

Cost of Liability Capital Under Shareholders' Monitoring

Abstract

This paper discusses empirical research examining the impact of shareholders' monitoring in term of concentrated ownership and majority ownership on cost of liability capital. The research uses a sample of 184 observations of publicly listed companies on the Indonesian Stock Exchange for the fiscal year that ends on December 31, 2010 through 2013. Cost of liability capital is measured by dividing interest expenses by average short-term and long term debt for a given year. Concentrated ownership measured by Herfindahl Index, whereas majority ownership is measured by family ownership relative to total ownership, internal ownership relative to total ownership, government ownership relative to total ownership, and institutional ownership relative to total ownership. This research uses two control variables, which are firm's size and leverage. Data used in this study is obtained both from ICMD, Indonesian Stock Exchange database, and company annual reports. This research found evidence that concentrated ownership, family ownership, internal ownership, and institutional ownership negatively affect cost of liability capital, whereas government ownership has no effect on cost fo liability capital. The findings suggest that concentrated ownership, family ownership, internal ownership, and institutional ownership are able to enhance monitoring role which in turn decrease investment risk and credit risk, and finally decrease cost of liability capital.

Keywords: cost of liability capital, concentrated ownership, leverage, majority ownership, size.

Abstrak. Paper ini mendiskusikan riset empiris yang menguji pengaruh monitoring pemegang saham berupa kepemilikan terkonsentrasi dan kepemilikan mayoritas terhadap *cost of liability capital*. Penelitian ini menggunakan data sebanyak 184 observasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk tahun fiskal yang berakhir tanggal 31 Desember 2010 sampai 2013. *Cost of liability capital* diukur dengan membagi biaya bunga dengan rerata liabilitas lancar dan liabilitas jangka panjang. Kepemilikan terkonsentrasi diukur menggunakan Herfindahl Index, sedangkan kepemilikan mayoritas diukur menggunakan persentase kepemilikan keluarga terhadap total saham, persentase kepemilikan internal

terhadap total saham, persentase kepemilikan pemerintah terhadap total saham, dan persentase kepemilikan institusi terhadap total saham. Penelitian ini menggunakan dua variabel kontrol, yaitu ukuran perusahaan (*size*) yang diukur menggunakan *log total asset* dan struktur modal (*leverage*) yang diukur menggunakan perbandingan antara total utang dan total asset. Data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari ICMD, database Bursa Efek Indonesia, dan laporan tahunan perusahaan. Penelitian menemukan bukti adanya hubungan negatif antara kepemilikan terkonsentrasi, kepemilikan keluarga, kepemilikan internal, dan kepemilikan institusional dengan *cost of liability capital*, sedangkan kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap *cost of liability capital*. Hal ini berarti kepemilikan terkonsentrasi, kepemilikan keluarga, kepemilikan internal, dan kepemilikan institusional mampu meningkatkan peran monitoring sehingga menurunkan risiko investasi dan risiko kredit dan pada gilirannya menurunkan *cost of liability capital*.

Kata kunci: *cost of liability capital*, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan mayoritas, *leverage*, *size*

1. PENDAHULUAN

Penelitian ini menginvestigasi pengaruh *corporate governance* terhadap *cost of liability capital* perusahaan publik di Indonesia untuk tahun 2011 sampai 2013. *Corporate governance* adalah cara-cara yang ditempuh oleh penyandang dana perusahaan untuk menjamin diri mereka memperoleh hasil dari investasinya (Shleifer dan Vishny, 1997). Oleh karena itu, struktur kepemilikan menggambarkan aspek penting mekanisme monitoring yang secara potensial dapat melengkapi atau merupakan bagian dari kerangka *corporate governance*.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa struktur kepemilikan merupakan determinan penting kinerja perusahaan (Haniffa dan Hudaib, 2006). Pada dasarnya, struktur kepemilikan perusahaan merupakan kekuatan mekanisme *governance* sekaligus sumber persoalan *corporate governance* (Samad, 2004). Riset terdahulu tidak menemukan hasil yang konklusif bahwa struktur kepemilikan merupakan determinan penting *outcome* perusahaan, sehingga membuka peluang untuk melakukan riset empiris lanjutan.

Penelitian ini mendasarkan pada perspektif teoritis *debt agency costs* dan *manager-shareholder agency costs*. Sampai saat ini, sepanjang pengetahuan peneliti, belum banyak (jika ada) penelitian tentang mekanisme monitoring pemegang saham terhadap *cost of liability capital* di Indonesia. Berdasarkan teori agensi manajer-pemegang saham tradisional, para kreditur menderita kerugian

karena adanya efek negatif perilaku oportunistik manajer dan asimetri informasi akibat adanya pemisahan antara hak kepemilikan dan hak pengendalian (Jensen dan Meckling, 1976). Hal ini pada gilirannya akan meningkatkan kecenderungan gagal dalam memenuhi komitmen utang. Karena para kreditur tidak memiliki kontrol yang efektif terhadap penggunaan dana yang dipinjamkan kepada perusahaan, maka mereka menghadapi risiko bahwa para manajer oportunis akan menyimpangkan penggunaan dana tersebut dari tujuan semula. Mekanisme *corporate governance* seperti monitoring, internal audit, dan eksternal audit dapat membatasi kemungkinan terjadinya hal tersebut (Ramly, 2006). Para kreditur dapat mengandalkan laporan keuangan untuk meng-asses risiko gagal bayar. Dalam konteks ini, *corporate governance* bertindak sebagai mekanisme pengawas dalam proses pelaporan keuangan, dengan menjamin integritas laporan keuangan.

Hubungan antara struktur kepemilikan dan kemakmuran kreditur dari perspektif biaya keagenan tidak begitu jelas (Ramly, 2013). Di sisi lain, pemegang saham mayoritas berupaya untuk menjaga posisi yang menguntungkan dengan dimilikinya kewenangan mengendalikan perusahaan dengan cara mengurangi biaya risiko keagenan karena adanya kreditur, sehingga pemegang saham mayoritas tetap dapat menikmati biaya utang yang rendah. Pemilik pengendali dapat mendekatkan kepentingan mereka atas maksimisasi kemakmuran dan memiliki insentif untuk menjaga reputasi mereka di pasar utang (Anderson, Mansi, dan Reeb, 2003). Di sisi lain, kreditur dapat terpengaruh secara negatif oleh tindakan pemegang saham pengendali yang melakukan investasi berisiko seperti membeli gedung yang tidak benar-benar diperlukan (Jensen, 1986), melaksanakan aktivitas *tunneling* (Gilson, 2006), mendilusi sekuritas utang dengan mengeluarkan sekuritas baru yang berisiko (Aslan dan Kumar, 2009), dan melakukan akuisisi yang menaikkan *leverage* dan mempengaruhi masa jatuh tempo utang (Warga dan Welsch, 1993).

