

Efek *Entrenchment* dan *Alignment* Pengendali Akhir Keluarga dan Peran Dewan Komisaris Terhadap Biaya Utang

Jenis sesi paper: Full Paper

Albertus Yodhianto
Universitas Indonesia
yodhianto.albertus@gmail.com

Vera Diyanty
Universitas Indonesia
veranabila1@gmail.com

1. Abstract

This study aimed to investigate the effects of entrenchment and alignment, as well as the role of the Board of Commissioners to the cost of debt on companies controlled by the family. This study argues that the entrenchment effect had a positive impact and alignment effects had a negative impact on the cost of the company's debt. The study also argues that the Board of Commissioners' effectiveness may weaken the positive impact entrenchment effect on the cost of the company's debt. The research proves that the entrenchment positively affecting the cost of debt. However, alignment effects have no effect on the cost of debt on companies controlled by the family. The Board of Commissioners' effectiveness proved to weaken the positive influence entrenchment effect on the cost of debt on companies controlled by the family.

Keywords: entrenchment effect, alignment, cost of debt, board of commissioners effectiveness

2. Pendahuluan

2.1. Motivasi Penelitian

Dalam suatu perusahaan, hubungan keagenan dapat terjadi ketika adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan menciptakan suatu hubungan kontraktual, dimana pemilik perusahaan yang berperan sebagai *principal* akan memilih pihak tertentu untuk berperan sebagai agen dalam menjalankan dan mengelola perusahaan tersebut (Jensen dan Meckling, 1976). Teori keagenan

memandang manajemen perusahaan sebagai agen bagi para pemegang saham perusahaan cenderung untuk mengambil tindakan yang dapat memberikannya keuntungan pribadi daripada meningkatkan nilai perusahaan itu sendiri bagi para pemegang saham (Hill dan Jones, 1992).

Coffee (2010) menjelaskan bahwa permasalahan keagenan antara pemegang saham dengan pihak manajer perusahaan cenderung terjadi pada perusahaan dengan struktur kepemilikan tersebar (*widely dispersed ownership*). Permasalahan keagenan yang terjadi antara manajer perusahaan dengan seluruh pemegang saham di dalam struktur kepemilikan ini biasa dikenal dengan *agency problem type one* (Bhaumik dan Selarka, 2012).

Dalam melindungi kepentingannya, pemegang saham akan meningkatkan kepemilikannya terhadap suatu perusahaan. Peningkatan kepemilikan oleh sejumlah pemegang saham yang melebihi batas tertentu akan membentuk struktur kepemilikan perusahaan menjadi terkonsentrasi di satu tangan pemegang saham. Claessens *et al.* (1999) menjelaskan bahwa semakin terkonsentrasi kepemilikan perusahaan di tangan pemegang saham maka akan meningkatkan kinerja perusahaan tersebut. Hal ini dikarenakan kepemilikan yang besar terhadap suatu perusahaan tidak hanya memberikan hak kontrol (*control rights*)¹ kepada pemegang saham pengendali, tetapi juga akan memberikan hak arus kas (*cash-flow rights*)² (Fan dan Wong, 2002). Peningkatan hak arus kas ini akan mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham pengendali, sehingga pemegang saham pengendali akan terinsentif untuk meningkatkan pengawasan terhadap manajer secara lebih baik dan memastikan bahwa pihak manajer tidak bertindak secara oportunistik (Claessens *et al.*, 1999 ; 2002 ; La Porta *et al.*, 1999 ; Fan dan Wong, 2002). Pengawasan yang lebih baik tersebut pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan dan mengurangi biaya keagenan yang timbul dari permasalahan keagenan *type one* (Claessens *et al.*, 1999). Fenomena tersebut biasa dikenal juga sebagai efek *alignment* (Fan dan Wong, 2002).

Claessens *et al.* (2002) dan Fan dan Wong (2002) menjelaskan bahwa pada struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, pemegang saham pengendali juga dapat turut serta berkontribusi dalam menentukan pengambilan keputusan dan penentuan kebijakan dalam kegiatan operasional perusahaan atau biasa dikenal sebagai efek *entrenchment*. Dalam hal ini, pemegang saham pengendali akan cenderung menggunakan kontrolnya yang tinggi untuk mendapatkan keuntungan pribadi tanpa memperhatikan kepentingan pemegang saham lainnya (Shleifer dan Vishny, 1997 dalam Claessens *et al.*, 2002). Kondisi ini menimbulkan adanya permasalahan keagenan yang lain, yaitu antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham non pengendali atau biasa dikenal dengan *agency problem type two* (Fan dan Wong, 2002 ; Bhaumik dan Selarka, 2012).

Efek *entrenchment* akan semakin buruk ketika hak kontrol pemegang saham pengendali melebihi hak arus kasnya dengan menggunakan mekanisme kepemilikan piramida (Claessens *et al.*, 2000, 2002

¹ Hak kontrol adalah hak untuk menentukan arah kebijakan perusahaan (Fan dan Wong, 2002)

² Hak arus kas adalah klaim keuangan dari pemegang saham pengendali terhadap perusahaan (Fan dan Wong, 2002)

; Fan dan Wong, 2002). Dalam mekanisme kepemilikan piramida, pemegang saham pengendali akhir terisentif untuk melakukan tindakan ekspropriasi dikarenakan pemegang saham pengendali akhir dapat memanfaatkan hak kontrolnya yang tinggi untuk mengambil keuntungan pribadi namun hanya menanggung sebagian kecil dari biaya yang diakibatkan dari tindakan ekspropriasi tersebut (Fan dan Wong, 2002). King dan Santor (2008) dalam *bozec et al.* (2012) juga menjelaskan bahwa efek *entrenchment* memiliki pengaruh negatif yang lebih tinggi terhadap nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga. Prencipe, Bar-Yosef, dan Dekker (2014) menjelaskan bahwa karakteristik pada perusahaan keluarga yaitu adanya hubungan keluarga antara Dewan Direksi ataupun Dewan Komisaris dengan pihak pemegang saham pengendali perusahaan. Hal ini memungkinkan pemegang saham pengendali akhir untuk memperoleh informasi yang lebih akurat dibandingkan pemegang saham lainnya, sehingga terciptanya asimetri informasi di dalam perusahaan (Attig et al., 2006 ; Prencipe, Bar-Yosef, dan Dekker, 2014).

Permasalahan asimetri informasi tersebut juga berdampak negatif bagi pihak kreditur. Walaupun informasi mengenai suatu perusahaan tersedia secara publik, apabila terdapat asimetri informasi akan menyulitkan bagi kreditur dalam memproses informasi untuk menilai kemampuan perusahaan dalam melunasi utangnya (Chan dan Hsu, 2013). Kreditur sebagai pihak yang meminjamkan uang tentunya memerlukan informasi-informasi yang akurat untuk memastikan bahwa pihak manajemen tidak mengambil suatu keputusan yang mengutamakan kepentingan pemegang saham pengendali, akan tetap juga memperhatikan kepentingan kreditur. Oleh karena itu, kreditur sebagai pihak pemberi pinjaman harus meningkatkan biaya utang (*cost of debt*) di dalam suatu perjanjian kontrak utang untuk melindungi diri dari risiko tersebut (Tanaka, 2014).

Dalam mengatasi permasalahan tersebut, pihak kreditur memerlukan mekanisme yang dapat menjamin hak-hak dan kepentingan pihak kreditur. Salah satunya adalah penerapan sistem tata kelola perusahaan yang baik (*Good Corporate Governance/GCG*) di perusahaan tersebut (Lin, Chen, dan Yen, 2014). Sistem tata kelola perusahaan yang baik dapat diukur dengan berjalannya fungsi pengawasan secara efektif terhadap dewan direksi. Pengawasan ini diperlukan untuk memastikan bahwa dewan direksi tidak hanya membuat kebijakan dan keputusan yang mengutamakan kepentingan pemegang saham pengendali, namun juga tetap memperhatikan kepentingan kreditur. Sebagai negara yang menggunakan sistem *two-tier boards*, fungsi pengawasan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia tercemin dengan adanya kehadiran Dewan Komisaris didalam organ perusahaan.

