



## Ukuran Dewan Komisaris, Komisaris Independen, Debt to Equity Ratio: Pembuktian pada BUMN Holding di Indonesia

Ramadona Simbolon

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Sumatera Utara

Corresponding author: [ramadona@fe.uisu.ac.id](mailto:ramadona@fe.uisu.ac.id)

### ARTICLE INFO

Article history

Received :

Accepted :

Published :

### Keyword:

Ukuran Dewan

Komisaris;

Komisaris Independen;

Debt to Equity Ratio

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris peran Ukuran Dewan Komisaris dan Komisaris Independen terhadap Debt to Equity Ratio (DER) pada perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam struktur BUMN Holding di Indonesia. Populasi penelitian mencakup seluruh entitas perusahaan BUMN yang telah mengalami restrukturisasi melalui pembentukan holding, dengan periode observasi selama satu tahun setelah resmi terbentuknya holding. Metode purposive sampling digunakan dalam pemilihan sampel, sehingga diperoleh 50 perusahaan BUMN yang memenuhi kriteria sebagai objek analisis. Temuan penelitian ini menunjukkan hasil yang menarik bahwa hanya Komisaris Independen yang terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap DER, sedangkan Ukuran Dewan Komisaris tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa kualitas dan independensi pengawasan lebih menentukan dibandingkan kuantitas anggota dewan dalam memengaruhi keputusan struktur permodalan perusahaan. Berdasarkan temuan tersebut, pemerintah sebagai pemegang saham mayoritas perlu lebih selektif dalam mengangkat anggota dewan komisaris, dengan mempertimbangkan kapabilitas profesional serta menjaga independensi dan objektivitas mereka dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan. Selain itu, penelitian ini merekomendasikan agar pemerintah memperkuat peran dan proporsi Komisaris Independen dalam struktur tata kelola BUMN Holding. Upaya ini tidak hanya penting dalam meningkatkan akuntabilitas dan efektivitas pengawasan internal, tetapi juga berkontribusi terhadap peningkatan kredibilitas perusahaan BUMN di mata investor, kreditur, serta pelaku pasar keuangan secara lebih luas.

### ABSTRACT

This study aims to empirically test the role of Board of Commissioners Size and Independent Commissioners on Debt to Equity Ratio (DER) in companies incorporated in the BUMN Holding structure in Indonesia. The study population includes all BUMN company entities that have undergone restructuring through the formation of a holding, with an observation period of one year after the holding was officially formed. The purposive sampling method was used in selecting the sample, resulting in 50 BUMN companies that met the criteria as objects of analysis. The findings of this study show interesting results that only Independent Commissioners are proven to have a positive and significant effect on DER, while the Size of the Board of Commissioners does not have a significant effect. This shows that the quality and independence of supervision are more important than the quantity of board members in influencing the company's capital structure decisions. Based on these findings, the government as the majority

### Kata Kunci:

Board of Commissioners

Size;

Independent

Commissioners;

Debt to Equity Ratio

*shareholder needs to be more selective in appointing members of the board of commissioners, by considering professional capabilities and maintaining their independence and objectivity in making strategic company decisions. In addition, this study recommends that the government strengthen the role and proportion of Independent Commissioners in the BUMN Holding governance structure. This effort is not only important in improving the accountability and effectiveness of internal supervision, but also contributes to increasing the credibility of state-owned companies in the eyes of investors, creditors, and financial market players more broadly.*

## **PENDAHULUAN**

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) memiliki peran strategis dalam mendukung pembangunan ekonomi nasional. Dalam beberapa tahun terakhir, pemerintah Indonesia melakukan restrukturisasi terhadap BUMN melalui pembentukan holding untuk meningkatkan efisiensi, daya saing, dan tata kelola perusahaan (Kementrian BUMN, 2021). Sebagai entitas bisnis milik negara, BUMN Holding diharapkan menerapkan prinsip-prinsip *good corporate governance* (GCG) secara optimal, salah satunya melalui penguatan peran dewan komisaris dalam mengawasi kinerja dan keputusan manajerial perusahaan.