Berdasarkan uraian uraian, dapat disimpulkan bahwa masalah dalam penelitian ini adalah apakah struktur kepemilikan saham yang mencakup konsentrasi kepemilikan, kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial/internal, dan kepemilikan pemerintah berpengaruh terhadap *cost of liability capital*? Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk mengisi gap penelitian dengan memperoleh bukti empiris tentang pengaruh konsentrasi kepemilikan, kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan pemerintah terhadap *cost of liability capital*.

Penelitian ini perlu dilakukan karena beberapa alasan: (1) hubungan antara struktur kepemilikan dan kemakmuran kreditur dari sudut pandang biaya utang keagenan masih kabur. (2) Sepanjang pengetahuan peneliti, sampai saat ini masih jarang (jika ada) penelitian sejenis yang dilakukan di Indonesia, dan (3) Pasar modal Indonesia adalah pasar modal yang masih berkembang (*emerged*) dan memiliki karakteristik yang berbeda dengan pasar modal di negara-negara yang sudah matang. Dengan kondisi tersebut, maka perlu dilakukan penelitian mendalam untuk membuktikan apakah struktur kepemilikan menurunkan *cost of liability capital* pada perusahaan yang terdaftar di BEI.

Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi baik kepada teori maupun praktik melalui cara-cara sebagai berikut. Pertama, penelitian ini menghasilkan bukti awal keterkaitan antara mekanisme monitoring oleh pemegang saham dengan *cost of liability capital* di sebuah Negara berkembang (Indonesia). Kedua, penelitian ini memperkaya literatur yang menginvestigasi hubungan antara mekanisme monitoring oleh pemegang saham dengan *cost of liability capital* dari dua perspektif teori, yaitu biaya keagenan utang dan konflik keagenan tradisional antara pemegang saham dan manajer.

2. KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Kajian Literatur

Penelitian ini menggunakan teori agensi yaitu teori yang memprediksi dan menjelaskan perilaku pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan (Jensen dan Meckling 1976). Hubungan antara pihak-pihak yang terlibat disebut hubungan agensi. Manajemen perusahaan sebagai pihak yang diberi wewenang atas kegiatan perusahaan dan berkewajiban menyediakan laporan keuangan sebagai bentuk pertanggungjawaban cenderung untuk melaporkan sesuatu yang memaksimalkan utilitasnya dan mengabaikan kesejahteraan prinsipal. Hal inilah yang memicu terjadinya konflik keagenan (*agency conflict*) antara prinsipal dan agen. Konflik keagenan tidak hanya terjadi antara agen dan prinsipal, namun juga antara prinsipal pemegang saham (investor) dan prinsipal pemegang obligasi (kreditur).

Penelitian terdahulu menguji implikasi konflik pemegang obligasi-pemegang saham terkait dengan biaya utang keagenan. Biaya keagenan muncul ketika pemegang obligasi dirugikan karena adanya pembayaran yang berlebihan kepada pemegang saham, klaim dilusi karena adanya pengeluaran surat utang dengan prioritas lebih tinggi, adanya substitusi aset ke dalam investasi berisiko tinggi yang hanya memberikan manfaat bagi pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976), sedikitnya investasi pada proyek yang menghasilkan NPV positif dan memberikan manfaat bagi pemegang obligasi (Myers, 1977), dan akuisisi yang menaikkan *leverage* dan mempengaruhi senioritas utang (Warga dan Welch, 1993).

Meskipun demikian, dalam praktik, manajer memiliki pengaruh dominan terhadap operasi, investasi, dan keputusan keuangan perusahaan karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Risiko agensi manajerial muncul bagi investor eksteren karena manajer mementingkan diri sendiri (*self-interested*) dan ada asimetri informasi antara pihak internal dan eksternal (Jensen dan Meckling, 1976). Selain itu, pemegang saham tidak dapat secara mudah memisahkan manajer perusahaan secara sukarela dari kewenangan kontrol. Upaya pemisahan ini hanya bisa dilakukan jika ada upaya ekstra dari pemegang saham (Fluck, 1999), pengambil alihan (Shleifer dan Vishny, 1986), atau kebangkrutan (Zwiebel, 1996). Oleh karena itu, manajer dapat memproteksi diri mereka sendiri karena biaya transaksi ditanggung oleh pemegang saham, adanya

pasar pengendalian perusahaan, atau adanya proses kebangkrutan¹.

Proteksi tersebut memungkinkan manajer yang *self-interested* secara leluasa memenuhi kepentingan pribadi sehingga mereka dapat mengancam kepentingan kreditur melalui berbagai mekanisme (Aslan dan Kumar, 2009). Pilihan investasi berisiko oleh manajer untuk menambah ukuran aset yang berada di bawah kontrol manajer (Jensen, 1986, 1993; Stulz, 1990) dapat menaikkan risiko default. Oleh karena itu, pemegang obligasi akan dirugikan jika manajemen mengeluarkan surat utang level tinggi untuk mendanai investasi berisiko tersebut. Pada akhirnya, manajer protektif tersebut bisa mengeksploitasi kekuatan kontrol atas kebijakan keuangan dan investasi untuk melakukan transaksi pribadi yang dapat menurunkan aset likuid dan membahayakan kreditur.

Di sisi lain, manajemen dapat pula membantu kepentingan kreditur dengan menekan risiko kreditur terhadap perilaku oportunistik pemegang saham (Aslan dan Kumar, 2009). Contoh untuk kasus ini adalah dilusi risiko kreditur dari upaya pengambil alihan. Pengambil alihan pendanaan besar-besaran sering bertentangan dengan kepentingan kreditur karena tindakan seperti itu secara substansial menaikkan *leverage* dan risiko *default* sehingga dapat menunda prioritas pembayaran klaim utang. Meskipun perubahan hak kontrol merupakan kepentingan pemegang saham, namun upaya pengambil alihan pendanaan tersebut hampir pasti akan ditolak oleh manajemen. Oleh karena itu, kepentingan pemegang obligasi dan manajemen perlu disatukan untuk menghadapi pemegang saham jika ada upaya untuk melakukan pengambil alihan secara paksa.

Untuk mengatasi risiko agensi dari pemegang saham dan manajer, pemegang obligasi menggunakan perjanjian kontrak (*covenant*) yang membatasi kebijakan investasi, kebijakan penambahan pendanaan, kebijakan pengeluaran, dan perilaku perusahaan pada periode transaksi pengambil alihan (*takeover bids*) dan krisis keuangan (*financial distress*). Meskipun demikian, upaya ini tidak selalu dipilih oleh para pemegang obligasi (Smith dan Warner, 1979) karena *covenant* membatasi kemampuan manajemen untuk menerapkan kebijakan yang dapat meningkatkan posisi keuangan perusahaan dan menurunkan risiko *default* (Aslan dan Kumar, 2009). Dengan demikian, dalam sebuah kontrak yang efisien, *covenant* tidak akan mengeliminasi biaya keagenan utang.

