

RISIKO EKSPROPRIASI OLEH PEMILIK PENGENDALI DAN TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP TINGKAT PENGUNAAN UTANG BANK

Ratna Wardhani

Prodi Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Indonesia
Kampus FEUI Jl. Prof. Dr. Sumitro Djojohadikusumo Depok, 16424, Indonesia

Abstract

This study aimed to analyze the effect of the expropriation risk by controller shareholders and corporate governance (GCG) to the use level of bank loan owned by the company. The samples used in this study were the data 226 manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange in period 2010-2012. The results showed that the magnitude of expropriation risk that could be done by controlling shareholders adversely affected the level of bank loan. This showed two things: in making loans to the company, banks considered the possibility of the expropriation. The companies that had the expropriation risk would have less loan to the bank because the company avoided scrutiny which was higher than banks. This study could not prove the influence of corporate governance on the level of bank loan. The result on the audit quality variable showed a positive correlation between KAP size and bank loan levels.

Keywords: *bank loan, controller shareholders, corporate governance, information risk, the risk of expropriation,*

Berbeda dengan negara-negara maju yang telah memiliki pasar modal dengan kapitalisasi pasar yang cukup besar yang mana pendanaannya lebih didominasi oleh pendanaan dari pengeluaran ekuitas, perusahaan-perusahaan di Indonesia sebagian besar masih mengandalkan pada utang dalam komposisi struktur modalnya. Berdasarkan data World Bank tahun 2014 tingkat kapitalisasi pasar modal Indonesia baru mencapai 10,5% dari GDP dan Indonesia diklasifikasikan sebagai negara yang lebih mengarah pada *bank-based sys-*

tem dimana sebagian besar pendanaan perusahaan lebih mengandalkan pada pembiayaan bank (Demergic-Kunt & Levine, 1999 dan Frensidy, 2007). Hal ini menunjukkan bahwa utang bank merupakan sumber pendanaan yang sangat penting bagi perusahaan di Indonesia.

Utang sering kali lebih dipilih karena dua faktor yaitu *agency cost* dan *tax benefit*. Dari sudut pandang keagenan kebijakan utang merupakan kebijakan yang ditempuh perusahaan sebagai kontrol atas tingginya kepemilikan institusional atau

Korespondensi dengan Penulis:

Ratna Wardhani: Telp. +62 21 786 3571; Fax. +62 21 727 2649

E-mail: ratnawardhani@yahoo.com

Risiko Ekspropriasi Oleh Pemilik Pengendali dan Tata Kelola Perusahaan terhadap Tingkat Penggunaan Utang Bank

Ratna Wardhani

kepemilikan keluarga yang dominan yang mana dengan adanya kebijakan utang dapat meningkatkan fungsi pengawasan perusahaan oleh pemegang utang yang bertujuan untuk mengurangi biaya keagenan. Sedangkan dari sudut pandang keuntungan pajak, maka utang merupakan pengungkit yang dapat memberikan *tax shield* yaitu bunga utang yang dibayarkan oleh perusahaan akan disajikan sebagai beban bunga (*interest expense*) yang merupakan beban yang dapat dikurangkan (*deductible expense*) menurut ketentuan perpajakan yang berlaku sehingga dapat mengurangi Pajak Penghasilan Badan untuk perusahaan. Bank merupakan sumber utama perusahaan dalam berutang. Dari perspektif biaya modal, pemenuhan aspek kepatuhan, dan aspek monitoring berutang melalui bank lebih murah dan lebih mudah dibandingkan berutang kepada masyarakat atau publik (*public source*) melalui penerbitan obligasi misalnya.

Dalam pemilihan pendanaan aspek permasalahan keagenan yang dihadapi perusahaan menjadi cukup penting karena bank harus mempertimbangkan adanya risiko ekspropriasi. Penelitian yang dilakukan oleh Claessens *et al.* (2000) menemukan bahwa kepemilikan perusahaan di Asia, termasuk Indonesia, adalah terkonsentrasi dengan struktur kepemilikan piramida. Dalam struktur kepemilikan piramida, pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol yang melebihi hak arus kasnya. Hal ini dapat memicu terjadinya ekpropriasi oleh pemegang saham pengendali (Yeh, 2005 dalam Diyanti, 2012) melalui penggunaan hak kontrol atau kendali untuk memaksimalkan kesejahteraan sendiri dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000). Diyanti (2012) juga menyatakan bahwa pemegang saham pengendali terdorong untuk melakukan ekspropriasi guna memaksimalkan keuntungan pribadi sehingga memicu pemegang saham pengendali memengaruhi manajemen untuk menyajikan informasi yang akan menguntungkan dirinya.

Adanya insentif ekspropriasi menghadirkan risiko informasi bagi bank sehingga akan menjadi faktor yang dipertimbangkan oleh bank sebelum

memberikan utang. Penelitian lain oleh Denis & Mihov (2003), Lin *et al.* (2013), serta Lee & Kuo (2014), juga membuktikan bahwa keberadaan pemegang saham pengendali yang mempunyai insentif untuk melakukan ekspropriasi akan menurunkan tingkat utang bank karena adanya penghindaran yang dilakukan pemegang saham pengendali terhadap fungsi pengawasan yang dimiliki oleh bank. Dengan demikian, insentif untuk melakukan ekspropriasi dari pemegang saham pengendali juga menjadi faktor yang akan memengaruhi tingkat utang bank.