Struktur modal merupakan keputusan keuangan penting yang berdampak pada stabilitas dan keberlanjutan perusahaan. Penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan risiko kebangkrutan, sementara struktur modal yang terlalu konservatif dapat menghambat ekspansi usaha. *Debt to Equity Ratio* (DER) digunakan secara luas untuk mengukur struktur modal dan tingkat leverage perusahaan. Menurut Brigham & Ehrhardt (2020), keputusan pembiayaan dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan, termasuk mekanisme pengawasan yang dijalankan oleh dewan komisaris.

Ukuran dewan komisaris menjadi salah satu aspek tata kelola yang diyakini memengaruhi kualitas pengawasan dan pengambilan keputusan strategis. Teori agensi menyatakan bahwa semakin besar ukuran dewan, semakin besar pula kemampuan pengawasan terhadap manajemen (Jensen & Meckling, 1976). Namun, Yermack (1996) berpendapat bahwa dewan yang terlalu besar justru mengurangi efektivitas koordinasi dan pengambilan keputusan. Dalam konteks BUMN Holding, efektivitas ukuran dewan komisaris perlu dikaji mengingat struktur organisasi yang kompleks dan memiliki banyak entitas anak perusahaan.

Selain ukuran, keberadaan komisaris independen juga penting dalam menjaga objektivitas dan integritas pengawasan. Komisaris independen diharapkan dapat mengimbangi potensi konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, terutama di BUMN yang rentan terhadap intervensi politik atau kepentingan non-ekonomi (OECD, 2015). Studi oleh Anderson et al. (2004) menunjukkan bahwa komisaris independen dapat menurunkan risiko keuangan perusahaan melalui pengawasan yang lebih ketat terhadap kebijakan utang.

Namun, hasil penelitian terkait pengaruh struktur dewan terhadap DER masih belum konsisten. Penelitian oleh Abeywardhana (2015) menyatakan bahwa ukuran dewan berpengaruh signifikan terhadap DER, sedangkan komisaris independen tidak berpengaruh. Sebaliknya, Fama & Jensen (1983) menunjukkan bahwa komisaris independen memiliki peran penting dalam menurunkan risiko agensi dan meningkatkan efisiensi struktur modal. Ketidakkonsistenan ini memperkuat urgensi untuk mengkaji lebih dalam konteks BUMN Holding Indonesia.

BUMN Holding memiliki karakteristik berbeda dengan perusahaan swasta, baik dari sisi kepemilikan, tujuan strategis, maupun pengambilan keputusan. Oleh karena itu, pengaruh ukuran dewan komisaris dan komisaris independen terhadap struktur modal dalam konteks BUMN perlu dikaji secara terpisah. Penelitian ini juga relevan mengingat tingginya ekspektasi publik terhadap kinerja dan akuntabilitas BUMN sebagai pengelola aset negara.

Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh ukuran dewan komisaris dan komisaris independen terhadap *Debt to Equity Ratio* pada BUMN Holding di Indonesia. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan literatur tata kelola perusahaan, serta menjadi masukan bagi regulator dan pemangku kebijakan dalam penguatan struktur pengawasan BUMN

## KAJIAN LITERATUR

Tata kelola perusahaan (Good Corporate Governance/GCG) merupakan sistem dan struktur yang mengatur hubungan antara manajemen, dewan komisaris, pemegang saham, dan pihak berkepentingan lainnya (OECD, 2015). Dalam struktur GCG, dewan komisaris berperan sebagai pengawas terhadap kinerja dan keputusan strategis direksi. Semakin efektif fungsi dewan komisaris, semakin besar kemungkinannya untuk mendorong perusahaan menjalankan kebijakan keuangan yang sehat dan bertanggung jawab (Monks & Minow, 2011). Ukuran dewan komisaris merujuk pada jumlah anggota dalam dewan tersebut. Menurut Coles et al. (2008), perusahaan dengan kompleksitas tinggi memerlukan dewan komisaris yang lebih besar untuk menjamin pengawasan yang lebih memadai terhadap aktivitas manajemen. Namun, penelitian Yermack (1996) menemukan bahwa dewan yang terlalu besar dapat menurunkan efisiensi pengambilan keputusan karena meningkatnya biaya koordinasi dan risiko konflik internal. Komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak memiliki keterkaitan ekonomi, keuangan, keluarga, atau manajerial dengan perusahaan, sehingga diharapkan memiliki objektivitas dalam mengawasi manajemen (Fama & Jensen, 1983). Keberadaan komisaris independen menjadi penting untuk meningkatkan akuntabilitas dan mengurangi konflik kepentingan, terutama pada perusahaan milik negara yang rentan terhadap tekanan politik dan intervensi eksternal (Claessens et al., 2000).