Pemegang saham dominan dapat memiliki hak kontrol (voting) secara signifikan melebihi hak arus kas melalui berbagai cara, antara lain dengan mengeluarkan beberapa kelompok saham yang masing-masing memiliki ketidaksamaan dalam hal hak kontrol (La Porta et al., 1999; Doidge, 2004), *voting pyramids* (Bebchuck et al., 2000), dan kepemilikan lintas perusahaan (Claessens et al., 2000; Faccio dan Lang, 2002). Merebut hak kontrol dari pemegang saham semacam ini sulit karena upaya ini memerlukan perubahan dalam struktur ekuitas perusahaan, pelonggaran kepemilikan silang, dan struktur *voting pyramid* yang kompleks.

¹ Perusahaan dapat menghindari kebangkrutan melalui negosiasi ulang dengan kreditur (Leland, 1994). Manajer juga dapat secara efektif memproteksi diri mereka dengan melakukan investasi khusus manajer (Shleifer and Vishny, 1989) dan dengan meningkatkan hak voting mereka secara strategis (Stulz, 1988).

Oleh karena itu, posisi pemegang saham pengendali setara dengan manajer yang sangat terproteksi (*highly entrenched managers*). Berdasarkan argumen tersebut, pemegang saham pengendali berpotensi memunculkan risiko agensi bagi kreditur melalui investasi berisiko yang menaikkan risiko *default*, melalui pengaturan pendanaan yang mengganggu pelunasan utang saat ini, dan melalui transaksi pribadi (*self-dealing*). Karena dimilikinya hak kontrol dan hak arus kas yang signifikan di berbagai perusahaan, pemegang saham pengendali menghadirkan risiko bagi kreditur. Risiko ini menjadi risiko yang serius terutama pada masa kesulitan keuangan (*financial distress*). Sebagai contoh selama masa krisis yang terjadi di negara berkembang pada tahun 1997-1998, aset ditransfer dan laba disalurkan keluar untuk menghindari kreditur, sehingga kreditur tidak menerima apapun (Johnson et al., 2000). Dengan demikian, pinjaman bank dapat memudahkan penyaluran ini dengan membiarkan pemegang saham dominan menaikkan basis aset tanpa dilusi hak voting yang menyertai pendanaan modal.

Pemegang saham pengendali dapat pula menurunkan risiko bagi kreditur. Guna melindungi hak kontrol pemegang saham pengendali atas perusahaan, kepentingan pemegang saham pengendali harus lebih dikaitkan dengan maksimisasi kesejahteraan (Claessens et al., 2002) dan mereka juga harus memiliki insentif untuk menjaga reputasi bagus di pasar utang (Anderson et al., 2003), namun pengaruh ini dapat melemah jika ada akses ke bentuk lain pendanaan eksternal. Selain itu, jika pemegang saham pengendali adalah grup bisnis, maka perusahaan anggota grup dapat mengalokasikan sumberdaya secara efisien melalui pasar modal internal yang dikembangkan oleh *pooling cash flow*².

2.2. Perumusan Hipotesis

2.2.1. Kepemilikan Terkonsentrasi dan *Cost of Liability Capital*

The active monitoring hypothesis menganggap bahwa kepemilikan terkonsentrasi memiliki investasi yang tidak terdiversifikasi sehingga kepemilikan terkonsentrasi memiliki sedikit insentif untuk keluar dari perusahaan dan mengambil manfaat dari perusahaan yang berpotensi menurunkan kesejahteraan mereka (Ramly, 2013). Mereka perlu memonitor manajer untuk membatasi oportunistik manajerial. *The shared benefits hypothesis* menganggap bahwa kreditur merasa aman karena pemilik terkonsentrasi aktif melakukan monitoring. Oleh karena itu mereka menghadapi risiko yang lebih rendah yang secara efektif mengurangi *cost of liability capital*. Pemilik terkonsentrasi juga berupaya untuk mengurangi risiko agensi terhadap kreditur sehingga mereka tetap bisa menikmati

² Buyschaert et al. (2004) melaporkan bahwa penjualan ekuitas antar perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham minoritas di Belgia. Shin dan Park (1999) menemukan bahwa grup bisnis di Korea merupakan subyek bagi penurunan kendala pendanaan karena adanya pasar modal internal. Dengan melakukan pengujian terhadap perusahaan India, Khanna dan Palepu (2000) menemukan bahwa grup bisnis yang terdiversifikasi menambah nilai. Stein (1997) menyimpulkan bahwa kantor pusat dapat menciptakan nilai dengan melakukan *channeling* sumberdaya untuk berbagai keperluan dalam sebuah perusahaan dengan memilih pemenang.

cost of liability capital yang murah. Penelitian yang dilakukan oleh Cremers, Nair, dan Wei (2007) mengobservasi bahwa kepemilikan terkonsentrasi diasosiasikan dengan tinggi (rendah)nya hasil jika perusahaan menghadapi (terlindungi dari) pengambilalihan. Piot dan Piera (2007) menunjukkan bahwa kekuatan monitoring *institutional block-holders* memiliki pengaruh berupa pengurangan *cost of liability capital*, sedangkan Pham, Suchard, dan Zein (2008) dan Wang dan Zang (2008) mengobservasi bahwa dedikasi kelompok investor terkonsentrasi memitigasi asimetri informasi dan menurunkan *cost of liability capital*. Dengan demikian, kami merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : *Kepemilikan terkonsentrasi berpengaruh negatif terhadap cost of liability capital.*

2.2.2. Kepemilikan Keluarga dan Cost of Liability Capital

Kepemilikan keluarga dapat menjadi sebuah mekanisme *governance* yang kuat untuk mengurangi oportunistik manajerial dan mendorong eksistensi perusahaan jangka panjang. Para pemilik keluarga menggunakan hak kontrol terhadap manajemen perusahaan dan mereka dapat mencegah manajemen melakukan aktivitas yang berpotensi menurunkan kesejahteraan mereka. Dengan demikian, hal ini akan memperbaiki atau mengurangi konflik agensi antara manajer dan kreditur dan pada gilirannya akan menurunkan *cost of liability capital* (Ramly, 2013). Liew (2007) menginvestigasi pengaruh kepemilikan keluarga pendiri terhadap *cost of liability capital* dan menemukan bahwa kepemilikan keluarga mengurangi *cost of liability capital*. Kreditur bersedia menerima premi risiko yang rendah karena mereka menganggap bahwa kepemilikan keluarga pendiri sebagai sebuah mekanisme monitoring yang kuat untuk memproteksi kepentingan mereka. Meskipun demikian, temuan ini menjadi unik bagi lingkungan pasar di US, karena pasar US memiliki hukum perlindungan investor yang kuat (La Porta, Lopez, Shleifer, dan Vishney, 1999; Shleifer, dan Vishney, 1997). Kreditur merasa nyaman dengan keberadaan kepemilikan keluarga karena mereka dapat memperoleh jaminan legal yang efektif atau perlindungan terhadap berbagai bentuk ekspropriasi kesejahteraan oleh pemilik pemilik keluarga (Ramly, 2013). Berdasarkan kondisi tersebut, kami merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂ : *Kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap cost of liability capital.*