Adanya risiko ekspropriasi dalam perusahaan dengan struktur kepemilikan terpusat dapat dikendalikan melalui implementasi tata kelola perusahaan. Tata kelola perusahaan (tata kelola perusahaan) menurut Cadbury Report (1992) adalah "... suatu sistem di mana perusahaan diarahkan dan dikendalikan." Tata kelola perusahaan juga mencakup hubungan antara para pemangku kepentingan. Menurut La Porta *et al.* (2000), tata kelola perusahaan digunakan oleh investor untuk menjaga diri mereka dari ekspropriasi oleh orang dalam. Mekanisme tata kelola perusahaan yang dijalankan dengan baik akan meminimalisir risiko ekspropriasi yang dihadapi oleh pemegang saham minoritas dan kreditur.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh dari risiko ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali dan tata kelola perusahaan terhadap tingkat utang bank yang dimiliki oleh perusahaan. Lin *et al.* (2013) menguji hubungan struktur kepemilikan perusahaan dan pilihan perusahaan atas utang bank atau utang publik. Pengujian dilakukan secara lintas Negara yang mencakup Austria, Belgia, Finlandia, Perancis, Jerman, Hong Kong, Irlandia, Italia, Jepang, Malaysia, Norwegia, Portugal, Singapura, Korea Selatan, Spanyol, Swedia, Switzerland, Taiwan, Thailand, dan Inggris. Indonesia tidak tercakup dalam penelitian tersebut. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perbedaan antara hak kendali dan hak arus kas dari pemilik pengendali memiliki penga-

ruh yang negatif atas tingkat utang bank. Penelitian ini belum mempertimbangkan adanya efek tata kelola perusahaan yang dipertimbangkan bank dalam memberikan pinjaman. Oleh karena itu penelitian ini dapat memberikan kontribusi dengan melakukan penelitian atas hubungan antara kepemilikan perusahaan, secara spesifik adalah kepemilikan yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali terhadap tingkat hutang bank di Indonesia yang sepanjang pengetahuan penulis belum dilakukan sebelumnya dan memasukkan faktor tata kelola perusahaan dalam menganalisis pengaruhnya terhadap tingkat hutang bank.

Pengembangan Hipotesis

Perbedaan antara *control right* dan *cash flow right* dalam struktur kepemilikan piramida dapat memicu terjadinya ekpropriasi oleh pemegang saham pengendali (Yeh, 2005 dalam Diyanti, 2012). Lee dan Kuo (2014) menyatakan bahwa pemegang saham pengendali terbesar perusahaan secara *de facto* akan mengendalikan jalannya perusahaan, termasuk mengendalikan informasi yang dihasilkan perusahaan. Hal ini memberikan insentif bagi pemegang saham pengendali terbesar untuk melakukan intervensi dalam keputusan perusahaan dan meningkatkan peluang untuk melakukan ekpropriasi.

Keberadaan kepemilikan pengendali terbesar umumnya berhubungan negatif dengan tingkat utang bank. Lee dan Kuo (2014) berpendapat bahwa pemegang saham pengendali mungkin tidak menyukai pembiayaan melalui utang tidak hanya karena meningkatnya pengawasan yang dilakukan oleh kreditur, tetapi juga kewajiban untuk membayar bunga dan pokok dalam jumlah yang tetap yang membatasi pemegang saham pengendali untuk memperoleh keuntungan yang lebih dari sumber daya perusahaan.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Lin *et al.* (2013) juga menyatakan bahwa keberadaan pemegang saham pengendali dengan perbedaan antara

hak kontrol dan hak arus kas yang semakin besar pada perusahaan membuat perusahaan tersebut biasanya lebih memilih *public debt* daripada utang bank. Hal ini diindikasikan karena adanya peran monitoring yang dilakukan oleh bank yang dianggap lebih ketat dibandingkan dengan pengendalian dari masyarakat atas utang yang berasal dari *public source*.

Pemegang saham pengendali dalam struktur piramida menyebabkan terjadinya perbedaan antara hak kontrol dan hak arus kas pemegang saham pengendali yang dapat memicu ekpropriasi. Namun demikian, karena adanya kendali atas informasi yang dihasilkan perusahaan, maka pemegang saham pengendali mempunyai peluang untuk menutupi tindakan ekpropriasi yang dilakukannya (Yeh, 2005 dalam Diyanti, 2012). Hal ini tentu meningkatkan risiko informasi yang dihadapi bank. Oleh karena itu, tingkat ekpropriasi yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali menjadi perhatian bagi bank sebelum memutuskan untuk memberikan pinjaman bagi perusahaan. Atas hal tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini yaitu:

H_1 : tingkat ekpropriasi dari pemegang saham pengendali berpengaruh negatif terhadap tingkat utang bank.

Tata kelola perusahaan sebagai suatu mekanisme yang dapat menjembatani kepentingan manajemen, investor, dan kreditur diharapkan dapat mengurangi asimetri informasi yang terjadi antara pihak-pihak tersebut. Mekanisme tata kelola perusahaan yang semakin efektif akan meningkatkan pengawasan dan kontrol terhadap kebijakan dan keputusan yang diambil manajemen dalam mengelola perusahaan sehingga akan menurunkan risiko perusahaan.

Beberapa penelitian sebelumnya meneliti pengaruh tata kelola perusahaan terhadap beberapa aspek yang terkait dengan utang. Anderson *et al.* (2003) menemukan bahwa *family ownership* berpengaruh negatif terhadap *cost of debt*, hal ini dise-

Risiko Ekspropriasi Oleh Pemilik Pengendali dan Tata Kelola Perusahaan terhadap Tingkat Penggunaan Utang Bank

Ratna Wardhani

babkan karena para kreditur memandang perusahaan dengan kepemilikan keluarga lebih memperhatikan kepentingan *debtholder*. Kepemilikan institusional dan komisaris independen sebagai komponen dari tata kelola perusahaan juga dapat memengaruhi *credit rating* perusahaan (Bhojraj & Sengupta, 2003), hal ini disebabkan karena mekanisme *governance* dapat mengurangi *default risk* dengan memitigasi *agency cost* dan *monitoring* kinerja manajemen dan mengurangi asimetri informasi antara pihak manajemen dan peminjam. Selain itu efektifitas dewan komisaris terbukti secara empiris memengaruhi *cost of debt* yang ditanggung perusahaan.