### Kompleksitas BUMN Holding dan Peran GCG

BUMN Holding di Indonesia mengelola berbagai entitas anak usaha dengan kepentingan ekonomi dan sosial yang tinggi. Kondisi ini menuntut tata kelola perusahaan yang kuat dan struktur pengawasan yang adaptif terhadap kompleksitas organisasi. World Bank (2021) mencatat bahwa peningkatan peran komisaris independen dan optimalisasi ukuran dewan pada BUMN sangat diperlukan untuk mendorong efisiensi, transparansi, dan akuntabilitas, termasuk dalam pengambilan keputusan pendanaan. Kondisi unik BUMN Indonesia seperti campur tangan politik, dominasi pemilik tunggal (negara), serta kewajiban sosial, menimbulkan dinamika tersendiri dalam pengelolaan struktur modal (ADB, 2022). Oleh karena itu, studi yang menguji secara empiris pengaruh ukuran dewan komisaris dan komisaris independen terhadap DER di lingkungan BUMN Holding menjadi penting untuk memberikan bukti kontekstual atas efektivitas tata kelola yang diterapkan.

### Ukuran Dewan Komisaris dan DER

Ukuran dewan komisaris merupakan aspek penting dalam struktur tata kelola perusahaan yang dapat memengaruhi keputusan keuangan, termasuk kebijakan struktur modal. Semakin besar ukuran dewan, secara teoritis, semakin luas pula pengalaman, keahlian, dan perspektif yang dapat dimanfaatkan dalam proses pengambilan keputusan strategis, termasuk dalam mengelola proporsi antara utang dan ekuitas. Coles et al. (2008) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kompleksitas operasional tinggi cenderung memiliki dewan komisaris yang lebih besar untuk memberikan pengawasan yang lebih intensif dan representatif terhadap kepentingan pemegang saham. Dalam konteks pengelolaan struktur modal, dewan yang lebih besar diharapkan mampu menyeimbangkan risiko pembiayaan dengan mempertimbangkan kondisi internal dan eksternal perusahaan.

Namun demikian, pengaruh ukuran dewan terhadap Debt to Equity Ratio (DER) tidak selalu bersifat linier. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa dewan yang terlalu besar justru dapat menghambat efektivitas komunikasi dan koordinasi, yang pada akhirnya menurunkan kualitas pengawasan terhadap keputusan manajerial, termasuk keputusan pendanaan. Yermack (1996) menemukan bahwa perusahaan dengan dewan yang lebih kecil cenderung memiliki nilai pasar yang lebih tinggi, karena dewan yang ramping lebih efisien dan responsif. Dalam konteks DER, jika dewan terlalu besar dan tidak efektif, maka keputusan untuk menggunakan utang sebagai sumber pendanaan bisa saja tidak dikaji secara optimal, sehingga meningkatkan risiko pembiayaan yang tidak proporsional.

Penelitian empiris juga menunjukkan temuan yang beragam. Anderson et al. (2004) menemukan bahwa perusahaan dengan dewan komisaris yang lebih besar cenderung memiliki biaya utang yang lebih rendah karena persepsi pasar bahwa pengawasan dewan yang besar dapat menurunkan risiko default. Dengan kata lain, ukuran dewan yang lebih besar bisa secara tidak langsung menurunkan DER karena perusahaan lebih

berhati-hati dalam mengambil utang. Namun, hasil yang berbeda ditemukan oleh Abor (2007) yang menyatakan bahwa ukuran dewan berhubungan positif dengan leverage di pasar negara berkembang, menunjukkan bahwa dewan yang besar cenderung mendukung penggunaan utang sebagai sumber pembiayaan. Oleh karena itu, hubungan antara ukuran dewan komisaris dan DER sangat kontekstual, tergantung pada efektivitas dewan, karakteristik industri, dan kondisi lingkungan perusahaan.