2.2.3. Kepemilikan Interen dan Cost of Liability Capital

The convergence-of-interest hypothesis menganggap kepemilikan interen menjamin keselarasan tujuan dan menurunkan biaya agensi karena pemilik interen tidak hanya manajer namun juga pemilik perusahaan. Manajer pemilik menghindari aktivitas yang merusak nilai atau tatanan guna memproteksi pemegang sahamnya yang sebagian besar tidak terdiversifikasi (Ramly, 2013). Pham et al. (2008) menemukan bahwa kecenderungan pemilik interen untuk melindungi investasi perusahaan mengurangi risiko yang dihadapi oleh perusahaan, sehingga merangsang investor untuk menerima

penurunan premi risiko dan berakibat pada penurunan biaya utang. Dengan demikian, kami merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃ : *Kepemilikan internal berpengaruh negatif terhadap cost of liability capital.*

2.2.2.4. Kepemilikan Pemerintah dan *Cost Liability Capital*

Secara teoritis, pemilik pemerintah cenderung melaksanakan peran *stewardship* dan memonitor perilaku manajemen (Ang dan Ding, 2006). Pemerintah mempresentasikan kepentingan masyarakat luas, oleh karena itu, pemerintah harus menjamin bahwa investasi pada perusahaan yang terdaftar di pasar modal menguntungkan (Ramly, 2013). Dalam memandang faktor-faktor ini, kreditur cenderung menetapkan beban rendah untuk dana yang dipinjamkannya. Boubakri dan Ghouma (2010) mengobservasi bahwa kepemilikan pemerintah tidak memiliki pengaruh terhadap *firms' yield spreads*. Meskipun demikian, kepemilikan pemerintah secara positif berhubungan dengan peringkat obligasi. Hal ini menyiratkan bahwa lembaga pemeringkat tidak memandang pemerintah sebagai sebuah faktor ekspropriasi risiko potensial tambahan, namun keberadaan pemerintah justru menaikkan peringkat obligasi. Dengan demikian, kami merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₄ : *Kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif terhadap cost of liability capital.*

2.2.2.5. Kepemilikan Institusional dan *Cost of Liability Capital*

Dari perspektif teori institusi (Myers dan Rowan, 1977; DiMaggio dan Powell, 1991), kepemilikan institusional dapat meningkatkan legitimasi bagi perusahaan. Oleh karena itu, peneliti beranggapan bahwa legitimasi dapat diperoleh dalam bentuk kenaikan kepemilikan institusional. Peningkatan kepemilikan oleh investor institusional dapat meningkatkan ekspektasi investor akan potensi pertumbuhan perusahaan jangka panjang. Dengan kata lain, untuk jangka panjang, investor institusional dapat meningkatkan rasa percaya para investor kepada perusahaan. Peningkatan kepemilikan institusional diharapkan dapat meningkatkan legitimasi perusahaan terutama dalam konteks risiko investasi. Oleh karena itu kami merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₅ : *Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap cost of liability capital.*

3. METODE PENELITIAN

3.1. Populasi, Sampel, dan Pemilihan Sampel

Penelitian ini menguji hubungan antara monitoring pemegang saham dan *cost of liability capital* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode antara tahun 2010-2013. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di BEI. Sampel dipilih dengan menggunakan metoda *purposive sampling*. Kriteria untuk dapat dipilih sebagai sampel adalah (1) perusahaan terdaftar di BEI; (2) perusahaan memiliki data lengkap; dan (4) informasi keuangan perusahaan tersedia untuk publik. Data diperoleh dari beberapa sumber, yaitu (1)

Indonesian Capital Market Directory (ICMD); (2) website BEI, dan (3) website masing-masing perusahaan.

3.2. Definisi dan Pengukuran Variabel

3.2.1. Biaya Utang/*Cost of Liability Capital* (COLC).

COLC adalah biaya utang perusahaan dan merupakan variabel dependen. Mengikuti peneliti terdahulu, kami memproksi COLC menggunakan tingkat bunga (Pitman dan Fortin, 2004; Byun, 2007; Piot dan Piera, 2007; Fields, Fraser, dan Subrahmanyam, 2010). Tingkat bunga dihitung dengan membagi biaya bunga dengan rerata utang jangka pendek dan utang jangka panjang untuk tahun tertentu.

3.2.2. Mekanisme Monitoring Pemegang Saham

Variabel independen pada penelitian ini adalah serangkaian mekanisme monitoring pemegang saham yang terdiri atas konsentrasi kepemilikan, kepemilikan keluarga, kepemilikan internal, dan kepemilikan pemerintah. Mekanisme monitoring ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Anderson et al. (2003); Shim (2006); dan Ang dan Ding (2006) untuk menentukan jenis monitoring pemegang saham dalam konteks Indonesia.

3.2.2.1. Konsentrasi Kepemilikan (KON)

Konsentrasi kepemilikan (KON) diukur menggunakan Herfindahl index. Indeks ini merupakan jumlah kuadrat porsi saham yang dimiliki oleh setiap pemegang saham dan nilainya antara 0 dan 1.

$$H = \sum_{i=1}^n (\text{Porsi Kepemilikan Saham})^2$$

Semakin tinggi indeks, semakin tinggi derajat konsentrasi kepemilikan. Konsentrasi kepemilikan berakibat pada buruknya pengungkapan informasi dan tingginya masalah agensi (Leuz, Nanda, dan Wysocki, 2003).

3.2.2.2. Kepemilikan Keluarga (KEL)

Kepemilikan keluarga adalah kepemilikan saham oleh sebuah keluarga. Literatur tidak ada yang menjelaskan secara pasti tentang definisi, ukuran atau kriteria untuk mengidentifikasi kepemilikan keluarga (Anderson, Mansi, Reeb, 2003). Kami mengidentifikasi kepemilikan keluarga berdasarkan informasi yang ada di bagian profil direktur di laporan tahunan perusahaan. Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan keluarga adalah persentase jumlah saham yang dimiliki oleh keluarga dari seluruh jumlah modal saham perusahaan.