Fungsi pengawasan yang dilakukan oleh Dewan Komisaris juga ditingkatkan melalui penerbitan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 33/POJK.04/2014 tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik. Dalam peraturan tersebut, komposisi dewan komisaris pada

perusahaan publik harus memiliki anggota Dewan Komisaris Independen³ yang berjumlah minimal sebesar 30% dari jumlah dewan komisaris perusahaan. Kehadiran dewan komisaris independen diharapkan dapat meningkatkan efektifitas fungsi pengawasan oleh Dewan Komisaris terhadap Dewan Direksi. Peningkatan kualitas pengawasan ini diharapkan dapat meningkatkan tingkat kepercayaan dari kreditur, sehingga dapat memberikan biaya utang yang lebih rendah.

Mayoritas perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung melakukan *leverage* melalui pinjaman jangka panjang bank atau obligasi dibandingkan mendaftarkan sahamnya di bursa efek. Sehingga penelitian ini memiliki relevansi yang lebih baik dengan kondisi pendanaan di Indonesia. Dalam menginvestigasi penelitian ini, peneliti mengacu kepada penelitian Lin, Chen, dan Yen (2013) yang meneliti pengaruh struktur kepemilikan terhadap biaya pinjaman melalui bank dan penelitian yang dilakukan Rebecca (2012) yang meneliti pengaruh kepenilikan keluarga dan institusional terhadap biaya ekuitas dan biaya utang.

2.2. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi dampak efek *entrenchment* dan *alignment* terhadap biaya utang pada perusahaan yang di kendalikan oleh keluarga. Penelitian ini juga bertujuan melihat pengaruh efektifitas Dewan Komisaris terhadap hubungan efek *entrenchment* dan biaya utang. Penelitian ini berfokus kepada biaya utang karena karakteristik pembiayaan perusahaan-perusahaan di negara Indonesia bersifat *bank-based country*.

3. Landasan Teori

La Porta *et al.* (1999) menjelaskan bahwa kepemilikan terhadap suatu perusahaan akan memberikan dua jenis hak bagi pemegang saham, yaitu hak arus kas (*cash-flow rights*) dan hak kontrol (*voting/control rights*). Hak arus kas merupakan klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan, contohnya seperti dividen atas investasi yang diberikan kepada perusahaan. Sedangkan, hak kontrol merupakan hak suara atau hak kendali kepada pemegang saham untuk turut berpartisipasi dalam menentukan kebijakan perusahaan.

3.1. Efek *Entrenchment*

Claessens *et al.* (2002) dan Fan dan Wong (2002) menyatakan pemegang saham yang memiliki hak kontrol yang lebih tinggi dibandingkan hak arus kasnya dalam kepemilikan piramida akan menimbulkan efek *entrenchment*. Pada dasarnya *entrenchment effect* tidak selalu bersifat negatif. Efek *entrenchment* yang negatif didefinisikan sebagai kemampuan pemegang saham pengendali akhir untuk menentukan kebijakan operasional perusahaan sesuai dengan kepentingan pribadinya walaupun harus mengorbankan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya. Melalui

³ Dewan komisaris Independen adalah pihak yang tidak memiliki hubungan keuangan, kepengurusan, kepemilikan saham atau hubungan keluarga dengan anggota dewan komisaris lainnya, direksi atau pemegang saham pengendali atau hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen (PBI No. 8/4/PBI/2006).

penjelasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa Pemegang saham pengendali dapat memanfaatkan hak kontrolnya yang tinggi untuk mengambil keuntungan dari perusahaan tanpa menanggung biaya yang tinggi atau biasa dikenal sebagai tindakan ekspropriasi (Fan dan Wong (2002).

Tindakan ekspropriasi yang dapat dilakukan oleh pemegang saham pengendali akhir dapat berupa tindakan untuk melakukan transaksi yang menguntungkan pemegang saham pengendali akhir, transaksi pihak berelasi antar perusahaan yang berada dalam pengendalian yang sama oleh pemegang saham pengendali akhir sehingga tidak memaksimalkan profit, atau penurunan pembagian dividen kepada pemegang saham non-pengendali (Claessens *et al.*, 1999). Hal ini mengakibatkan terjadinya konflik keagenan antara pemegang saham pengendali akhir dengan pemegang saham non-pengendali dalam mekanisme kepemilikan piramida.

La Porta *et al.* (1999) menjelaskan bahwa mekanisme kepemilikan piramida merupakan mekanisme yang lebih efektif bagi pemegang saham mayoritas dalam meningkatkan kontrol terhadap suatu perusahaan secara tidak langsung. Mekanisme kepemilikan piramida cenderung terdapat pada perusahaan-perusahaan di negara yang memiliki tingkat perlindungan pemegang saham yang rendah (La Porta *et al.*, 1999). Claessens *et al.* (2002) menyatakan bahwa terdapat perbedaan hak kontrol dan hak arus kas yang signifikan pada perusahaan-perusahaan di Asia Timur dan kontrol tersebut diperkuat dengan mekanisme kepemilikan piramida. Berdasarkan sampel penelitian yang dilakukan oleh Claessens *et al.* (2000), Negara Indonesia merupakan negara yang memiliki tingkat penggunaan mekanisme kepemilikan piramida yang paling tinggi yaitu sebesar 66.9% dari perusahaan sampel di Indonesia. Lebih lanjut, Claessen *et al.* (2002) menemukan bahwa tindakan ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali akhir paling tinggi dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia dibandingkan dengan delapan negara lain yang menjadi sampel penelitiannya

3.2. Efek *Alignment*

Salah satu cara untuk mengatasi efek dari *entrenchment* negatif adalah melalui peningkatan kepemilikan oleh pemegang saham pengendali akhir (Fan dan Wong, 2002). Melalui peningkatan kepemilikan tersebut, pemegang saham pengendali akan memiliki hak arus kas yang semakin tinggi juga. Sehingga peningkatan hak arus kas akan menyebabkan semakin tingginya biaya yang harus ditanggung oleh pemegang saham pengendali akhir ketika melakukan tindakan ekspropriasi untuk mendapatkan keuntungan pribadi (Claessen *et al.*, 2002 ; Fan dan Wong, 2002). Fenomena ini biasa dikenal sebagai efek *alignment* (Fan dan Wong, 2002). Melalui hal tersebut, pemegang saham pengendali menjadi kurang termotivasi untuk melakukan tindakan ekspropriasi dan menghindari kerugian perusahaan. Oleh karena itu, *alignment effect* dapat memberikan keuntungan kepada investor dan pemangku kepentingan lainnya. Lebih lanjut, salah satu cara memitigasi permasalahan keagenan tersebut adalah dengan penerapan sistem tata kelola perusahaan yang baik dan efektif (Fan dan Wong, 2002).

3.3. *Konflik Keagenan Pemegang Saham Pengendali dan Kreditur*

Dalam mekanisme kepemilikan piramida, pemegang saham pengendali akhir dapat meningkatkan hak kontrol dibandingkan hak arus kasnya (La Porta *et al.*, 1999 ; Fan dan Wong, 2002). Fan dan Wong (2002) menjelaskan bahwa hak kontrol yang lebih tinggi dibandingkan hak arus kasnya akan cenderung menimbulkan efek *entrenchment* yang negatif. Dalam kondisi ini, pemegang saham pengendali akhir dapat mengendalikan penyajian informasi akuntansi dan kebijakan penyajian laporan keuangan yang digunakan didalam perusahaan (Fan dan Wong, 2002).