Implementasi tata kelola yang baik dapat mengurangi konflik keagenan, mengurangi asimetri informasi, dan meningkatkan monitoring terhadap kinerja manajemen. Perusahaan akan menjadi lebih transparan dan dapat bertindak selaras dengan kepentingan investor dan kreditor. Melalui implementasi tata kelola perusahaan yang baik, maka bank akan terbantuan dalam menjalankan fungsi monitoringnya, sehingga dengan semakin baiknya tata kelola perusahaan maka tingkat kepercayaan bank akan semakin meningkat dan perusahaan lebih mudah mendapatkan utang bank.

Lebih lanjut apabila dilihat secara lebih spesifik terhadap mekanisme tata kelola perusahaan yang paling terkait dengan fungsi pengawasan termasuk pengawasan terhadap pelanggaran perjanjian utang, efektifitas dewan komisaris dan komite audit serta kualitas audit menjadi mekanisme yang sangat penting. Efektifitas dewan komisaris dan komite audit akan menghindari manajemen dari perilaku yang oportunistik. Beasley (1996) dan Chen *et al.* (2006) menguji beberapa karakteristik dari dewan dan menemukan bahwa ada hubungan positif antara karakteristik dewan tersebut dengan kualitas laporan keuangan. Dengan laporan keuangan yang berkualitas perusahaan akan lebih mudah berutang ke bank dan bank akan lebih percaya dengan perusahaan. Kemudian, Bronson

et al. (2009) dan Jackson *et al.* (2009) juga menyatakan bahwa efektifitas komite audit juga memengaruhi kualitas kinerja manajemen. Dengan semakin baiknya kinerja manajemen maka semakin mudah perusahaan untuk dipercaya bank dan mendapatkan utang bank. Demikian pula dengan kualitas audit, semakin tinggi kualitas audit, maka laporan keuangan yang dihasilkan akan lebih terpercaya sehingga tidak ada keraguan dari pihak bank terhadap informasi yang disajikan dalam laporan keuangan. Berdasarkan argumentasi tersebut, maka disajikan hipotesis sebagai berikut:

H₂: efektifitas tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat utang bank.

H₃: kualitas audit berpengaruh positif terhadap tingkat utang bank.

METODE

Perusahaan yang dijadikan sampel merupakan perusahaan yang terdaftar dalam industri manufaktur di BEI tahun 2010-2012 yang diambil berdasarkan metode *purposive sampling*. Perusahaan yang dijadikan sampel harus mempunyai utang bank yang bukan merupakan utang dari bank yang berasosiasi dengan perusahaan. Jumlah utang yang berasal dari bank yang mempunyai hubungan relasi dengan perusahaan dikeluarkan dari sampel penelitian. Kepemilikan pengendali ditelusuri sampai diperoleh *ultimate owner* atau ditemukan perusahaan asing dalam struktur kepemilikan. Penelitian ini tidak melanjutkan penelusuran struktur kepemilikan perusahaan asing karena keterbatasan data yang ada. Data atas kepemilikan ini diperoleh dari Kementerian Hukum dan HAM RI. Kriteria dan jumlah sampel dalam penelitian ini dapat dilihat dalam Tabel 1.

Model 1 dalam penelitian ini diformulasikan untuk melihat pengaruh dari tingkat ekspropriasi ($WEDGE_{it}$), tata kelola perusahaan (GOV_{it}), dan kualitas audit ($AUDQUAL_{it}$) terhadap tingkat utang bank ($BANKDEBT_{it}$). Variabel kontrol yang digu-

nakan dalam penelitian ini merupakan variabel yang memengaruhi utang bank. Perusahaan dengan *growth opportunities* (*GROWP*) yang tinggi akan menyajikan *expected cost* yang lebih tinggi atas *financial distress* sehingga cenderung untuk menggunakan ekuitas dibandingkan utang untuk mendanai proyek mereka (Heyman *et al.*, 2008). Perusahaan yang lebih besar (*SIZE*) dan lebih tua (*AGE*) dianggap lebih memiliki asimetri informasi yang lebih kecil sehingga dapat mencari pendanaan melalui *public source* dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil (Denis & Mihov, 2003). Variabel kontrol *Return on Assets* (*ROA*) dan *COFIND* mengikuti penelitian yang dilakukan oleh Garcia-Teruel *et al.* (2014). *ROA* merupakan proksi atas profitabilitas perusahaan dimana semakin tinggi tingkat profitabilitas, semakin tinggi pula kemampuan perusahaan untuk melakukan pembiayaan internal yang akan mengurangi ketergantungan perusahaan pada utang bank. Sedangkan *COFIND* mengukur tingkat kemampuan pembiayaan internal perusahaan. Perusahaan dengan kemampuan pembiayaan internal yang baik diprediksi akan lebih sedikit menggunakan utang bank. *Debt to Equity Ratio* (*DER*) dimasukkan dalam variabel kontrol pada penelitian ini karena *DER* merupakan salah satu rasio yang dipertimbangkan oleh bank ketika akan memberikan pinjaman pada debitur. Atas hal tersebut, maka model dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{BANKDEBT}_{it} = & \text{Intercept} + b_1 \text{WEDGE}_{it} + b_2 \text{CFR}_{it} \\
 & + b_3 \text{GOV}_{it} + b_4 \text{AUDQUAL}_{it} + b_5 \\
 & \text{GROWP}_{it} + b_6 \text{SIZE}_{it} + b_7 \text{ROA} + b_8 \\
 & \text{COFIND}_{it} + b_9 \text{AGE}_{it} + b_{10} \text{DER}_{it} + e_{it}
 \end{aligned}$$

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah tingkat utang bank (*BANKDEBT_{it}*). Tingkat utang bank diukur dengan *bank debt* dibagi *total debt* perusahaan. Jumlah *bank debt* merupakan jumlah utang bank di luar dari bank yang mempunyai hubungan relasi dengan perusahaan. Pengukuran ini dilakukan untuk mengetahui tingkat utang bank perusahaan yang sebenarnya mengingat adanya kemungkinan kemudahan akses yang didapat perusahaan untuk berutang dari bank yang berasosiasi dengannya. Pengeluaran utang asosiasi dilakukan untuk memastikan bahwa hubungan antara risiko ekspropriasi dan tata kelola perusahaan terhadap tingkat utang bank yang diteliti dalam penelitian ini tidak terpengaruh terhadap bias pemberian utang yang dilakukan oleh perusahaan asosiasi.