3.2.2.3. Kepemilikan Internal (INT)

Konsisten dengan [Haniffa dan Hudaib \(2006\)](#), kami mendefinisikan kepemilikan internal sebagai persentase kumulatif kepemilikan saham oleh direktur eksekutif, yaitu pihak manajemen yang secara aktif berpartisipasi dalam pengambilan keputusan perusahaan. Sesuai dengan [Ghazali dan Weetman \(2006\)](#), kami mengeluarkan saham yang dimiliki oleh direktur non-eksekutif independen karena mereka diharapkan untuk memainkan peran monitoring dan meminimalkan perilaku self-interested manajemen eksekutif. Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan internal adalah persentase jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen eksekutif dari seluruh jumlah modal saham perusahaan.

3.2.2.4. Kepemilikan Pemerintah (PEM)

Mengacu pada [Ang dan Ding \(2006\)](#), kami mendefinisikan kepemilikan pemerintah merupakan jumlah persentase kepemilikan oleh institusi pemerintah dan lembaga pemerintah-pengatur. Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan pemerintah adalah persentase jumlah saham yang dimiliki oleh institusi pemerintah dari seluruh jumlah modal saham perusahaan.

3.2.2.5. Kepemilikan Institusional (INS)

Mengacu pada [Ang dan Ding \(2006\)](#), kami mendefinisikan kepemilikan institusional merupakan jumlah persentase kepemilikan oleh lembaga keuangan dan institusi bisnis lainnya. Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan institusional adalah persentase jumlah saham yang dimiliki oleh institusi keuangan dan institusi bisnis dari seluruh jumlah modal saham perusahaan.

3.2.3. Variabel Kontrol.

3.2.3.1. Size

Size merupakan variabel kontrol yang digunakan untuk mengontrol variasi ukuran perusahaan. Variabel ini diukur dengan me-log total aset perusahaan. Log Total Assets merefleksikan ukuran perusahaan. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh [Christensen et al. \(2010\)](#); [Daske \(2006\)](#); [Hail dan Leuz \(2006\)](#); [Kim dan Shi \(2012\)](#); [Li \(2010\)](#) menggunakan variabel ini untuk mengontrol ukuran perusahaan. Mereka berpendapat bahwa ukuran perusahaan menurunkan biaya modal karena investor pada perusahaan besar menghendaki return yang rendah sehingga menurunkan tingkat biaya modal.

3.2.3.2. LEV

Lev atau leverage merupakan variabel kontrol yang digunakan untuk mengontrol variasi struktur modal perusahaan. Variabel ini diukur dengan membagi total liabilitas dengan total aset

perusahaan. Leverage yang rendah mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki biaya modal yang rendah (Kim dan Shi, 2012; Li, 2010) karena semakin tinggi leverage, semakin tinggi return yang diminta oleh investor.

3.3. Spesifikasi Model

Metode statistik utama untuk menguji hipotesis adalah regresi OLS. Model regresi OLS diestimasi untuk menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$COLC_{it} = \alpha + \beta_1 KON_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$COLC_{it} = \alpha + \beta_1 KEL_{it} + \beta_2 INT_{it} + \beta_3 PEM_{it} + \beta_4 INS_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Keterangan:

- COLC_{it} = Cost of liability capital (biaya utang) perusahaan i pada tahun t,
- KON_{it} = Konsentrasi kepemilikan saham perusahaan pada tahun t,
- KEL_{it} = Kepemilikan keluarga saham perusahaan i pada tahun t,
- INT_{it} = Kepemilikan internal saham perusahaan i pada tahun t,
- PEM_{it} = Kepemilikan pemerintah saham perusahaan i pada tahun t,
- INS_{it} = Kepemilikan institusional saham perusahaan i pada tahun t,
- SIZE_{it} = Log total aset, digunakan sebagai proksi ukuran perusahaan (*firm size*) perusahaan i pada tahun t,
- LEV_{it} = Leverage ratio perusahaan i pada tahun t,
- ε_{it} = *error term*.

4. ANALISIS HASIL DAN DISKUSI

Berdasarkan proses sampling di atas, penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 184 observasi perusahaan dari tahun 2010 sampai tahun 2013. Secara rinci jumlah data sampel setiap tahun yang memenuhi kriteria sampling disajikan pada Tabel 1. Dari tabel tersebut nampak bahwa jumlah data sampel setiap tahun tidak sama (*unbalanced*). Data yang tidak sama tersebut digunakan untuk memitigasi *survivorship bias*, untuk memperbanyak sampel, dan memperbaiki generalisasi hasil penelitian.

Tabel 1
Data Sampel

Tahun	Jumlah
2010	40
2011	47
2012	47
2013	50
Sampel Final	184

Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif untuk setiap variabel yang diteliti. Dari tabel 2, kita dapat melihat bahwa *mean* untuk variabel COLC adalah sebesar 0.066 dengan median 0,052 dan standar deviasi 0,077. Konsentrasi kepemilikan memiliki mean sebesar 0,569 dengan median sebesar 0,520 dan standar deviasi sebesar 0,185. Hal ini mengandung arti bahwa kepemilikan saham perusahaan yang terdaftar di Indonesia cukup terkonsentrasi pada kelompok pemilik tertentu. Mean untuk kepemilikan keluarga sebesar 0,027 dan kepemilikan internal sebesar 0,024 menunjukkan angka yang tidak terlalu besar apalagi juga melihat pada angka median sebesar 0,000, angka minimum 0,000. Jika melihat pada angka maksimum sebesar 0,672 untuk kepemilikan keluarga dan angka 0,721 untuk kepemilikan internal, hal ini menunjukkan bahwa sebagian saham perusahaan yang terdaftar di BEI didominasi oleh kepemilikan keluarga maupun kepemilikan internal.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	Mean	Median	Min	Max	St.Dev.
COLC	0.059	0.052	0.018	0.152	0.026
KON	0.569	0.520	0.305	1.000	0.185
KEL	0.028	0.000	0.000	0.672	0.122
INT	0.024	0.000	0.000	0.721	0.102
INS	0.612	0.386	0.000	0.999	0.325
PEM	0.103	0.000	0.000	1.000	0.253
Lev	0.831	0.876	0.393	0.940	0.118
Size	4.167	3.977	2.418	5.865	0.826

Untuk menguji hipotesis, penelitian ini menggunakan *ordinary least square* (OLS). Asumsi klasik model regresi telah diuji sebelum analisis regresi dilakukan. Hasil *assessment* menunjukkan bahwa data terdistribusi secara normal, tidak ada masalah terhadap multikolinearitas, heteroskedastisitas, otokorelasi, dan tidak ada *outlier* dalam data. Selain dilakukan uji asumsi klasik, sebelum dilakukan uji hipotesis juga dilakukan uji bivariat atau korelasi antar dua variabel.