Hal ini menyebabkan adanya permasalahan asimetri informasi antara pemegang saham pengendali dengan pemangku kepentingan lainnya, seperti kreditur (La Porta *et al.*, 2000). Asimetri informasi ini menimbulkan konflik keagenan lain yang biasa dikenal sebagai konflik keagenan *shareholder-debtholders*. Asimetri informasi yang terjadi didalam perusahaan membuat pihak kreditur tidak dapat mengolah informasi secara akurat mengenai kegiatan operasional perusahaan (Chan dan Hsu, 2013). Hal ini juga menyulitkan pihak kreditur untuk menentukan estimasi pembayaran atas pinjaman yang diberikan (Lin, Chen, dan Yen, 2014).

Smith dan Warner (1979) dalam Godfrey *et al.* (2010) juga menjelaskan bahwa terdapat beberapa tindakan pemegang saham pengendali yang dapat memicu terjadinya konflik keagenan dengan kreditur, seperti pembayaran dividen yang terlalu besar kepada pemegang saham, penggunaan dana pinjaman untuk berinvestasi pada aset yang berisiko tinggi atau pada proyek yang memiliki *net present value* yang negatif, dan penerbitan kontrak utang baru dengan prioritas yang lebih tinggi dibandingkan kontrak utang sebelumnya. Hal-hal tersebut membuat pihak kreditur harus meningkatkan suku bunga pinjaman yang diberikan kepada perusahaan. Dalam hal ini, Suku bunga pinjaman tidak hanya menjadi imbal balik atas investasi dari kreditur, namun juga untuk mengkompensasi risiko kredit yang dihadapinya

Lin, Chen dan Yen (2014), dan Boubakri dan Ghouma (2010) membuktikan bahwa terdapat hubungan positif antara perbedaan hak kontrol dan hak arus kas dari pemegang saham pengendali akhir terhadap biaya utang perusahaan. Dalam penelitian tersebut, Lin, Chen, dan Yen (2014) juga menjelaskan bahwa fungsi pengawasan dalam sistem tata kelola perusahaan merupakan salah satu bahan pertimbangan yang penting bagi pihak kreditur dalam menetapkan biaya utang

3.4. *Fungsi Pengawasan Oleh Dewan Komisaris*

Dewan Komisaris merupakan organ perusahaan yang memiliki tugas dan tanggungjawab secara kolektif untuk melakukan pengawasan kepada Dewan Direksi serta memastikan bahwa perusahaan telah menerapkan sistem tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance/GCG*) (KNKG, 2006). Kehadiran Dewan Komisaris di dalam organ perusahaan merupakan bentuk

kepatuhan perusahaan terhadap prinsip OECD yang keenam⁴. Prinsip OECD yang keenam membahas mengenai tanggung jawab Dewan Komisaris dan Dewan Direksi. Prinsip terakhir dari OECD ini menyatakan bahwa tata kelola perusahaan yang baik harus menjamin tersedianya pedoman strategis untuk perusahaan, pengawasan yang efektif terhadap manajemen oleh Dewan Komisaris, dan setiap Dewan Direksi dan Komisaris harus memiliki akuntabilitas kepada perusahaan dan pemegang saham.

Berdasarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No.33/POJK.04/2014, jumlah Dewan Komisaris didalam suatu perusahaan paling kurang terdiri dari dua orang. Dalam hal ini, salah satu di antara anggota Dewan Komisaris diangkat menjadi komisaris utama atau presiden komisaris (OJK, No.33/POJK.04/2014). Tugas Komisaris Utama sebagai *primus inter pares* adalah mengkoordinasikan kegiatan Dewan Komisaris. Kedudukan masing-masing anggota Dewan Komisaris termasuk Komisaris Utama adalah setara.

Keanggotaan Dewan Komisaris memiliki perbedaan dengan Dewan Direksi, didalam komposisi anggota Dewan Komisaris wajib terdapat Dewan Komisaris Independen. Komisaris Independen adalah anggota Dewan Komisaris yang tidak memiliki hubungan keuangan, kepengurusan, kepemilikan saham, dan hubungan keluarga dengan anggota Dewan Komisaris lainnya, Dewan Direksi, dan pemegang saham pengendali atau hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak secara independen (PBI, No.8/4/PBI/2006). Jumlah Dewan Komisaris Independen yang dimaksud paling kurang sebanyak 30% dari jumlah seluruh anggota Dewan Komisaris (OJK, No.33/POJK.04/2014). Kehadiran anggota Dewan Komisaris Independen diharapkan dapat meningkatkan fungsi pengawasan, sehingga dapat meningkatkan kepercayaan dari seluruh pemangku kepentingan terhadap perusahaan tersebut.

Dalam rangka mendukung efektivitas pelaksanaan tugas dan tanggung jawabnya, Dewan Komisaris dapat membentuk beberapa komite untuk membantu menjalankan tugas pengawasannya. Komite-Komite yang dapat menunjang fungsi Dewan Komisaris dapat berupa Komit Audit, Komite Nominasi dan Remunerasi, Komite Kebijakan Risiko, Komite Kebijakan *Corporate Governance*, dan lain-lain. Bagi perusahaan yang mendaftarkan sahamnya di bursa efek, perusahaan negara atau daerah, perusahaan yang menghimpun dan mengelola dana masyarakat, perusahaan yang produk atau jasanya digunakan oleh masyarakat luas, serta perusahaan yang mempunyai dampak luas terhadap kelestarian lingkungan, sekurang-kurangnya harus membentuk Komite Audit, sedangkan komite lainnya dibentuk sesuai dengan kebutuhan perusahaan.

4. Pengembangan Hipotesis

4.1 Pengaruh Efek Entrenchment Terhadap Biaya Utang

⁴ OECD memiliki enam prinsip tata kelola perusahaan, yaitu 1)Menjamin kerangka dasar tata kelola perusahaan yang efektif; 2)Menjamin hak-hak pemegang saham dan fungsi-fungsi penting dalam kepemilikan; 3)Perlakuan yang adil terhadap seluruh pemegang saham; 4)Peranan para pemangku kepentingan dalam tata kelola perusahaan; 5)Pengungkapan dan transparansi; 6)Tanggung jawab Dewan Direksi dan Dewan Komisaris

Pihak keluarga sebagai pemegang saham pengendali akhir memiliki kendali yang efektif terhadap suatu perusahaan. Hal ini dikarenakan pemegang saham pengendali akhir tersebut memiliki hak kontrol yang lebih tinggi dibandingkan hak arus kasnya melalui mekanisme kepemilikan piramida. Kondisi ini dapat memicu adanya *entrenchment effect* yang negatif yang dapat membuat pemegang saham pengendali akhir dapat melakukan tindakan ekspropriasi terhadap perusahaan untuk mendapatkan keuntungan pribadi.

Kondisi tersebut juga dapat menciptakan konflik keagenan antara pemegang saham dengan pihak kreditur dalam mekanisme kepemilikan piramida. Hal ini dikarenakan pemegang saham pengendali dapat menggunakan hak kontrolnya yang tinggi untuk mempengaruhi pihak manajemen untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang memiliki risiko yang tinggi dan tidak memiliki nilai *net present value* (NPV) yang positif (Godfrey *et al.*, 2010 ; Chan dan Hsu, 2013). Hal ini membuat pihak kreditur menanggung kerugian yang paling besar apabila investasi tersebut mengalami kerugian karena adanya risiko gagal bayar terhadap utang yang diberikan (Jensen dan Meckling, 1976 ; Godfrey *et al.*, 2010). Pemegang saham pengendali juga dapat mempengaruhi pihak manajemen untuk membagikan dividen yang berjumlah besar kepada pemegang saham.