Variabel independen utama dalam penelitian ini adalah *WEDGE*, *GOV*, dan *AUDQUAL*. Kepemilikan pengendali diproksikan dengan tingkat insentif untuk melakukan ekspropriasi (*WEDGE*). *WEDGE* merupakan selisih antara persentase *control right* dan *cash flow right* yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali terbesar. *Control right* dihitung berdasarkan jumlah proporsi kepemilikan terendah untuk setiap rantai kepemilikan pemegang

Tabel 1. Sampel Penelitian

Kriteria	Tahun		
	2010	2011	2012
Sampel Awal (Berdasarkan IDX Fact Book Kode Sektor 3, 4, dan 5)	133	137	138
<i>Delisted</i> tahun berjalan	(1)	(2)	(2)
Laporan keuangan tidak ditemukan	(4)	(2)	(1)
Mempunyai ekuitas negatif	(9)	(9)	(8)
Tidak mempunyai utang bank	(36)	(39)	(38)
Data struktur kepemilikan tidak lengkap	(10)	(10)	(10)
Jumlah	73	75	78
Total Sampel		226	

Risiko Ekspropriasi Oleh Pemilik Pengendali dan Tata Kelola Perusahaan terhadap Tingkat Penggunaan Utang Bank

Ratna Wardhani

saham. Perhitungan ini mengikuti metode yang dipakai La Porta *et al.* (1999). *Cash flow right* dihitung dengan menjumlahkan perkalian porsi kepemilikan saham yang dimiliki melalui rantai pengendali. Dengan demikian, *control rights* Tuan A adalah sebesar 20% ($=\min(20\%,30\%)$) dan *cash flow rights*nya adalah sebesar 6% ($=20\%*30\%$), sehingga tingkat ekspropriasi atau *WEDGE* adalah sebesar 14%.

GOV dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan ukuran efektifitas dewan komisaris dan efektifitas komite audit yaitu $GOV = (\text{Efektivitas Dewan Komisaris} + \text{Efektivitas Komite Audit})/2$. Efektivitas dewan komisaris dan efektifitas komite audit diukur dengan indeks yang dikembangkan oleh Hermawan (2009). Untuk mengukur efektifitas dewan komisaris indeks tersebut mencakup pengukuran independensi dewan komisaris, aktivitas dewan, ukuran dewan, keahlian dan kompetensi dewan. Sedangkan untuk mengukur efektifitas komite audit indeks tersebut mencakup pengukuran aktivitas komite audit, ukuran komite audit, keahlian dan kompetensi komite audit. *AUDQUAL* merupakan variabel yang mengukur kualitas audit yang dalam penelitian ini diproxy dengan menggunakan ukuran KAP yang digunakan oleh perusahaan. Variabel ini diukur dengan menggunakan variabel dummy yaitu nilai 1 untuk perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 4 (KAP yang terafiliasi dengan Ernst & Young, Pricewaterhouse Cooper, Deloitte, and KPMG), dan nilai 0 untuk lainnya.

Sebagai variabel kontrol, digunakan *CFR* (*Cash Flow Rights*) yang menggambarkan hak arus kas pemegang saham pengendali. Hak arus kas merupakan penjumlahan dari hasil kali persentase kepemilikan saham untuk setiap rantai kepemilikan saham. Namun jika ditemukan pemegang saham akhir dengan kepemilikan lebih dari 5%, berjumlah lebih dari satu individu dalam satu keluarga, maka yang dipakai adalah total kepemilikan dari satu keluarga tersebut. Jika tidak teridentifikasi keluarga atau individu yang hak arus kasnya melebihi 5%,

hak arus kas tertinggillah yang dianggap sebagai pengendali akhir. Variabel kontrol lainnya yaitu *GROWP* yang diukur dengan membandingkan *sales* tahun ini dengan *sales* tahun sebelumnya, *Firm Size* (*SIZE*) yang diukur dari Log Natural Total Asset, *Return on Assets* (ROA) sebagai proksi dari profitabilitas yang diukur dari *Earning Before Interest and Taxes* (EBIT) dibagi *total asset*, *COFIND* sebagai proksi untuk mengukur kemampuan pembiayaan internal perusahaan yang diukur dari arus kas operasi perusahaan dibandingkan dengan rata-rata arus kas operasi industri, *AGE* yang diukur dengan logaritma umur perusahaan sejak berdiri serta *Debt to Equity Ratio* (*DER*) yang dihitung dari *total debt* dibagi *total equity*.

HASIL

Statistik Deskriptif

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif dari variabel. Tabel tersebut menunjukkan bahwa rata-rata tingkat utang bank dibandingkan dengan total utang perusahaan mencapai 74,99%. Angka ini menunjukkan kesesuaian dengan pernyataan Frensidy (2007) dan Demergic-Kunt & Levine (1999) yang mengategorikan Indonesia sebagai negara berdasarkan *bank-based*, dimana bank diandalkan sebagai sumber pembiayaannya. Rata-rata tingkat ekspropriasi (*WEDGE*) adalah sebesar 4,9% dengan nilai maksimal mencapai 45,32%. Rata-rata tersebut termasuk perusahaan yang memiliki *voting rights* sama dengan *cash flow rights* (*wedge* sama dengan nol) yang bisa saja disebabkan karena penelusuran terhadap pemegang saham pengendali akhir tidak dapat dilanjutkan jika ditemukan perusahaan asing sebagai pemegang saham dalam rantai kepemilikan. Namun, apabila dilihat statistik deskriptif untuk *wedge* bagi perusahaan yang *voting rights* berbeda dengan *cash flow rights*, maka nilai rata-rata *wedge* dalam penelitian ini adalah sebesar 14,19%.