Tabel 3 menyajikan hasil korelasi Pearson antar variabel penelitian. Variabel COLC dan KON berkorelasi negatif signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan terkonsentrasi secara negatif berkorelasi dengan COLC. Hal ini memberikan dukungan awal bagi hipotesis penelitian. Hal ini juga mengindikasikan bahwa kepemilikan terkonsentrasi secara signifikan menurunkan COLC perusahaan. Tabel 3 juga menunjukkan bahwa variabel COLC dan KEL berkorelasi negatif. Kondisi yang sama juga terjadi pada korelasi antara variabel COLC dan PEM. Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga dan kepemilikan pemerintah secara negatif berkorelasi dengan COLC, sedangkan variabel INT berkorelasi positif dengan COLC. Hasil ini akan diuji lagi dalam analisis regresi dengan memasukkan dua variabel kontrol yaitu size dan lev.

Tabel 3
Korelasi Pearson

	COLC	KON	INS	PEM	KEL	INT	LEV
KON	-.042						
INS	.291 **	.035					
PEM	-.110	.185* *	-.449 **				
KEL	-.031	-.135	-.133	-.089			
INT	.004	-.132	-.077	-.096	-.026		
LEV	-.577 **	.054	-.322 **	.193 **	.116	.007	
Size	-.314 **	.131	-.321 **	.407 **	-.089	-.248 **	.449 **

** . Korelasi signifikan pada level 0.01 (2-tailed)

* . Korelasi signifikan pada level 0.05 (2-tailed)

Hasil analisis regresi untuk menguji hipotesis disajikan di Tabel 4. Pada Panel A, terlihat bahwa F-statistic signifikan pada level 1%. Hal ini berarti bahwa model penelitian (2) memenuhi syarat untuk digunakan dalam analisis. Adjusted R-squared menunjukkan angka 0.491. Hal ini menunjukkan bahwa variabel dependen, yaitu COLC secara bersama-sama dipengaruhi oleh variabel independen (KON) dan variabel kontrol (SIZE dan LEV) sebesar 49.1% dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain (residu) yang tidak dilibatkan dalam penelitian ini. Pada Panel B, terlihat bahwa F-statistic signifikan pada level 1%. Hal ini berarti bahwa model penelitian (3) memenuhi syarat untuk digunakan dalam analisis. Adjusted R-squared menunjukkan angka 0.621. Hal ini menunjukkan bahwa variabel dependen, yaitu COLC secara bersama-sama dipengaruhi oleh variabel independen (KK dan KI) dan variabel kontrol (SIZE dan LEV) sebesar 62.1% dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain (residu) yang tidak dilibatkan dalam penelitian ini.

Pengujian hipotesis 1 dilakukan dengan melakukan uji regresi persamaan (2). Hasil pengujian disajikan pada Panel A. Pada Panel A, terlihat bahwa F-statistic signifikan pada level 1%. Hal ini berarti bahwa model penelitian (2) memenuhi syarat untuk digunakan dalam analisis. Adjusted R-squared menunjukkan angka 0.491. Hal ini menunjukkan bahwa variabel dependen, yaitu COLC secara bersama-sama dipengaruhi oleh variabel independen (KON) dan variabel kontrol (SIZE dan LEV) sebesar 49.1% dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain (residu) yang tidak dilibatkan dalam penelitian ini. Variabel yang menjadi fokus pengujian adalah KON. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel KON memiliki koefisien sebesar -0,019 dan signifikan pada tingkat 5%. Secara statistik hal ini mengindikasikan bahwa variabel KON berpengaruh negatif terhadap variabel COLC. Dengan demikian hipotesis 1 yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh negatif terhadap *cost of liability capital* diterima. Hal ini mengandung arti juga bahwa semakin terkonsentrasi kepemilikan saham perusahaan, semakin rendah *cost of liability capital*. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin terkonsentrasi kepemilikan saham, maka semakin kuat upaya pemegang saham terkonsentrasi untuk melakukan monitoring, sehingga semakin rendah risiko kredit

yang dimiliki oleh perusahaan dan pada gilirannya *cost of liability capital* perusahaan semakin rendah. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan di lingkungan yang berbeda, yaitu penelitian yang dilakukan oleh Piot dan Piera (2007) menunjukkan bahwa kekuatan monitoring *institutional block-holders* memiliki pengaruh berupa pengurangan *cost of liability capital*, serta Pham, Suchard, dan Zein (2008) dan Wang dan Zang (2008) yang mengobservasi bahwa dedikasi kelompok investor terkonsentrasi memitigasi asimetri informasi dan menurunkan *cost of liability capital*.

Table 4
Analisis Regresi

Panel A:			
$COLC_{it} = \alpha + \beta_1 KON_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \epsilon_{it}$ (2)			
Variabel	Koefisien	t-Statistic	Sig
Intersep	0.176 ***	15.999	0.000
KON	-0.019 **	-2.390	0.018
SIZE	-0.031 ***	-10.122	0.000
LEV	-0.019 **	-2.289	0.023
Adjusted R-squared	0.491		
F-statistic	57.220 ***		
Panel B:			
$COLC_{it} = \alpha + \beta_1 KEL_{it} + \beta_2 INT_{it} + \beta_3 PEM_{it} + \beta_4 INS_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV + \epsilon_{it}$ (3)			
Variabel	Koefisien	t-Statistic	Sig
Intersep	0.193 ***	14.829	0.000
INS	-0.023 **	-2.311	0.022
PEM	-0.017	-1.473	0.143
KEL	-0.045 ***	-2.832	0.005
INT	-0.049 ***	-2.758	0.006
SIZE	-0.024 ***	-10.889	0.000
LEV	-0.019	-1.360	0.176
Adjusted R-squared	0.521		
F-statistic	32.602 ***		

***, **, * menunjukkan bahwa koefisien signifikan pada level 0.01, 0.05, dan 0.1 secara berurutan

Pada Panel B, terlihat bahwa F-statistic signifikan pada level 1%. Hal ini berarti bahwa model penelitian (3) memenuhi syarat untuk digunakan dalam analisis. Adjusted R-squared menunjukkan angka 0.521. Hal ini menunjukkan bahwa variabel dependen, yaitu COLC secara bersama-sama dipengaruhi oleh variabel independen (INS, PEM, KEL dan INT) dan variabel kontrol (SIZE dan LEV) sebesar 52.1% dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain (residu) yang tidak dilibatkan dalam penelitian ini.