Hal ini menunjukkan adanya asimetri informasi yang tinggi antara pemegang saham pengendali akhir dengan kreditur perusahaan didalam mekanisme kepemilikan piramida. Asimetri informasi ini dapat menyulitkan pihak kreditur dalam menilai kemampuan perusahaan dalam melunasi pinjaman yang diberikan, sehingga risiko yang dihadapi oleh kreditur semakin tinggi. Dal hal mengkompensasi risiko tersebut, pihak kreditur akan menetapkan biaya utang yang semakin tinggi dalam kontrak utang dengan perusahaan (Chan dan Hsu, 2013). Berdasarkan penjelasan tersebut, maka dapat diperoleh hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

$H_{1A} =$ *Efek entrenchment memiliki pengaruh positif terhadap biaya utang pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga.*

4.2 Pengaruh Efek *Alignment* Terhadap Biaya Utang

Fan dan Wong (2002) menjelaskan bahwa salah satu cara mengatasi permasalahan *entrenchment effect* yang negatif adalah dengan meningkatkan kepemilikan dari pemegang saham pengendali. Peningkatan kepemilikan ini akan meningkatkan hak arus kas yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali. Fan dan Wong (2002) juga menjelaskan bahwa fenomena ketika pemegang saham pengendali memiliki hak kontrol yang sama besar dengan hak arus kas, hal ini biasa dikenal sebagai *alignment effect*.

Alignment effect menunjukkan bahwa ketika hak arus kas dari pemegang saham pengendali meningkat, maka semakin besar pula biaya yang harus ditanggung oleh pemegang saham pengendali apabila melakukan tindakan ekspropriasi untuk mendapatkan keuntungan pribadi. Oleh karena itu, semakin tinggi hak arus kas pemegang saham pengendali akhir, maka akan semakin besar motivasi pemegang saham pengendali akhir untuk melakukan pengawasan yang optimal terhadap perusahaan.

Pengawasan yang optimal terhadap perusahaan pada akhirnya akan membuat nilai perusahaan lebih baik dan meningkatkan kepercayaan kreditur meningkat, sehingga biaya utang yang diberikan juga lebih rendah. Bunkanwanicha *et al.* (2008) dan Lin *et al.* (2011) telah membuktikan bahwa semakin besar hak arus kas yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali, maka biaya utang yang diperoleh perusahaan juga akan semakin rendah. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka dapat diperoleh hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

$H_{1B} =$ Efek *alignment* memiliki pengaruh negatif terhadap biaya utang pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga.

4.3 Pengaruh Efektifitas Dewan Komisaris Terhadap Biaya Utang Pada Perusahaan Keluarga

Beberapa penelitian menjelaskan bahwa salah satu cara memitigasi permasalahan keagenan adalah dengan penerapan sistem tata kelola perusahaan yang baik. Piot dan Missonier-Piera (2007) dalam Rebecca (2012) menemukan bahwa kualitas tata kelola perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan dalam mengurangi biaya utang perusahaan. Hal ini disebabkan karena sistem tata kelola perusahaan yang baik dapat memberikan jaminan terhadap kreditur bahwa perusahaan tidak melakukan tindakan dan keputusan yang menguntungkan pemegang saham saja tetapi juga kepentingan kreditur

Dalam penelitian ini, sistem tata kelola perusahaan yang baik difokuskan terhadap fungsi pengawasan yang dijalankan oleh Dewan Komisaris. Ran, Luo, dan Chan (2014), dalam penelitiannya di Cina, menemukan kualitas Dewan Komisaris yang semakin tinggi akan meningkatkan kualitas informasi akuntansi yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan kualitas informasi akuntansi ini dapat meningkatkan kepercayaan kreditur terhadap perusahaan. Selain itu, berdasarkan KNKG (2006), Dewan Komisaris juga memiliki fungsi untuk menjamin terpenuhinya hak-hak pemangku kepentingan, dimana salah satunya adalah pihak kreditur. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$H_2 =$ Efektifitas Dewan Komisaris memperlemah pengaruh positif efek *entrenchment* terhadap biaya utang pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga.

5. Metode Penelitian

5.1 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2013. Metode pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive judgement sampling*. Kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel adalah merupakan perusahaan non-keuangan dan kelengkapan data keuangan perusahaan pada tahun 2013. Berikut proses pemilihan sampel penelitian ini:

1. Perusahaan harus terdaftar didalam BEI pada periode 2013 dan dikategorikan sebagai perusahaan non-keuangan sesuai dengan *Jakarta Stock Industrial Classification* (JASICA).
2. Perusahaan sampel harus memiliki struktur kepemilikan yang dapat diidentifikasi hingga pemegang saham pengendali akhir (*ultimate shareholder*) dan merupakan perusahaan dengan kepemilikan keluarga. Penelitian ini juga ikut menyertakan perusahaan ASTINDO, yaitu perusahaan yang dimiliki keluarga tetapi kemudian mengalami perusabahan menjadi kepemilikan asing pada tahun berikutnya dengan kendali oleh pihak keluarga yang sama. Proses identifikasi perusahaan ASTINDO yang masih dimiliki oleh keluarga yang sama mengacu kepada *database* penelitian Diyanty (2012).
3. Perusahaan keluarga yang menjadi sampel penelitian harus memiliki kelengkapan data terkait seluruh variabel penelitian selama periode 2013.
4. Penelitian ini juga mengeliminasi perusahaan-perusahaan yang memiliki ekuitas negatif. Hal ini dilakukan karena perusahaan dengan ekuitas negatif merupakan perusahaan yang terancam mengalami *financial distress* sehingga perlu dikeluarkan agar hasil regresi menjadi tidak bias.

Tabel 1 Ringkasan Proses Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan tercatat di Bursa Efek Indoensia Tahun 2013	463
Perusahaan keuangan	(85)
Perusahaan dengan kepemilikan crossholding	(15)
Perusahaan yang tidak memiliki data kepemilikan	(5)
Perusahaan non-keluarga	(156)
Jumlah perusahaan keluarga	202
Perusahaan keluarga dengan data keuangan tidak lengkap	(41)
ekuitas negatif (<i>leverage</i> lebih dari 1)	(4)
Sampel penelitian	157
Identifikasi perusahaan kategori keluarga dan non-keluarga mengacu kepada Diyanty (2012)	

5.2 Model Penelitian

Dalam melakukan pengujian hipotesis, penelitian ini akan menggunakan alat uji analisis regresi berganda dengan metode *ordinary least square* (OLS) *cross-sectional*. Model dasar yang digunakan untuk menguji pengaruh kepemilikan keluarga (WEDGE) terhadap biaya utang (COD) merujuk pada model yang dikembangkan oleh Francis *et al.* (2005) dalam Chan dan Hsu (2013). Peneliti mengembangkan model tersebut dengan merubah dua variabel. Pertama, peneliti mengembangkan variabel independen dalam model dengan menggunakan perbedaan hak arus kas dan hak kontrol dari pemegang saham pengendali akhir. Kedua, peneliti mengembangkan variabel moderasi yang

digunakan menjadi efektifitas Dewan Komisaris (BQUA). Dalam penelitian ini diajukan dua model sebagai berikut:

Model 1:

$$\text{COD}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{WEDGE}_i + \beta_2 \text{CFR}_i + \beta_3 \text{BQUA}_i + \beta_4 \text{LEV}_i + \beta_5 \text{INTCOV}_i + \beta_6 \text{EARNVAR}_i + \beta_7 \text{SIZE}_i + \beta_8 \text{ROA}_i + \varepsilon_i$$

Hipotesis 1A diterima apabila nilai β_1 adalah positif. Hipotesis 1B diterima apabila nilai β_2 bernilai negatif.