Rata-rata GOV menunjukkan bahwa secara rata-rata efektifitas dewan komisaris dan komite

audit telah lebih dari cukup namun belum tinggi. Persebaran nilai untuk variabel ini juga cukup besar. Artinya diversitas efektifitas penerapan tata kelola perusahaan di Indonesia masih tinggi. Variabel kualitas audit (AUDQUAL) menunjukkan bahwa 44,25% perusahaan dalam sampel diaudit oleh auditor Big 4 dan sisanya oleh auditor Non Big 4. Hal ini menunjukkan bahwa pada perusahaan industri manufaktur, sebagian besar menggunakan auditor Non Big 4.

Analisis Hasil Regresi

Tabel 3 menunjukkan hasil regresi dari model penelitian yang diuji dengan menggunakan 3 spesifikasi. Dua spesifikasi pertama menggunakan OLS dimana regresi pertama merupakan regresi tanpa variabel kontrol dan regresi kedua dengan menggunakan variabel kontrol. Sedangkan spesifikasi ketiga menggunakan regresi dengan Tobit karena variabel dependen dalam penelitian ini terbatas karena rasio utang bank terhadap total utang akan selalu berada pada *range* 0 hingga 1. Berdasarkan tabel tersebut, baik berdasarkan regresi OLS maupun Tobit, maka dapat dilihat bahwa risiko ekspropriasi yang diukur dengan menggunakan *wedge* berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat hutang bank dengan tingkat signifikansi

1%. Hal ini berarti bahwa semakin besar tingkat ekspropriasi pemegang saham pengendali, semakin rendah tingkat utang bank pada perusahaan tersebut. Hasil tersebut menunjukkan bahwa berdasarkan pengujian data hipotesis 1 yang menyatakan bahwa tingkat ekspropriasi dari pemegang saham pengendali berpengaruh negatif terhadap tingkat utang bank tidak dapat ditolak.

Lebih lanjut, hasil penelitian pada Tabel 3 menunjukkan bahwa berdasarkan pengujian OLS dan Tobit variabel tata kelola perusahaan yang diukur dengan menggunakan ukuran efektifitas dewan komisaris dan efektifitas komite audit tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap tingkat hutang bank. Hasil ini menunjukkan bahwa berdasarkan pengujian data hipotesis 2 yang menyatakan bahwa efektifitas tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat hutang bank dapat ditolak. Sedangkan berdasarkan pengujian OLS (yang menggunakan variabel kontrol) dan pengujian Tobit, variabel kualitas audit yang diukur dengan menggunakan variabel *dummy* yaitu 1 untuk perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 4 dan 0 untuk lainnya menunjukkan hubungan yang positif signifikan pada tingkat signifikansi 5% untuk pengujian OLS dan 1% untuk pengujian Tobit. Hasil ini menunjukkan bahwa

Tabel 2. Statistik Deskriptif

<i>Variabel</i>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
BANKDEBT	226	0,7499	0,3419	0,0010	1,0000
WEDGE	226	0,0490	0,1012	0,0000	0,4532
CFR	226	0,4984	0,2309	0,0479	0,9818
GOV	226	0,6983	0,1202	0,3725	0,9260
AUDITQUAL	226	0,4425	0,4978	0,0000	1,0000
GROWP	226	1,1544	0,2444	0,2108	2,4149
SIZE	226	21,2934	1,6149	18,0251	25,9180
ROA	226	0,1098	0,0981	(0,1447)	0,4226
COFIND	226	0,8776	1,8946	(4,7599)	6,0693
AGE	226	1,5289	0,1519	1,0681	1,9731
DER	226	0,7362	0,8866	0,0005	3,8819

Risiko Ekspropriasi Oleh Pemilik Pengendali dan Tata Kelola Perusahaan terhadap Tingkat Penggunaan Utang Bank

Ratna Wardhani

Tabel 3. Hasil Regresi

Variabel Independen	Expected Sign	OLS			OLS			Tobit		
		Koefisien	Prob		Koefisien	Prob		Koefisien	Prob	
WEDGE	-	-0,7570	0,0015	***	-0,7068	0,0025	***	-0,7087	0,0005	***
CFR	-	-0,1363	0,0955	*	-0,2027	0,0200	**	-0,2063	0,0180	**
GOV	+	-0,1723	0,1410		-0,1377	0,1800		-0,1410	0,2005	
BIG4	+	-0,1999	0,0000	***	0,1092	0,0175	**	0,1088	0,0085	***
GROWP	-				-0,0701	0,3055		-0,0776	0,1755	
SIZE	+				-0,0818	0,0000	***	-0,0813	0,0000	***
ROA	-				-0,8330	0,0025	***	-0,8340	0,0005	***
COFIND	-				0,0034	0,4225		0,0031	0,4230	
AGE	+				-0,0818	0,3025		-0,0794	0,2870	
DER	-				-0,0376	0,0815	*	-0,0372	0,0570	*
_CONS		1,0637	0,0000	***	2,8568	0,0000	***	2,8533	0,0000	***
<i>F test prob</i>						0.0000				
<i>Adjusted R2</i>						0.2849				
<i>Chi2 test prob</i>						0.0000				
<i>Pseudo R2</i>						0.4710				

berdasarkan pengujian data hipotesis 3 yang menyatakan bahwa kualitas audit berpengaruh positif terhadap tingkat utang bank tidak dapat ditolak.

PEMBAHASAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif dari tingkat ekspropriasi pemegang saham pengendali terhadap tingkat utang bank. Konsisten dengan hipotesis penelitian, hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham pengendali maka akan menyebabkan tingkat utang bank yang dimiliki oleh perusahaan menjadi semakin rendah. Yeh (2005) dalam Diyanti (2012) menyatakan bahwa adanya kendali atas informasi oleh pemegang saham pengendali membuatnya mempunyai peluang untuk menutupi tindakan ekspropriasi yang dilakukannya. Hal ini dapat menimbulkan adanya asimetri informasi antara perusahaan dengan bank (Smith & Warner, 1979). Hal itu tentu meningkatkan risiko informasi bagi bank dalam memberikan utang yang dapat meng-

akibatkan turunnya akses perusahaan untuk memperoleh pembiayaan dari bank sehingga tingkat utang bank pada perusahaan menjadi berkurang.

Dari sudut pandang pemegang saham, pemegang saham pengendali umumnya tidak menyukai utang bank karena adanya pengawasan yang dilakukannya oleh bank (Denis & Mihov, 2003 dan Lee & Kuo, 2014) serta kemampuan yang dimiliki oleh bank untuk mendesain kontrak utang yang memberikan syarat tertentu sesuai dengan karakteristik peminjam (Bharath *et al.*, 2008), yang mana keduanya akan membatasi kemungkinan pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Lin *et al.* (2013) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan efek *entrenchment* pemegang saham pengendali akhir terhadap tingkat utang bank. Hasil ini juga konsisten dengan Lee & Kuo (2014) yang menyatakan bahwa keberadaan kepemilikan pemegang saham terbesar umumnya berhubungan negatif dengan tingkat utang bank. Lee & Kuo (2014) berpendapat bahwa pemegang saham

pengendali mungkin tidak menyukai pembiayaan melalui utang tidak hanya karena meningkatnya pengawasan yang dilakukan oleh kreditur, tetapi juga kewajiban untuk membayar bunga dan pokok dalam jumlah yang tetap yang membatasi pemegang saham pengendali untuk memperoleh keuntungan yang lebih dari sumber daya perusahaan.

Lebih lanjut penelitian ini menghasilkan bukti empiris yang cukup menarik yaitu bahwa variabel tata kelola perusahaan yang dicerminkan melalui variabel efektifitas dewan komisaris dan komite audit sebagai bagian dari mekanisme pengawasan internal dan kualitas audit sebagai bagian dari mekanisme pengawasan eksternal menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Penelitian ini menunjukkan bahwa efektifitas tata kelola perusahaan justru tidak signifikan berpengaruh terhadap tingkat utang sedangkan kualitas audit berpengaruh secara positif.

Hasil ini menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan yang baik tidak mendorong perusahaan untuk meningkatkan utangnya. Dengan semakin baiknya tata kelola perusahaan, insentif perusahaan untuk mengeluarkan utang publik mungkin lebih tinggi mengingat biaya utang (*cost of debt*) dari utang publik lebih rendah, sehingga pengaruhnya kepada utang bank menjadi tidak relevan. Penjelasan ini didukung oleh hasil penelitian Bhojraj & Sengupta (2003) yang meneliti pada negara yang memiliki struktur utang publik yang lebih besar dari pada utang bank, menyatakan bahwa tata kelola perusahaan berpengaruh negatif pada *cost of debt*. Penjelasan alternatif dari hasil tersebut adalah dengan semakin baiknya tata kelola perusahaan, tambahan pengawasan dari bank tidak diperlukan.

Sedangkan hasil atas variabel kualitas audit menunjukkan adanya hubungan positif antara ukuran KAP dengan tingkat utang bank. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 4 memiliki tingkat utang yang lebih tinggi, yang artinya perusahaan ini memiliki akses bank

yang lebih baik. Semakin tinggi kualitas audit, maka laporan keuangan yang dihasilkan akan lebih terpercaya sehingga tidak ada keraguan dari pihak bank terhadap informasi yang disajikan dalam laporan keuangan.

Berkaitan dengan variabel kontrol, hasil pengujian menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar dan lebih menguntungkan memiliki tingkat utang yang lebih kecil. Hasil ini dapat menunjukkan bahwa perusahaan dengan karakteristik seperti ini dapat saja mengandalkan pendanaannya tidak melalui bank tetapi dapat melalui *public debt* atau pendanaan internal. Variabel DER juga signifikan negatif berpengaruh terhadap tingkat utang. Hal ini menunjukkan dengan semakin tingginya pembiayaan melalui utang, maka perusahaan akan menghadapi risiko *default* yang lebih tinggi sehingga pendanaan bank akan dihindari.

Analisis Sensitivitas

Untuk melihat pengaruh risiko ekspropriasi tinggi terhadap tingkat utang bank, penelitian ini melakukan regresi dengan mengganti variabel *wedge* di atas dengan variabel *dummy* bernilai 1 apabila nilai *wedge* melebihi nilai median dari sampel yang nilai voting rights melebihi cash flow rights dan nilai 0 apabila sebaliknya. Selain itu penelitian ini juga melakukan uji sensitivitas dengan mengukur ekspropriasi dengan ukuran yang berbeda yaitu *cash flow leverage*. *Cash flow leverage* adalah rasio antara hak pengendalian (*control rights*) dengan hak atas arus kas (*cash flow rights*). Rasio ini mengukur insentif ekspropriasi dari pemegang saham pengendali dan menggambarkan efek *entrenchment* dari pemegang saham pengendali. Variabel ini mengukur konflik keagenan yang mungkin timbul antara pemegang saham pengendali dan non-pengendali. Menurut LaPorta *et al.* (1999), rasio antara hak kendali dan hak arus kas terjadi karena pemegang saham pengendali mengurangi kepemilikannya melalui *voting rights* superior lewat struktur piramida atau *cross holding*. Jumlah hak pengan-

Risiko Ekspropriasi Oleh Pemilik Pengendali dan Tata Kelola Perusahaan terhadap Tingkat Penggunaan Utang Bank

Ratna Wardhani

dalian dihitung dari penjumlahan proporsi kepemilikan terlemah (*weakest link*) dari rantai pengendalian. Perhitungan *control rights* mengikuti cara La Porta *et al.* (1999 dan 2002) dan Claessens *et al.* (1999b, 2000, dan 2002). Hasil pengujian sensitivitas dapat dilihat pada Tabel 4 dan 5.