### **Komisaris Independen dan DER**

Komisaris independen merupakan bagian dari dewan komisaris yang tidak memiliki hubungan afiliasi dengan pemegang saham utama, manajemen, maupun pihak terkait lainnya, sehingga diharapkan memiliki objektivitas tinggi dalam menjalankan fungsi pengawasan. Dalam kerangka teori agensi (Jensen & Meckling, 1976), keberadaan komisaris independen menjadi penting untuk meminimalkan konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Dengan pengawasan yang objektif, komisaris independen dapat mengarahkan manajemen untuk membuat keputusan keuangan yang lebih hati-hati, termasuk dalam hal struktur pendanaan. Oleh karena itu, semakin tinggi proporsi komisaris independen dalam dewan, diharapkan semakin kecil kemungkinan perusahaan mengambil utang berlebihan yang dapat meningkatkan Debt to Equity Ratio (DER) secara signifikan.

Beberapa studi empiris menunjukkan bahwa keberadaan komisaris independen berhubungan negatif dengan DER. Chen & Steiner (1999) menemukan bahwa perusahaan dengan proporsi komisaris independen yang tinggi cenderung memiliki tingkat leverage yang lebih rendah, karena tekanan dari pihak independen mendorong penggunaan modal internal yang lebih besar dan menghindari risiko over-leverage. Hal ini juga didukung oleh Fama & Jensen (1983) yang menegaskan bahwa komisaris independen berperan sebagai mekanisme kontrol terhadap keputusan yang berisiko tinggi, termasuk penggunaan utang. Dalam konteks ini, komisaris independen membantu menyeimbangkan kepentingan pemegang saham dan keberlanjutan perusahaan dengan mendorong kebijakan struktur modal yang konservatif.

Namun demikian, efektivitas komisaris independen dalam menurunkan DER sangat dipengaruhi oleh konteks kelembagaan dan budaya tata kelola di masing-masing negara atau sektor. Haniffa & Hudaib (2006) mencatat bahwa dalam beberapa kasus, komisaris independen tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan keuangan karena keterbatasan informasi dan dominasi pemilik mayoritas dalam pengambilan keputusan. Di lingkungan BUMN, misalnya, meskipun terdapat komisaris independen, pengaruh mereka bisa terbatas akibat adanya intervensi dari pemegang saham pengendali, yaitu negara. Oleh karena itu, meskipun secara teori komisaris independen diharapkan dapat menurunkan DER, implementasinya sangat tergantung pada kekuatan peran pengawasan dan independensi *de facto* dari komisaris tersebut.

### **Teori Agensi dan Hubungan Struktur Dewan dengan DER**

Menurut teori agensi (Jensen & Meckling, 1976), manajer sebagai agen memiliki kecenderungan untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pribadi, bukan pemilik. Dewan komisaris, termasuk komisaris independen, bertindak sebagai pengawas untuk meminimalkan perilaku oportunistik manajemen. Dengan demikian, struktur dewan yang kuat berpotensi mengarahkan perusahaan untuk mengambil keputusan pendanaan yang lebih hati-hati dan efisien, seperti menjaga DER dalam batas wajar (Anderson et al., 2004). Berdasarkan telaah pustaka, ukuran dewan komisaris dan komisaris independen berpotensi memengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan, termasuk DER. Namun, temuan empiris menunjukkan hasil yang tidak seragam, tergantung pada konteks industri, negara, dan struktur kepemilikan perusahaan. Dengan latar belakang tersebut, penelitian ini berkontribusi dalam menjawab gap pengetahuan mengenai hubungan antara struktur tata kelola dan DER pada BUMN Holding di Indonesia.