Model 2:

$$\text{COD}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{WEDGE}_i + \beta_2 \text{CFR}_i + \beta_3 \text{BQUA}_i + \beta_4 \text{BQUA}_i \times \text{WEDGE}_i + \beta_5 \text{LEV}_i + \beta_6 \text{INTCOV}_i + \beta_7 \text{EARNVAR}_i + \beta_8 \text{SIZE}_i + \beta_9 \text{ROA}_i + \varepsilon_i$$

Hipotesis 2 diterima apabila nilai β_4 bernilai negatif.

keterangan:

COD_i = Rasio beban bunga terhadap total utang perusahaan

WEDGE_i = Selisih hak kontrol dan hak arus kas pemegang saham pengendali akhir

CFR_i = Total hak arus kas pemegang saham pengendali akhir

BQUA_i = Efektifitas Dewan Komisaris yang diukur dengan skoring menggunakan ASEAN CG *Scorecard*.

LEV_i = Rasio total utang terhadap total aset perusahaan

INTCOV_i = Rasio laba dari aktivitas operasional terhadap total beban bunga perusahaan

EARNVAR_i = Rasio standar deviasi laba bersih selama lima tahun terakhir terhadap rata-rata total aset perusahaan selama lima tahun

SIZE_i = Logaritma dari total aset perusahaan

ROA_i = Rasio laba bersih terhadap rata-rata total aset perusahaan

5.3 Operasionalisasi Variabel

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah biaya utang perusahaan. Pengukuran biaya utang perusahaan ini menggunakan proksi yang digunakan oleh Francis *et al.* (2005) dan Chan dan Hsu (2013). Perhitungan biaya utang perusahaan yaitu:

$$\text{COD} = \frac{\text{Beban bunga}}{\text{Total utang perusahaan}}$$

Variabel Independen

Variable independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah proporsi kepemilikan keluarga dalam mekanisme kepemilikan piramida. Fan dan Wong (2002) menjelaskan bahwa kepemilikan terhadap suatu perusahaan dapat diproksikan dengan hak arus kas dan hak kontrol pemegang saham pengendali akhir. Hal ini telah dibuktikan dalam penelitian Boubakri dan Ghom (2010) dan Lin, Chen, dan Yen (2014), bahwa perbedaan antara hak arus kas dan hak kontrol pemegang saham pengendali memiliki pengaruh positif terhadap biaya utang perusahaan. Lin *et al.* (2011) dan Bozec *et al.* (2012) juga telah membuktikan bahwa peningkatan kepemilikan yang diukur melalui hak arus kas dapat mengurangi biaya utang yang diberikan oleh perusahaan.

Efek *Entrenchment*

Pengukuran efek *entrenchment* mengacu kepada penelitian Diyanty (2012). Efek *entrenchment* dapat diukur dengan menghitung selisih hak kontrol dan hak arus kas dari pemegang saham pengendali akhir dalam rantai kepemilikan dengan mekanisme kepemilikan piramida. Adapun efek *entrenchment* dapat dihitung dengan menggunakan proksi sebagai berikut:

$$\text{Wedge} = \text{Hak kontrol} - \text{Hak arus kas}$$

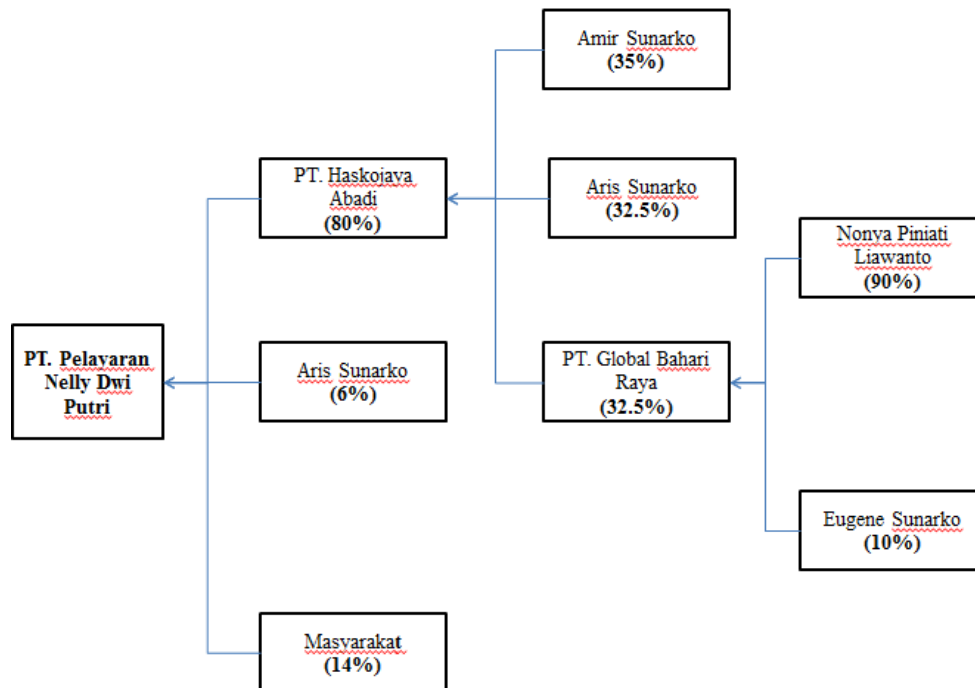
Efek *Alignment*

Pengukuran efek *alignment* mengacu kepada penelitian Lin *et al.* (2011) dan Bozec *et al.* (2012). Efek *alignment* dapat diukur dari besarnya nilai hak arus kas pemegang saham pengendali akhir. Adapun efek *alignment* dapat dihitung dengan menggunakan proksi sebagai berikut

$$\text{CFR} = \text{Total hak arus kas pemegang saham pengendali akhir}$$

Berikut akan dijelaskan proses perhitungan hak kontrol dan hak arus kas dari pemegang saham pengendali akhir di dalam mekanisme kepemilikan piramida pada gambar 1 :

Gambar 1 Mekanisme Kepemilikan Piramida



Berdasarkan gambar 1, Keluarga Sunarko memiliki hak kontrol melalui kepemilikan tidak langsung dari PT. Haskojaya Abadi sebesar 67.5%, kepemilikan tidak langsung dari PT Global Bahari Raya sebesar 10% dan kepemilikan langsung dari Aris Sunarko sebesar 6%. Dengan demikian, **hak kontrol Keluarga Sunarko** pemegang saham pengendali keluarga adalah sebesar 83.5% (67.5% + 10% + 6%).

Sementara itu, hak arus kas Keluarga Sunarko adalah sebesar 54% (67.5%*80%) melalui kepemilikan pada PT. Haskojaya Abadi, 2.6% (10%*32.5%*80%) melalui kepemilikan pada PT. Global Bahari Raya, dan 6% melalui kepemilikan langsung oleh Aris Sunarko. Oleh karena itu dapat diperoleh bahwa **hak arus kas Keluarga Sunarko** terhadap PT. Pelayaran Nelly Dwi Putri adalah sebesar 62.6% (54% + 2.6% + 6%).

Variabel Moderasi

Variabel moderasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah efektifitas Dewan Komisaris yang akan diuji pengaruhnya terhadap pengaruh kepemilikan keluarga terhadap biaya utang perusahaan. Pengukuran efektifitas Dewan Komisaris ini dilakukan dengan metode *scoring* secara manual dengan menggunakan data sekunder melalui data laporan tahunan perusahaan (*annual report*) pada tahun 2013.