Berdasarkan Tabel tersebut dapat disimpulkan bahwa hubungan negatif antara risiko ekspropriasi terhadap tingkat utang bank *robust* untuk berbagai penghitungan risiko ekspropriasi. Hal ini menunjukkan bahwa adanya hak pengendalian yang lebih besar dibandingkan hak arus kas yang dapat menimbulkan risiko ekspropriasi berhubungan secara negatif dengan tingkat hutang bank. Dari sisi bank sebagai kreditur, risiko ekspropriasi akan menurunkan daya tarik bank dalam memberikan kredit karena selain harus menanggung risiko kredit bank juga harus menanggung risiko ekspropriasi tersebut sehingga risiko gagal bayar akan semakin meningkat. Sedangkan dari sisi perusahaan, pemegang saham pengendali akan cenderung menghindari utang bank untuk menghin-

dari tambahan fungsi monitoring yang akan mengawasi tindakan ekspropriasinya.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Dalam struktur pendanaan perusahaan, utang perusahaan merupakan unsur yang sangat penting, terutama pada perusahaan di Indonesia yang lebih bersifat *bank-based*. Struktur kepemilikan sangat berpengaruh pada kebijakan pendanaan perusahaan. Pada perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, terdapat kemungkinan adanya hak kendali yang lebih besar dari hak arus kas yang memungkinkan timbulnya risiko ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas atau kreditor. Risiko ekspropriasi tersebut berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Penelitian ini membuktikan bahwa risiko ekspropriasi yang muncul ketika hak kendali lebih besar dari hak arus kas berpengaruh negatif sig-

Tabel 4. Hasil Regresi Pengujian Sensitivitas dengan *Dummy Wedge*

Variabel Independen	Expected Sign	OLS			OLS			Tobit		
		Koefisien	Prob		Koefisien	Prob		Koefisien	Prob	
DWEDGE	-	-0,21909	0,0005	***	-0,19647	0,0015	***	-0,19647	0,0000	***
CFR	-	-0,14662	0,0780	**	-0,20957	0,0155	**	-0,20957	0,0160	**
GOV	+	-0,17519	0,1395		-0,14803	0,1655		-0,14803	0,1870	
BIG4	+	-0,20632	0,0000	***	-0,12003	0,0090	**	-0,12003	0,0040	***
GROWP	-				-0,08008	0,2805		-0,08008	0,1660	
SIZE	+				-0,07574	0,0000	***	-0,07574	0,0000	***
ROA	-				0,905816	0,0010	***	0,905816	0,0000	***
COFIND	-				-0,00235	0,4465		-0,00235	0,4400	
AGE	+				-0,08284	0,2990		-0,08284	0,2770	
DER	-				0,032485	0,1140	*	0,032485	0,0810	*
_CONS		1,074392	0,0000	***	2,755307	0,0000	***	2,755307	0,0000	***
<i>F test prob</i>				0,0000			0,0000			
<i>Adjusted R2</i>				0,1611			0,2891			
<i>Chi2 test prob</i>									0,0000	
<i>Pseudo R2</i>									0,4969	

Tabel 5. Hasil Regresi Pengujian Sensitivitas dengan *Cash Flow Leverage*

Variabel Independen	Expected Sign	OLS			OLS			Tobit		
		Koefisien	Prob		Koefisien	Prob		Koefisien	Prob	
CFL	-	-0,09685	0,0010	***	-0,1021	0,0005	***	-0,1021	0,0000	***
CFR	-	-0,12609	0,1120	**	-0,21853	0,0140	**	-0,21853	0,0130	**
GOV	+	-0,16714	0,1485		-0,14224	0,1695		-0,14224	0,1960	
BIG4	+	-0,19489	0,0000	***	-0,10067	0,0270	**	-0,10067	0,0130	***
GROWP	-				-0,06399	0,3205		-0,06399	0,2175	
SIZE	+				-0,08138	0,0000	***	-0,08138	0,0000	***
ROA	-				0,95564	0,0005	***	0,95564	0,0000	***
COFIND	-				-0,00135	0,4675		-0,00135	0,4655	
AGE	+				-0,07036	0,3195		-0,07036	0,3065	
DER	-				0,030969	0,1275	*	0,030969	0,0905	*
_CONS		1,133003	0,0000	***	2,914119	0,0000	***	2,914119	0,0000	***
<i>F test prob</i>			0,0000			0,0000				
<i>Adjusted R2</i>			0,1488			0,2925				
<i>Chi2 test prob</i>									0,0000	
<i>Pseudo R2</i>										0,5038

nifikan terhadap tingkat hutang bank. Hal ini berarti bahwa semakin besar tingkat ekspropriasi pemegang saham pengendali, semakin rendah tingkat utang bank pada perusahaan tersebut. Hasil tersebut robust terhadap beberapa alternatif pengukuran risiko ekspropriasi.

Adanya risiko ekspropriasi juga akan meningkatkan meningkatkan risiko informasi sehingga dapat mengakibatkan turunnya akses perusahaan untuk memperoleh pembiayaan dari bank. Dari sudut pandang pemegang saham, pemegang saham pengendali umumnya tidak menyukai utang bank karena adanya pengawasan yang dilakukan oleh bank serta kemampuan yang dimiliki oleh bank untuk mendesain kontrak utang yang memberikan syarat tertentu sesuai dengan karakteristik peminjam, yang mana keduanya akan membatasi kemungkinan pemegang saham pengendali melakukan ekspropriasi.