## **METODOLOGI PENELITIAN**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian asosiatif kausal untuk menguji pengaruh antara dua variabel independen, yaitu ukuran dewan komisaris dan proporsi komisaris independen, terhadap variabel dependen yaitu debt to equity ratio (DER). Pendekatan ini dipilih karena bertujuan untuk menguji hubungan sebab-akibat antar variabel dalam konteks tata kelola perusahaan di lingkungan BUMN Holding Indonesia (Sugiyono, 2017). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tergabung dalam struktur BUMN Holding di Indonesia, sebagaimana tercantum dalam data resmi Kementerian BUMN Republik Indonesia dengan periode observasi 1 (satu) tahun setelah holding. Teknik purposive sampling digunakan untuk menentukan sampel, dengan kriteria: (1) perusahaan merupakan bagian dari BUMN Holding; (2) mempublikasikan laporan tahunan (annual report) secara lengkap selama periode observasi; dan (3) memiliki data mengenai struktur dewan komisaris dan komposisi komisaris independen. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sebanyak 50 perusahaan BUMN sebagai sampel penelitian ini.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan (annual report), laporan keuangan auditan, dan situs resmi masing-masing perusahaan BUMN. Data dikumpulkan secara dokumentasi, dan dilakukan verifikasi silang melalui situs resmi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Kementerian BUMN guna memastikan validitas data (Sekaran & Bougie, 2010). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Debt to Equity Ratio (DER) yang diukur dengan rumus total utang dibagi dengan total ekuitas. Variabel independen terdiri dari: (1) Ukuran Dewan Komisaris (UDK) yang diukur berdasarkan jumlah anggota dewan komisaris dalam satu periode pelaporan; dan (2) Komisaris Independen (KI) yang diukur dengan persentase jumlah komisaris independen terhadap total dewan komisaris (Abor, 2007; Anderson et al., 2004).

Analisis data dilakukan menggunakan analisis regresi linier berganda dengan bantuan perangkat lunak statistik seperti SPSS atau STATA. Sebelumnya, dilakukan uji asumsi klasik meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi untuk memastikan validitas model regresi. Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini dituliskan sebagai berikut:

$$DER_{it} = \alpha + \beta_1 UDK_{it} + \beta_2 KI_{it} + \epsilon_{it}$$

di mana:

$DER_{it}$  = Debt to Equity Ratio perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ ,

$UDK_{it}$  = Ukuran Dewan Komisaris,

$KI_i$  = Proporsi Komisaris Independen,

$A$  = konstanta,

$\beta_1, \beta_2$  = koefisien regresi,

$\epsilon_{it}$  = error term.

Hasil pengujian akan dianalisis dengan mengacu pada nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) dan signifikansi statistik (p-value) pada taraf 5%. Interpretasi hasil akan dibandingkan dengan penelitian terdahulu untuk melihat konsistensi temuan serta mengidentifikasi faktor-faktor kontekstual yang mungkin memengaruhi hubungan antar variabel di lingkungan BUMN Holding Indonesia.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian terhadap asumsi normalitas dilakukan dengan menggunakan uji kolmogorov smirnov, yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0.057. karena nilai tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini berdistribusi normal. Selanjutnya untuk mendeteksi asumsi multikolinearitas digunakan nilai variance inflation factor dan tolerance. Hasil menunjukkan bahwa VIF sebesar 2.042 dan tolerance 0.490 yang berada dalam batas yang dapat diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas dalam model regresi. Lebih lanjut, evaluasi terhadap asumsi autokorelasi dilakukan dengan menggunakan Durbin Watson (DW), yang menunjukkan hasil 2.081. nilai tersebut lebih besar dari nilai batas atas atau Durbin Upper (DU) sebesar 1.669, dan nilai 4-DW juga lebih besar DU, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat korelasi dalam data time series yang digunakan. Selain itu, pengujian terhadap asumsi heterokedastisitas dilakukan melalui analisis scatterplot antara nilai prediksi dan residual. Hasil pengamatan menunjukkan tidak terdapat pola tertentu pada scatterplot, yang mengindikasikan bahwa data tidak mengalami masalah heterokedastisitas. Berdasarkan hasil pengujian tersebut, dapat disimpulkan bahwa seluruh asumsi telah terpenuhi. Oleh karena itu, pengujian hipotesis selanjutnya dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda, yang disajikan pada tabel 1.