Dalam melakukan *scoring* mengenai efektifitas Dewan Komisaris, peneliti merujuk pada pertanyaan-pertanyaan yang terdapat dalam ASEAN *Corporate Governance Scorecard* tahun 2015 yang dikeluarkan oleh ASEAN *Capital Market Forum* (ACMF). Pada bagian *responsibility of board* terdapat 74 pertanyaan dengan lima aspek utama, yaitu *board duties and responsibility*, *board structure*, *board processes*, *people of the board* dan *board performance*. Penulis melakukan seleksi terhadap pertanyaan-pertanyaan yang memiliki relevansi dengan efektifitas Dewan Komisaris. Berdasarkan hasil seleksi yang dilakukan, terdapat 11 pertanyaan yang dieliminasi dari daftar pertanyaan *scoring* tersebut, sehingga total pertanyaan yang digunakan menjadi 63 pertanyaan..

Metode *scoring* ini menghasilkan jawaban berupa *yes or no*, dimana jika jawaban pertanyaan adalah *yes* maka akan memberikan nilai 1 dan sebaliknya jika jawabannya adalah *no* akan memberikan nilai 0. Nilai maksimum dari *scoring* efektifitas Dewan Komisaris adalah 63 dan minimumnya adalah 0. Semakin tinggi nilai *scoring* yang dihasilkan maka semakin efektif fungsi pengawasan yang dijalankan oleh Dewan komisaris. Dalam proses operasionalisasinya, variabel moderasi efektifitas Dewan Komisaris akan diinteraksikan dengan variabel WEDGE untuk melihat pengaruhnya terhadap biaya utang.

Variabel Kontrol

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah efektifitas Dewan Komisaris, *leverage*, *interest coverage*, variabilitas laba, ukuran perusahaan, dan kinerja perusahaan. Efektifitas Dewan Komisaris di ukur dengan melakukan *scoring* menggunakan ASEAN CG *Scorecard*. *Leverage* diukur dengan menggunakan rasio total utang terhadap total aset perusahaan. *Interest coverage* diukur dengan menggunakan rasio total laba operasional terhadap total beban bunga pinjaman perusahaan. variabilitas laba diukur dengan rasio standar deviasi laba bersih selama lima tahun terhadap rata-rata total aset perusahaan selama lima tahun. Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan logaritma dari total aset perusahaan. kinerja perusaah diukur dengan menggunakan rasio total laba bersih terhadap total aset perusahaan.

5.4 Metode Pengolahan Data

Saat penulis mengolah data penelitian ini dengan menggunakan teknik *ordinary least square*, penulis menemukan bahwa model ini memiliki masalah heterokedastisitas pada model 1 dan 2 dan multikolinearitas pada model 2. Dalam mengatasi masalah heteroskedastisitas penulis menggunakan *robust* pada pengolahan model 1 dan 2. Sedangkan dalam mengatasi masalah multikolinearitas pada model 2, penulis melakukan *centering* pada variabel-variabel yang memiliki indikasi multikolienaritas, yaitu WEDGE dan BQUA.

6. Hasil Penelitian dan Diskusi

6.1 Analisis Deskriptif

Berdasarkan tabel deskriptif dapat dilihat bahwa rata-rata perusahaan sample memiliki nilai rata-rata biaya utang sebesar 9.2%. Nilai tersebut menunjukkan bahwa biaya utang pada perusahaan-perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga lebih tinggi dibandingkan suku bunga pinjaman Bank Indonesia pada tahun 2013, yaitu sebesar 7.5%. Hal ini dapat menunjukkan bahwa pada pihak kreditur akan cenderung memberikan biaya utang yang lebih tinggi pada perusahaan-perusahaan yang dikendalikan keluarga.

WEDGE sebesar 8.5% menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki nilai hak kontrol yang lebih tinggi dibandingkan hak arus kasnya. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham pengendali akhir cenderung memiliki kepemilikan tidak langsung terhadap suatu perusahaan dengan menggunakan mekanisme kepemilikan piramida. Dalam mekanisme kepemilikan piramida, pemegang saham pengendali dapat memperoleh hak kontrol yang lebih tinggi dibandingkan hak arus kasnya. Selain itu, nilai dari CFR pada tabel 2 menunjukkan bahwa rata-rata tingkat kepemilikan pemegang saham pengendali akhir yang diukur melalui tingkat hak arus kas adalah sebesar 40.99%.

Lebih lanjut lagi, berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai skoring efektifitas Dewan Komisaris pada perusahaan sampel memiliki nilai rata-rata yang tergolong rendah, yaitu sebesar 32.23%. Nilai yang rendah tersebut dikarenakan sebagian besar perusahaan perusahaan sampel tidak memiliki komite nominasi dan remunerasi dan tidak melakukan pengungkapan mengenai kriteria pemilihan dan penilaian Dewan Komisaris di dalam suatu perusahaan.

Tabel 2 Analisis Deskriptif

Variabel	Nilai Rerata	Nilai Tengah	Std. Dev	Minimum	Maksimum
COD	0.0920	0.0867	0.0637	0.0008	0.4097
WEDGE	0.0855	0.0207	0.1138	0.0000	0.5967
CFR	0.4099	0.3743	0.2312	0.0915	0.9795
BQUA	0.3223	0.3175	0.0971	0.0794	0.6032
LEV	0.2648	0.2556	0.1696	0.0001	0.7100
INTCOV	14.0481	3.6121	96.9332	-470.8916	388.6158
EARNVAR	0.0553	0.0328	0.0639	0.0005	0.3104
SIZE	6.24 triliun	1.77 triliun	19.04 triliun	6.87 miliar	213.99 triliun
ROA	0.0568	0.0455	0.0963	-0.3838	0.4364

Definisi Variabel: Lihat Model Penelitian

6.2 Analisis Kelayakan Model

Berdasarkan tabel 3, nilai probabilitas *F-statistic* dari hasil regresi model 1 dan model 2 masing-masing sebesar 0.0012 dan 0.0020. Nilai tersebut menunjukkan bahwa nilai probabilitas *F-statistic* kedua model penelitian lebih kecil dari *alpha* 1%. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa variabel

independen yang terdapat di dalam model 1 dan model 2 penelitian ini bersifat signifikan dalam menjelaskan masing-masing variabel dependen setiap model, yaitu biaya utang.

Selain itu, hasil uji koefisien determinasi yang ditunjukkan pada tabel 3 dapat diperoleh bahwa nilai *R-squared* dari model 1 dan model 2 penelitian ini adalah sebesar 0.1655 dan 0.1752. Nilai tersebut memiliki makna bahwa perubahan variabel independen pada model 1 penelitian ini dapat menjelaskan perubahan pada variabel dependen biaya utang hanya sebesar 17.55%. Sementara itu, nilai *R-Squared* model 2 tersebut memiliki makna bahwa perubahan variabel independen pada model 2 penelitian ini dapat menjelaskan perubahan pada variabel dependen biaya utang hanya sebesar 17.52%

Tabel 3 Hasil Uji Regresi Model 1 dan Model 2

Variabel	Prediksi	Model 1		Model 2	
		Koefisien	Prob F	Koefisien	Prob F
WEDGE	+	0.0652	0.0862*	0.1342	0.065*
CFR	-	-0.786	0.768	0.0234	0.543
BQUAxWEDGE	-			-0.876	-0.0872*
BQUA	-	-0.0104	0.076**	-0.1016	0.008**
LEV	+	-0.0959	0.013***	-0.0967	0.011***
INTCOV	-	-0.0001	0.190*	-0.0001	0.226
EARNVAR	+	-0.1564	0.073**	-0.1710	0.047**
SIZE	-	-0.0104	0.169*	-0.0112	0.129*
ROA	-	0.0255	0.668	0.0281	0.624
_CONS		0.2872	0.002	0.2971	0.001
Prob (F-statistic)			0.0012		0.0020
R-squared			0.1655		0.1752

Definisi Variabel: Lihat Model Penelitian

N = 157 untuk seluruh variabel dan seluruh model.