Panel B pada Tabel 4 menyajikan hasil regresi untuk menguji hipotesis 2, hipotesis 3, hipotesis 4 dan hipotesis 5. Untuk menguji hipotesis 2, variabel yang dianalisis adalah KEL. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel KEL memiliki koefisien sebesar -0,045 dan signifikan pada level 1%. Secara statistis hal ini mengindikasikan bahwa variabel KEL berpengaruh negatif terhadap variabel COLC. Dengan demikian hipotesis 2 yang menyatakan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap *cost of liability capital* diterima. Hal ini mengandung arti juga bahwa semakin besar

kepemilikan saham perusahaan oleh keluarga, semakin rendah *cost of liability capital* perusahaan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi kepemilikan saham oleh keluarga, maka semakin kuat upaya pemegang saham keluarga untuk melakukan monitoring, sehingga semakin rendah risiko kredit yang dimiliki oleh perusahaan dan pada gilirannya *cost of liability capital* perusahaan semakin rendah. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan di lingkungan yang berbeda, yaitu penelitian yang dilakukan oleh Ramly (2013) yang menemukan bahwa kepemilikan keluarga pada kondisi tertentu akan memperbaiki atau mengurangi konflik agensi antara manajer dan kreditur dan pada gilirannya akan menurunkan *cost of liability capital*. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Liew (2007) yang menemukan bahwa kepemilikan keluarga mengurangi *cost of liability capital*. Penurunan *cost of liability capital* ini antara lain disebabkan kreditur bersedia menerima premi risiko yang rendah karena mereka menganggap bahwa kepemilikan keluarga pendiri sebagai sebuah mekanisme monitoring yang kuat untuk memproteksi kepentingan mereka. Selain itu, kreditur juga merasa nyaman dengan keberadaan kepemilikan keluarga karena mereka dapat memperoleh jaminan legal yang efektif atau perlindungan terhadap berbagai bentuk ekspropriasi kesejahteraan oleh pemilik pemilik keluarga.

Untuk menguji hipotesis 3, variabel yang dianalisis adalah INT. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel INT memiliki koefisien sebesar -0,049 dan signifikan pada level 1%. Secara statistis hal ini mengindikasikan bahwa variabel INT berpengaruh negatif terhadap variabel COLC. Dengan demikian hipotesis 3 yang menyatakan bahwa kepemilikan internal berpengaruh negatif terhadap *cost of liability capital* diterima. Hal ini mengandung arti bahwa semakin besar kepemilikan saham perusahaan oleh pihak internal perusahaan, semakin rendah *cost of liability capital*. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi kepemilikan saham oleh pihak internal, maka semakin kuat upaya pemegang saham internal untuk melakukan monitoring, sehingga semakin rendah risiko kredit yang dimiliki oleh perusahaan dan pada gilirannya *cost of liability capital* perusahaan semakin rendah. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan di lingkungan yang berbeda, yaitu penelitian yang dilakukan oleh Pham et al. (2008) yang menemukan bahwa kecenderungan pemilik interen untuk melindungi investasi perusahaan mengurangi risiko yang dihadapi oleh perusahaan, sehingga merangsang investor untuk menerima penurunan premi risiko dan berakibat pada penurunan biaya utang. Hal ini juga sejalan dengan *the convergence-of-interest hypothesis* yang menganggap bahwa kepemilikan interen menjamin keselarasan tujuan sehingga menurunkan biaya agensi karena pemilik interen tidak hanya manajer namun juga pemilik perusahaan. Manajer pemilik inilah yang menghindari berbagai aktivitas yang potensial merusak nilai atau tatanan guna memproteksi pemegang sahamnya yang sebagian besar tidak terdiversifikasi

Untuk menguji hipotesis 4, variabel yang dianalisis adalah PEM. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel PEM memiliki koefisien sebesar -0,017 dan tidak signifikan. Secara statistis hal ini mengindikasikan bahwa variabel PEM tidak berpengaruh terhadap variabel COLC. Oleh karena itu,

hipotesis 4 yang menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif terhadap *cost of liability capital* ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham oleh pemerintah tidak berdampak pada aktivitas monitoring sehingga pada akhirnya juga tidak berdampak pada tingkat risiko dan *cost of liability capital*. Hasil penelitian ini kurang konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan di lingkungan yang berbeda, yaitu penelitian yang dilakukan oleh [Pham et al. \(2008\)](#) yang menemukan bahwa kepemilikan saham perusahaan oleh pemerintah dapat mengurangi risiko yang dihadapi oleh perusahaan, sehingga merangsang investor untuk menerima penurunan premi risiko dan berakibat pada penurunan biaya utang. Peneliti menduga bahwa di Indonesia, aspek monitoring oleh pemerintah terhadap perusahaan tidak terlalu baik, meskipun klaim ini perlu dibuktikan dengan melakukan riset sejenis khusus pada perusahaan milik negara/pemerintah daerah.

Untuk menguji hipotesis 5, variabel yang dianalisis adalah INS. Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel INS memiliki koefisien sebesar -0,023 dan signifikan pada level 5%. Secara statistis hal ini mengindikasikan bahwa variabel INS berpengaruh negatif terhadap variabel COLC. Oleh karena itu, hipotesis 5 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *cost of liability capital* diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham oleh institusi meningkatkan aktivitas monitoring sehingga pada akhirnya juga berdampak pada turunnya tingkat risiko dan *cost of liability capital*. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori institusi ([Myers dan Rowan, 1977](#); [DiMaggio dan Powell, 1991](#)) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat meningkatkan legitimasi bagi perusahaan karena diasumsikan bahwa kepemilikan institusional menyebabkan biaya monitoring menjadi lebih murah

5. KESIMPULAN, IMPLIKASI, DAN KETERBATASAN.

Penelitian ini menginvestigasi pengaruh kepemilikan saham terhadap biaya modal liabilitas perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan saham yang diukur dengan menggunakan Herfindahl Index, berpengaruh negatif terhadap biaya modal liabilitas (*cost of liability capital*/COLC). Hasil ini mendukung hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan menurunkan COLC perusahaan yang terdaftar di BEI. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga (KEL), kepemilikan internal (INT), dan kepemilikan institusional (INS) berpengaruh negatif terhadap biaya modal liabilitas (*cost of liability capital*/COLC), sedangkan kepemilikan pemerintah (PEM) tidak berpengaruh. Hasil ini mendukung hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa kepemilikan keluarga, kepemilikan internal, dan kepemilikan institusional menurunkan COLC perusahaan, namun menolak hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah menurunkan COLC perusahaan.