Table 1. Result of Multiple Regression

Variable	Predicted Sign	Coef	t-statistic	p-value
UDK	-	1.423	0.124	0.902
KI	+	26.90	2.036	0.047
		2		
F value	4.613			
R2	0.164			

Dependen variable: DER

Berdasarkan Tabel 1, hasil analisis regresi linear berganda menunjukkan bahwa model penelitian ini layak digunakan, yang ditunjukkan oleh nilai *F-statistic* yang signifikan, dengan nilai probabilitas sebesar 0,015 pada tingkat signifikansi 0,05. Koefisien determinasi ( $R^2$ ) sebesar 0,164 mengindikasikan bahwa variabel independen dalam penelitian ini, yaitu Ukuran Dewan Komisaris (UDK) dan Komisaris Independen (KI), mampu menjelaskan sebesar 16,4% variasi dari variabel dependen, yaitu Debt to Equity Ratio (DER), sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar model. Hasil pengujian parsial menunjukkan bahwa variabel KI berpengaruh positif dan signifikan terhadap DER, dengan nilai probabilitas sebesar 0,047 yang berada di bawah tingkat signifikansi 0,05. Sebaliknya, variabel UDK tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DER, dengan nilai probabilitas sebesar 0,902 yang melebihi batas signifikansi yang ditetapkan.

## Diskusi

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Ukuran Dewan Komisaris (UDK) tidak berpengaruh signifikan terhadap Debt to Equity Ratio (DER) pada perusahaan BUMN Holding di Indonesia. Temuan ini menunjukkan bahwa jumlah anggota dewan komisaris tidak menjadi faktor penentu dalam keputusan struktur permodalan perusahaan BUMN, khususnya dalam hal penggunaan utang sebagai sumber pendanaan. Dalam struktur perusahaan BUMN, kebijakan pembiayaan sering kali tidak sepenuhnya ditentukan oleh mekanisme internal perusahaan, tetapi juga dipengaruhi oleh intervensi pemegang saham mayoritas, yaitu pemerintah. Dalam konteks ini, meskipun dewan komisaris memiliki fungsi pengawasan, keputusan strategis termasuk struktur modal kerap kali mengikuti kebijakan makro dan tujuan strategis pemerintah sebagai pemilik, bukan semata-mata pertimbangan efisiensi finansial (Wicaksono, 2008).

Lebih lanjut, ukuran dewan komisaris yang lebih besar tidak selalu menjamin efektivitas pengawasan dan kualitas pengambilan keputusan. Justru, dewan yang terlalu besar dapat menimbulkan masalah koordinasi, komunikasi, dan pengambilan keputusan yang lambat, sehingga mengurangi kemampuannya untuk memengaruhi kebijakan strategis seperti struktur permodalan (Yermack, 1996). Dalam konteks BUMN Holding, fungsi komisaris juga sering kali lebih administratif dan bersifat formalitas demi kepatuhan terhadap regulasi tata kelola, daripada pengawasan aktif terhadap kebijakan keuangan (Kaban et al., 2023). Selain itu, peran komisaris di perusahaan BUMN sering terfragmentasi dan tumpang tindih dengan pengawasan kementerian atau lembaga negara lainnya. Akibatnya, meskipun jumlah komisaris meningkat, pengaruh kolektif mereka terhadap kebijakan manajerial seperti penggunaan utang tetap terbatas. Hal ini sejalan dengan temuan studi sebelumnya yang menyatakan bahwa efektivitas pengawasan di perusahaan BUMN tidak hanya dipengaruhi oleh jumlah anggota dewan, tetapi lebih ditentukan oleh kualitas, independensi, serta kejelasan peran dan wewenang yang dimiliki (Veny & Putri, 2023).