Nilai Prob F menggunakan metode *one-tailed* untuk seluruh hipotesis

*Signifikan di level 10%

**Signifikan di level 5%

***Signifikan di level 1%

6.3 Analisis Hasil Regresi

Pengaruh efek *entrenchment* terhadap biaya utang

Berdasarkan hasil hasil regresi pada tabel 3 dapat diketahui bahwa variabel WEDGE berpengaruh positif terhadap biaya hutang . Hal ini menunjukkan bahwa efek *entrenchment* dari

pemegang saham pengendali akhir berpengaruh signifikan terhadap biaya utang pada perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Lin, Chen, dan Yen (2014) dan Boubakri dan Ghouma (2010) yang menunjukkan bahwa efek *entrenchment* memiliki pengaruh positif terhadap biaya utang. Hal ini dikarenakan pemegang saham pengendali dapat menggunakan hak kontrolnya yang tinggi untuk mempengaruhi pihak manajemen untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang memiliki risiko yang tinggi dan tidak memiliki nilai *net present value* (NPV) yang positif (Godfrey *et al.*, 2010 ; Chan dan Hsu, 2013). Hal ini membuat pihak kreditur menanggung kerugian yang paling besar apabila investasi tersebut mengalami kerugian karena adanya risiko gagal bayar terhadap utang yang diberikan (Jensen dan Meckling, 1976 ; Godfrey *et al.*, 2010). Pemegang saham pengendali juga dapat mempengaruhi pihak manajemen untuk membagikan dividen yang berjumlah besar kepada pemegang saham.

Pengaruh efek *alignment* terhadap biaya utang

Berdasarkan tabel 2 dapat diketahui bahwa variabel CFR memiliki koefisien yang negatif dengan tingkat signifikansi diatas *alpha* 10%. Hal ini menunjukkan bahwa efek *alignment* yang diukur melalui total hak arus kas dari pemegang saham pengendali akhir tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap biaya utang perusahaan. Oleh karena itu, dapat diperoleh bahwa hipotesis 1B pada penelitian ini ditolak. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Lin *et al.* (2011) yang menemukan bahwa nilai hak arus kas dari pemegang saham pengendali akhir memiliki pengaruh negatif terhadap biaya utang.

Penulis menduga terdapat dua faktor yang dapat menyebabkan tidak terbuktinya pengaruh antara *alignment effect* terhadap biaya utang pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga. Pertama, berdasarkan data statistik deskriptif, dapat disimpulkan bahwa lebih dari 50% perusahaan sampel memiliki hak arus kas dibawah nilai rata-rata. Terkonsentrasinya data pada nilai yang rendah dibawah rata diduga menyebabkan tidak cukup bukti bahwa *alignment effect* memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap biaya utang perusahaan. Kedua, terdapat faktor lain yang dihadapi oleh perusahaan yang dapat mempengaruhi tingkat biaya utangnya seperti kondisi makro ekonomi di negara tersebut. Hal ini menyebabkan pihak kreditur harus menyesuaikan biaya utang yang diberikan dengan mempertimbangkan faktor makro ekonomi lain, seperti risiko bunga pasar, inflasi suatu negara, kondisi legal dan hukum disuatu negara, dan gejolak politik di suatu negara tersebut. Oleh karena itu meskipun kepemilikan yang tinggi terhadap suatu perusahaan dapat menyelaraskan kepentingan antara pemegang saham pengendali dan kreditur, akan tetapi pihak kreditur juga tetap harus mempertimbangkan faktor-faktor lainnya dalam menetapkan biaya utang yang diberikan.

Pengaruh moderasi efektifitas Dewan Komisaris terhadap pengaruh efek *entrenchment* terhadap biaya utang

Model kedua dalam penelitian ini digunakan untuk melihat pengaruh efektifitas Dewan Komisaris (BQUA) terhadap hubungan dari efek *entrenchment* pengendali akhir keluarga dan biaya utang. Berdasarkan hasil regresi model 2 pada tabel 3 dapat dilihat bahwa variabel interaksi (BQUAxWEDGE) memiliki koefisien positif sebesar 0.5991 dengan tingkat signifikansi di bawah *alpha* 10%. Nilai tersebut menunjukkan bahwa variabel interaksi memiliki pengaruh signifikan dalam memoderasi efek *entrenchment* terhadap biaya utang perusahaan. penelitian ini ditemukan bahwa pengaruh efektifitas Dewan Komisaris dapat memperlemah efek *entrenchment* sehingga dapat meningkatkan biaya utang perusahaan.

Penelitian ini dapat membuktikan bahwa Pengawasan dari Dewan Komisaris yang semakin efektif akan meningkatkan kualitas informasi akuntansi yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan kualitas informasi akuntansi ini dapat meningkatkan kepercayaan kreditur terhadap perusahaan. Selain itu, berdasarkan KNKG (2006), Dewan Komisaris juga memiliki fungsi untuk menjamin terpenuhinya hak-hak pemangku kepentingan, dimana salah satunya adalah pihak kreditur.

Analisis variabel kontrol

Berdasarkan tabel 2 dapat diketahui bahwa terdapat lima variabel kontrol yang memiliki pengaruh signifikan terhadap biaya utang, yaitu efektifitas BQUA, LEV, INTCOV, SIZE, dan EARNVAR. Variabel yang kontrol yang tidak signifikan mempengaruhi biaya utang yaitu variabel ROA. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan tidak menjadi faktor pertimbangan yang signifikan bagi kreditur ketika menentukan biaya utang yang diberikan. Selain itu penulis menduga bahwa pihak kreditur cenderung melihat tingkat kestabilan laba dari suatu perusahaan dalam beberapa periode dibandingkan profitabilitas suatu perusahaan pada satu tahun saja. Hal ini ditunjukkan oleh nilai EARNVAR yang menunjukkan hasil yang signifikan terhadap biaya utang perusahaan.

Variabel kontrol BQUA, INTCOV, dan SIZE memiliki hasil arah yang konsisten dengan prediksi. Hal ini menunjukkan bahwa fungsi Dewan Komisaris yang semakin efektif, kemampuan perusahaan dalam melunasi utang yang baik, dan ukuran suatu perusahaan yang semakin besar dapat meningkatkan kepercayaan kreditur. Oleh karena itu, kreditur akan memberikan biaya utang yang semakin rendah.

Sedangkan hasil variabel kontrol LEV dan EARNVAR memiliki arah yang berbeda dengan prediksi. Triningtyas (2014) menjelaskan bahwa karakteristik pendanaan perusahaan perusahaan dari sisi hutang cenderung didominasi oleh *private debt* dibandingkan *public debt*. Gray *et al.* (2009) dalam Naila (2014) menjelaskan bahwa para *private lenders* memiliki akses yang lebih dalam memperoleh informasi mengenai perusahaan, sehingga risiko asimetri dalam hal ini menjadi berkurang. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi *leverage* perusahaan maka akan berujung pada penurunan biaya utang. Selanjutnya, berdasarkan data statistik deskriptif dapat dilihat bahwa lebih dari 50% data pada variabel EARNVAR memiliki fluktuasi laba yang terkonsentrasi pada tingkat fluktuasi yang rendah. Hal ini dipandang oleh kreditur bahwa pada tahun 2013, rata-rata

perusahaan yang dikendalikan keluarga memiliki penghasilan laba yang stabil, sehingga biaya utang yang diberikan juga lebih rendah.