Hasil penelitian ini memiliki implikasi terhadap teori dan literatur. Teori dan literatur mengekspektasikan bahwa kepemilikan terkonsentrasi dan kepemilikan mayoritas baik kepemilikan keluarga, kepemilikan internal, kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional, maupun

kepemilikan asing akan meningkatkan aktivitas monitoring. Peningkatan aktivitas monitoring terhadap kegiatan yang dilakukan oleh manajemen akan menurunkan risiko investasi dan risiko kredit. Dengan turunnya risiko maka diharapkan akan menurunkan COLC. Hasil penelitian ini tidak sepenuhnya mengkonfirmasi ekspektasi dan penelitian terdahulu.

Penelitian ini memiliki keterbatasan. Keterbatasan dalam penelitian ini adalah sedikitnya data tentang *cost of liability capital*, sehingga jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini tidak terlalu besar. Oleh karena itu, agar penelitian ini memiliki tingkat generalisasi yang lebih besar, maka perlu dilakukan penelitian lanjutan dengan memperluas lingkup penelitian tidak hanya pada BEI namun juga melibatkan bursa efek negara lain dalam wilayah regional yang sama misalnya ASEAN.

Referensi

- Anderson, R.C., S.A. Mansi dan D.M. Reeb. 2003. Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt, *Journal of Financial Economics*, 68: 263-285.
- Ang, J.A. dan D.K. Ding. 2006. Government Ownership and the Performance of Government-Linked Companies: The Case of Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, 16: 64-88.
- Aslan, H. dan P. Kumar. 2009. Controlling Shareholders and the Agency Cost of Debt: Evidence from Syndicated Loans. <http://ssrn.com/abstract=1334886>.
- Boubakri, N. dan H. Ghouma. 2010. Control/ownership Structure, Creditor Rights Protection, and the Cost of Debt Financing: International Evidence, *Journal of Banking and Finance*, 34 (10): 2481-2499.
- Buyschaert, A. , M. Deloof, dan M. Jegers. 2004. Equity sales in Belgian corporate groups: Expropriation of minority shareholders? A clinical study, *Journal of Corporate Finance* 10: 81-103.
- Byun, H.Y. 2007. The Cost of Debt Capital and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36 (5): 765-806.
- Claessens, S., S. Djankov, dan L. Lang. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations., *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, dan L. Lang 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57: 2741-2771.
- Cremers, K.J.M., V. Nair, dan C. Wei. 2007. Governance Mechanisms and Bond Prices. *Review of Financial Studies*, 20 (5): 1359-1388.
- Christensen, P. O., L.E. De La Rosa, dan G.A. Feltham. 2010. Information and the cost of capital: An ex ante perspective. *The Accounting Review*, 85 (3): 817-848.
- Daske, H. 2006. Economic benefits of adopting IFRS or US-GAAP—Have the expected cost of equity capital really decreased? *Journal of Business Finance & Accounting*, 33 (3-4): 329-373.
- Doidge, C., A. Karolyi dan R. Stulz. 2004. Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?. *Journal of Financial Economics*, 71: 205-238.
- Faccio, M. and L. Lang, 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65: 365-395.
- Fields, L.P., D.R. Fraser, dan A. Subrahmanyam. 2010. Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1590298.
- Fluck, Z. 1999. The dynamics of the management-shareholder conflict. *Review of Financial Studies*, 12:379-404.
- Ghazali, M.N.A. dan P. Weetman. 2006. Perpetuating Traditional Influences: Voluntary Disclosure in Malaysia Following the Economic Crisis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15: 226-248.
- Gilson, R. 2006. Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy, *Harvard Law Review*, 119:1641-1683.
- Hail, L., dan C. Leuz. 2006. International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter? *Journal of Accounting Research*, 44 (3): 485- 531.
- Haniffa, M. R. dan M. Hudaib. 2006. Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33 (7): 1034-1062.

- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jensen, M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76: 323-339.
- Jensen, M. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, 48, 831-80.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, dan E. Friedman. 2000a. Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58: 141-186.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, dan A. Shleifer. 2000b. Tunneling. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90: 22-27.
- Khanna, T. dan K. Palepu, 2000. Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *Journal of Finance*, 55: 867-893.
- Kim, J.B., dan H. Shi. 2012. IFRS reporting, firm-specific information flows, and institutional environments: international evidence. *Review of Accounting Studies*, 17 (3): 474 – 517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, dan R.W. Vishny. 1999. Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance*, 54 (2):471-519.
- Leland, H. E. 1994. Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure. *Journal of Finance*, 49: 1213-1252.
- Leuz, C., D. Nanda, dan P. Wysocki. 2003. Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison, *Journal of Financial Economics* 69(3): 505–527.
- Li, S. 2010. Does mandatory adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union reduce the cost of equity capital? *The Accounting Review*, 85 (2): 607–636.
- Liew, P.K. 2007. Corporate Governance Reforms in Malaysia: The Key Leading Players Perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2):724-740.
- Myers, S., 1977. Determinants of corporate borrowing., *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- Pham, P.K., J. Suchard, dan J. Zein. 2008. Corporate Governance Cost of Capital and Firm Performance: Evidence from Australian Firms. <http://ssrn.com/abstract=1015986>.
- Piot, C. dan F. Missonier-Piera. 2007. Corporate Governance, Audit Quality and the Cost of Debt Financing of French Listed Firms. <http://ssrn.com/abstract=960681>.
- Pittman, J.A. dan S. Fortin. 2004. Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms, *Journal of Accounting and Economics*, 27: 113-136.
- Ramblu, Z. 2013. Corporate Governance, Shareholder Monitoring, and Cost of Debt in Malaysia. *International Journal of Social, Education, and Management Engineering*. 7 (4): 496 – 505.
- Samad, F. 2004. Corporate Governance and Ownership Concentration: Firm-Level Evidence from Malaysia, *Advances in Financial Economics*, 9: 221-245.
- Shim, S. 2006. Governance in the Markets: Malaysian Perspective. *Journal of Financial Crime*, 13 (3): 300-322.
- Shin, H. dan Y. Park, 1999. Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean chaebols. *Journal of Corporate Finance*, 5: 169-191.
- Shleifer, A. dan R. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94: 461-488.
- Shleifer, A. dan R. Vishny. 1989. Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25: 123-139.
- Shleifer, A. dan R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52: 737-784.
- Smith, C.W. dan J.B. Warner. 1979. On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7: 117-161.
- Stein, J. 1997. Internal capital markets and the competition for corporate resources. *Journal of Finance*, 52: 111-133.
- Stulz, R., 1988. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20: 25-54.
- Wang, A.W. dan G. Zhang. 2008. The Help that May Hurt: on the Link between Institutional Ownership and the Cost of Debt Capital. http://ssrn.com/abstract_id=1232542.
- Warga, A. dan I. Welch. 1993. Bondholder Loses in Leveraged Buyouts. *Review of Financial Studies*, 6: 959-982.
- Zwiebel, J. 1996. Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review*, 86: 1197-1215.