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa ukuran Komisaris Independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap Debt to Equity Ratio (DER) pada perusahaan BUMN Holding di Indonesia. Temuan ini mengindikasikan bahwa semakin besar proporsi komisaris independen dalam dewan komisaris, semakin tinggi kecenderungan perusahaan untuk menggunakan utang sebagai sumber pendanaan. Dalam konteks perusahaan BUMN Holding, keberadaan komisaris independen memainkan peran penting dalam memperkuat tata kelola perusahaan (good corporate governance). Komisaris independen, yang tidak memiliki afiliasi langsung dengan pemerintah maupun manajemen, bertindak sebagai pengawas objektif terhadap tindakan manajerial, termasuk dalam kebijakan pembiayaan. Kehadiran mereka meningkatkan kepercayaan pemangku kepentingan eksternal, seperti kreditur dan investor, terhadap integritas dan transparansi pengelolaan keuangan perusahaan (Anderson et al., 2004). Kepercayaan ini pada gilirannya memperluas akses perusahaan terhadap sumber pembiayaan utang dengan biaya modal yang lebih rendah, sehingga mendorong peningkatan DER.

Selain itu, komisaris independen cenderung mendorong efisiensi pembiayaan melalui leverage yang optimal untuk meningkatkan nilai perusahaan. Dalam struktur perusahaan BUMN yang sering kali menghadapi tekanan untuk mencapai target finansial dan kontribusi terhadap APBN, penggunaan utang menjadi strategi pembiayaan yang umum. Komisaris independen yang memiliki latar belakang profesional dan independensi dalam pengawasan cenderung mendukung penggunaan utang sejauh hal tersebut dapat meningkatkan efisiensi operasional dan tidak membahayakan stabilitas keuangan perusahaan (Fama & Jensen, 1983). Lebih lanjut, komisaris independen juga berperan dalam memastikan bahwa keputusan pembiayaan dilakukan secara prudent dan berdasarkan prinsip tata kelola yang baik, bukan semata-mata atas dasar kepentingan politik atau tekanan eksternal (Rifai, 2009; Sudarmanto et al., 2021). Dengan demikian, hasil ini menegaskan pentingnya memperkuat komposisi komisaris independen dalam struktur dewan perusahaan BUMN Holding sebagai bagian dari reformasi tata kelola, tidak hanya untuk mengawasi manajemen, tetapi juga untuk meningkatkan kredibilitas keuangan perusahaan di mata kreditur dan pasar modal.