7. Kesimpulan, Implikasi, dan Keterbatasan Penelitian

7.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh efek *entrenchment* dan *alignment* pengendali akhir keluarga terhadap biaya utang. Penelitian ini juga bertujuan melihat pengaruh efektifitas Dewan Komisaris dalam memoderasi hubungan efek *entrenchment* terhadap biaya utang. Berdasarkan hasil regresi yang telah dijelaskan, dalam penelitian ini ditemukan bahwa efek *entrenchment* berpengaruh positif terhadap biaya utang. Hasil ini menunjukkan bahwa pihak kreditur mempertimbangkan peran dari pemegang saham pengendali akhir di suatu perusahaan. kreditur cenderung mempertimbangkan faktor-faktor lain, seperti tingkat risiko perusahaan dan kemampuan perusahaan dalam melunasi utangnya tersebut. Selain itu, meskipun kepemilikan yang tinggi dapat mengurangi risiko tindakan ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali akhir, pihak kreditur juga tetap mempertimbangkan kondisi makro ekonomi suatu negara dalam menetapkan biaya utangnya

Penelitian ini juga menemukan peranan Dewan Komisaris di dalam suatu perusahaan memiliki dampak dalam memperlemah pengaruh positif efek *entrenchment* dengan biaya utang perusahaan. Dengan pengawasan yang efektif dari Dewan Komisaris yang harus melindungi kepentingan pemegang saham pengendali dan non pengendali, akan berusaha untuk mencegah tindakan ekspropriasi dari pemegang pengendali kepada pemegang saham non pengendali.

7.2 Implikasi Penelitian

Hasil penelitian ini dapat menjadi referensi bagi regulator untuk membuat peraturan yang mewajibkan pengungkapan mengenai struktur kepemilikan suatu perusahaan. Hal ini diperlukan mengingat informasi mengenai struktur kepemilikan suatu perusahaan tidak tersedia secara lengkap bagi pengguna laporan keuangan. Perusahaan juga wajib melakukan pengungkapan mengenai pemiliki perusahaan-perusahaan asing yang menjadi pemegang saham pengendali akhir perusahaan. Selain itu regulator juga harus lebih tegas dalam menerapkan peraturan-peraturan yang dapat meningkatkan fungsi pengawasan Dewan Komisaris, terutama yang berkaitan dengan masalah independensi dan kompetensi dari anggota Dewan Komisaris itu sendiri.

7.3 Keterbatasan Penelitian dan Saran untuk Penelitian selanjutnya

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang diharapkan dapat disempurnakan di penelitian selanjutnya. Beberapa keterbatasan tersebut antara lain rentang waktu dalam penelitian ini hanya meliputi tahun 2013 dan sampel penelitian ini juga hanya terbatas pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga. Oleh karena itu, penelitian ini menjadi kurang dapat menjelaskan efek

entrenchment dan *alignment* bagi seluruh perusahaan yang terdapat di Bursa Efek Indonesia. Selanjutnya, penilaian penerapan tata kelola perusahaan juga hanya sebatas menilai efektifitas Dewan Komisaris yang diukur dengan melakukan *scoring* menggunakan ASEAN CG *Scorecard*, sehingga diharapkan penilaian penerapan tata kelola perusahaan dalam lebih dikembangkan lagi cakupannya. Terakhir, penelitian ini juga hanya berfokus kepada sumber pendanaan perusahaan dari sisi utang yang digunakan sebagai variabel dependen. Oleh karena itu diharapkan penelitian berikutnya juga dapat meneliti pengaruhnya terhadap biaya ekuitas.

8.DAFTAR REFERENSI

- Almeida, H., Wolfenzon, D. 2004. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups
- Anderson, R.C., Mansi, S.A., Reeb, D.M., 2004. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics* 37, 315-342
- Anderson, R.C., Reeb, D.M., 2003. Founding family ownership and Firm Performance Evidence from the S&P 500. *Journal of Financial* 58, 1301-1328
- Anderson, R.C., Mansi, S.A., Reeb, D.M., 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* 68, 263-285
- Ang, J. S., Cole, R. A., Lin, J. W. 2000. Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*. 55, 81-106
- Attig, N., Fong, W.M., Gandhom, Y., Lang, L.P.H., 2006. Effect of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity. *Journal of Banking and Finance* 30, 2875-2892
- Bhaumik, S.K., Sallerka, E., 2012. Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets? Evidence from India. *Journal of Corporate Finance* 18, 717-726
- Boubakri, N., Ghouma, H., 2010. Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. *Journal of Banking and Finance* 34, 2481-2499
- Bozec, Y., Laurin, C., Meier, I. 2012. The relation between excess control and cost capital. 93- 114
- Bulkanwanicha, P., Gupta, J., Rokhim, R. 2008. Debt and entrenchment: Evidence from Thailand and Indonesia. *European Journal of Operational Research* 185, 1578-1595
- Chan, A.L-C., Hsu, A.W., 2013. Corporate Pyramids, Conservatism and Cost of Debt: Evidence From Taiwan. *The International Journal of Accounting* 48, 390-413
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H., Lang, L.H.P., 1999. Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H., Lang, L.H.P., 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings. *The Journal of Finance* 57 No 6, 2741-2771
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L.H.P., 2000. The separation of ownership and control in East Asia Corporations. *Journal of Financial Economics* 58, 81-112

- Coffee Jr, J.C., 2010. Dispersed Ownership: the Theories, the Evidence, and Enduring Tension Between ‘Lumpers’ and ‘Splitters’. Columbia Law and Economics Working Paper 363
- Diyanty, Vera, 2012. Pengaruh Kepemilikan Pengendali Akhir Terhadap Transaksi Pihak Berelasi Dan Kualitas Laba. Unpublished Dissertation. Program Pascasarjana Akuntansi, Universitas Indonesia, Depok.
- Tran, H. D., 2014. Multiple corporate governance attributes and the cost of capital – Evidence from Germany. *The British Accounting Review* 46, 179-197
- Ertugul, M., Hegde, S., 2008. Board compensation practices and agency costs of debt. *Journal of Corporate Finance* 14, 512-531
- Fan, J.P.H., Wong, T.J., 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33, 401-425
- Febrianto, R. 2004. The Effect of Ownership Concentration on the Earnings Quality: Evidence from Indonesia Companies
- Fields, L.P., Fraser, D.R., Subrahmanyam, A., 2012. Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. *Journal of Banking and Finance* 36, 1536-1547
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39, 295-327
- Hill, R.W.L., Jones, T.M., 1992. Stakeholder-Agency Theory. *Journal of Management Studies* 29:2
- Jansen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* V.3 No.4, 305-360
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58,3-27
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999. Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance* 54 No.2, 471-517
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., Xuan, Y., 2011. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 100, 1-23
- Lin, C., Chen, Y., Yen, J., 2014. On the determinant of bank loan contracts: The roles of borrowers’ ownership and board structures. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 54, 500-512
- Komite Nasional Kebijakan Governance. 2006. Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 33/ POJK,04/2014 tentang Direksi dan Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik
- Ran, G., Fang, Q., Luo, S., Chan. K.C., 2014. Supervisory board characteristics and accounting information quality: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*
- Tanaka, T., 2014. Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies* 34, 315-335
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas

Wolfenzon, Daniel., 1999. A Theory of Pyramidal Ownership

Xing, L., Xiao-bao, S., 2007. Effects of Controlling Shareholders Agency on Debt Financing Agency Costs: Analysis based on Real Options. Online English edition of the Chinese Language Journal 27, 61-68

Yeh, Y., Woidtke, T., 2005. Commitment or entrenchment?: Controlling shareholders and board composition. Journal of Banking and Finance 29, 1857-1885