Penelitian ini tidak dapat membuktikan pengaruh tata kelola perusahaan terhadap tingkat utang bank. Tata kelola perusahaan yang baik tidak mendorong perusahaan untuk meningkatkan utangnya. Dengan semakin baiknya tata kelola perusa-

haan insentif perusahaan untuk mengeluarkan utang publik mungkin lebih tinggi sehingga pengaruhnya kepada utang bank menjadi tidak relevan. Penjelasan alternatif dari hasil tersebut adalah dengan semakin baiknya tata kelola perusahaan, tambahan pengawasan dari bank tidak diperlukan. Sedangkan hasil atas variabel kualitas audit menunjukkan adanya hubungan positif antara ukuran KAP dengan tingkat utang bank. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 4 memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi, yang artinya perusahaan ini memiliki akses bank yang lebih baik.

Saran

Terdapat tiga keterbatasan yang harus dicermati dalam menginterpretasikan hasil penelitian ini. Keterbatasan pertama adalah periode penelitian ini yang hanya mencakup tahun 2010-2012, yang dikhawatirkan tidak cukup menggambarkan perubahan time series dari variabel penelitian ini. Saran terhadap penelitian yang akan datang adalah agar dapat menggunakan sampel perusahaan dengan rentang waktu yang lebih panjang. Keterba-

Risiko Ekspropriasi Oleh Pemilik Pengendali dan Tata Kelola Perusahaan terhadap Tingkat Penggunaan Utang Bank

Ratna Wardhani

tasannya kedua terkait tidak dapat diidentifikasi lebih lanjut apabila kepemilikan dimiliki oleh asing yang mungkin saja sebenarnya merupakan orang Indonesia. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menelusuri struktur kepemilikan asing ataupun perusahaan asing yang sebenarnya dimiliki oleh keluarga Indonesia untuk memberikan hasil yang lebih akurat terkait dengan pengukuran tingkat ekspropriasi pemegang saham pengendali. Ketiga, pengukuran tata kelola perusahaan hanya mencakup efektifitas dewan komisaris dan komite audit dan kualitas audit. Penelitian lebih lanjut dapat mengeksplorasi mekanisme tata kelola perusahaan lain yang belum tercakup dalam penelitian ini. Selain itu, ukuran kualitas audit dalam penelitian ini juga hanya menggunakan ukuran KAP. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan pengukuran kualitas audit lainnya seperti spesialisasi auditor, *audit fee*, atau *tenure audit*.

DAFTAR PUSTAKA

- Anderson, R.C., Mansi, S.A., & Ree, D.M. 2003. Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2): 263–285.
- Beasley, M.S. 1996. An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71(4): 443–465.
- Bharath, S.T., Sunder, J., & Sunder, S.V. 2008. Accounting Quality and Debt Contracting. *The Accounting Review*, 83(1): 1–28.
- Bhojraj, S. & Sengupta, P. 2003. Effect of Corporate Governance on Bond Group and Yields: The Role of Institutional Investors and outside Directors. *Journal of Business*, 76(3): 455–475.
- Bronson, S.N., Carcello, J.V., Hollingsworth, C.W, Neal, & Terry, L. 2009. Are Fully Independent Audit Committees Really Necessary?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4): 265–280.
- Cadbury, A.1992. *The Code of Best Practice, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee and Co Ltd.
- Chen, G., Firth, M., Gao, D.N., & Rui, O.M. 2006. Ownership Structure, Corporate Governance, and Fraud: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*. 12(3), 424–448.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. & Lang, L. 1999. Expropriation of Minority Shareholders; Evidence from East Asia. *Policy Research Paper 2088, World Bank, Washington DC*.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.R.H., & Lang, L.H.P. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.R.H., & Lang, L.H.P. 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance* 57(6): 2741-2771.
- Demergic-Kunt, A. & Levine, R., 1999. Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. *Manuscript. The World Bank*.
- Diyanti, V. 2012. Analisis Pengaruh Kepemilikan Pengendali Akhir terhadap Transaksi dengan Pihak Berelasi dan Kualitas Laba. *Disertasi*. Program Studi Ilmu Akuntansi Universitas Indonesia.
- Du, J. & Dai, Y. 2005. Ultimate Corporate Ownership Structures and Capital Structures: Evidence from East Asian Economies. *Corporate Governance*, 13: 60-71.
- Frensidy, B. 2007. Bank-Based Vs Market-Based. *Kontan*, Minggu IV, Juni.
- Garcia-Teruel, P.J., Martinez-Solano, P. & Sanchez-Ballesta, J.P., 2014. The Role of Accruals Quality in the Access to Bank Debt. *Journal of Banking and Finance*, 38(1): 186-193.
- Hermawan, A. 2009. Pengaruh Efektifitas Dewan komisaris dan Komite Audit, Kepemilikan oleh Keluarga, dan Peran Monitoring Bank Terhadap Kandungan Informasi Laba. *Disertasi*. Program Pasca Sarjana Universitas Indonesia.
- Heyman, D., Deloof, M., & Ooghe, H. 2008. The Financial Structure of Private Held Belgian Firms. *Small Business Economics* 30(1): 301–313.
- Jackson, L.A., Owens, Robinson, D. & Shelton, S.W. 2009. The Association between Audit Committee Char-

- acteristics, the Contracting Process and Fraudulent Financial Reporting. *American Journal of Business*, 24(1): 57-65.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 303-431.
- La Porta, R., Florencio, L.D.S., & Andrei, S. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2): 471-517.
- La Porta, R., Lopez-De Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R.W. 2000. Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58(1-2): 3-27.
- La Porta, R., Lopez-De Silanes, F. Shleifer, A., & Vishny, R.W. 2002. Investor Protection and Corporate Valuation, *Journal of Finance*, 57(3): 1147-1170.
- Lee, C.F. & Kuo, N.T. 2014. Effects of Ultimate Ownership Structure and Corporate Tax on Capital Structures: Evidence from Taiwan. *International Review of Economics & Finance*, 29: 409–425.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., & Xuan, Y. 2013. Corporate Ownership Structure and the Choice between Bank Debt and Public Debt. *Journal of Financial Economics*, 109(2): 517-534.
- Smith, C.W. & Warner, J.B. 1979. On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 7(2): 117-161.