 9, No. 2, h. 97-127.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, h. 323-329.
- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* Vol. 3, No. 4, h. 305-360.
- Karamanou, Irene dan Nikos Vafeas. 2005. "The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis." *Journal of Accounting Research*, Vol. 43, No. 3, h. 453-486.
- Krisnauli. 2014. "Pengaruh Mekanisme Tata Kelola Perusahaan dan Struktur Kepemilikan terhadap Agency Cost (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010- 2012)." Skripsi S-1 Jurusan Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.



- Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG). 2006. *Pedoman Umum Good Corporate Governance di Indonesia*. Jakarta.
- Luo, Qi dan Toyohiko Hachiya. 2005. "Corporate Governance, Cash Holdings, and Firm Value: Evidence from Japan." *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 8, No. 4, h. 613–636.
- Myers, Steward C. dan Raghuran G. Rajan. 1998. "The Paradox of Liquidity", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113 No. 3, h. 733-71.
- Ozkan, Aydin dan Neslihan Ozkan. 2004. "Corporate Cash holding: an Empirical Investigation of UK Companies." *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, h. 2103-2134.
- Papaioannou, George J., Elizabeth Strock, dan Nickolaos G. Travlos. 1992. "Ownership Structure and Corporate Liquidity Policy." *Managerial and Decision Economics*, Vol. 13, h. 315-322.
- Scott, William R. 2000. *Financial Accounting Theory third Edition*. USA: Prentices Hall.