## KESIMPULAN

Pemerintah Indonesia saat ini tengah giat mendorong implementasi strategi holding pada perusahaan-perusahaan BUMN sebagai upaya peningkatan efisiensi, daya saing, dan nilai ekonomi. Namun, realitas empiris menunjukkan bahwa pembentukan holding belum tentu menjamin peningkatan kinerja keuangan secara konsisten. Dalam konteks tersebut, penelitian ini menjadi relevan untuk mengkaji bagaimana peran Ukuran Dewan Komisaris dan Komisaris Independen memengaruhi struktur permodalan, khususnya *Debt to Equity Ratio (DER)*, sebagai indikator penting dalam pengelolaan risiko dan efisiensi keuangan perusahaan BUMN Holding. Temuan utama dalam penelitian ini mengungkapkan bahwa hanya Komisaris Independen yang memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap DER. Sebaliknya, Ukuran Dewan Komisaris tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa efektivitas pengawasan tidak ditentukan oleh jumlah anggota dewan, tetapi oleh kualitas, independensi, dan kapabilitas dari individu yang menduduki posisi tersebut. Dalam praktiknya, intervensi pemegang saham mayoritas, yaitu pemerintah, dalam kebijakan strategis BUMN seringkali mengaburkan batas peran, mengurangi independensi, serta membatasi ruang pengawasan yang semestinya dimiliki oleh dewan komisaris. Akibatnya, besarnya jumlah anggota dewan tidak berbanding lurus dengan efektivitas pengawasan. Lebih jauh, penelitian ini menegaskan urgensi untuk memperkuat peran dan komposisi Komisaris Independen dalam struktur tata kelola perusahaan BUMN Holding. Keberadaan mereka tidak hanya krusial dalam menjaga objektivitas dan pengawasan terhadap manajemen, tetapi juga berkontribusi langsung terhadap peningkatan kredibilitas perusahaan di mata investor, kreditur, dan pasar keuangan secara umum. Meskipun memberikan kontribusi penting dalam pemahaman tata kelola BUMN Holding, penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Periode observasi yang relatif singkat dapat membatasi kemampuan dalam menangkap dinamika jangka panjang dari strategi holding. Oleh karena itu, penelitian lanjutan disarankan untuk memperluas cakupan waktu menjadi jangka panjang agar mampu mengungkap dampak berkelanjutan dari pembentukan holding terhadap struktur modal. Selain itu, penambahan variabel lain yang relevan, seperti profitabilitas, kepemilikan pemerintah, atau tingkat risiko industri, dapat memperkaya analisis terhadap faktor-faktor yang memengaruhi DER di lingkungan BUMN di Indonesia.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abeywardhana, D. K. Y. (2015). Capital Structure and Profitability: An Empirical Analysis of SMEs in the UK. *Journal of Emerging Issues in Economics Finance and Banking (JEIEFB) An Online International Research Journal An Online International Research Journal*, 4(2), 2306–2367. <https://www.researchgate.net/publication/285596953>
- Abor, J. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *Corporate Governance*, 7(1), 83–92. <https://doi.org/10.1108/14720700710727131>
- ADB. (2022). *Unlocking the Economic and Social Value of Indonesia's State-Owned Enterprises* (Issue December). Asian Development Bank. <http://dx.doi.org/10.22617/SPR220442-2>
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315–342. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004>
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2020). *Financial management: Theory & Practice* (16e ed.). Cengage Learning.
- Chen, C. R., & Steiner, T. L. (1999). Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *Financial Review*, 34(1), 119–136. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1999.tb00448.x>
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 58, Issues 1–2). [https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(00)00067-2)
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(7–8), 1034–1062. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00594.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [63 | JEKKP \(Jurnal Ekonomi Keuangan dan Kebijakan Publik\), Vol.6 | No.2 | 2024](https://doi.org/10.1016/0304-</a></p>
</div>
<div data-bbox=)

405X(76)90026-X

- Kaban, L. E., Anandya, D., & Khomsani, M. A. (2023). *Studi Kasus Rangkap Jabatan Penegak Hukum sebagai Komisaris BUMN*.  
Kementrian BUMN. (2021). *Laporan Kinerja Kementrian BUMN* (pp. 1–101).  
Monks, R. A. G., & Minow, N. (2011). *Corporate Governance* (Fifth). John Wiley & Sons.  
OECD. (2015). Governance of regulators (OECD Best Practice Peinciples for Regulatory Policy. In *OECD Publishing*. [https://doi.org/10.1787/gov\\_glance-2015-41-en](https://doi.org/10.1787/gov_glance-2015-41-en)  
Rifai, B. (2009). Peran Komisaris Independen dalam Mewujudkan Good Corporate Governance di Perusahaan Publik. *Jurnal Hukum*, 16(3), 396–412.  
Sekaran, U., & Bougie, R. (2010). Research methods for business: A Skill-Building Approach. In *John Wiley & Sons* (Fifth).  
Sudarmanto, E., Susanti, E., Revida, E., Pelu, M. F. A. R., Purba, S., Purba, A. B., Silalahi, M., Anggusti, M., Sipayung, P. D., & Krisnawati, A. (2021). *Good Corporate Governance (GCG)*. Yayasan Kita Menulis.  
Sugiyono, S. (2017). Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R & D. In *Alfabeta Bandung* (Cetakan Ke-25)  
Veny, & Putri, M. (2023). Prediksi Pengaruh Dewan Komisaris Independen dan Komite Audit Independen terhadap Nilai Perusahaan BUMN. *Konferensi Ilmiah Akuntansi X*, 1–15.  
Wicaksono, A. (2008). Indonesian State-Owned Enterprise: The Challenge of Reform. *Southeast Asian Affairs, Utheast Asian Affairs*, 146–167.  
Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation for Firms with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(40), 185–211.