

Pengaruh *Corporate Governance Index*, Kepemilikan Keluarga, dan Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI

Yulisa Rebecca
Universitas Indonesia

Sylvia Veronica Siregar
Universitas Indonesia

Abstrak

This study aims to examine the effect of corporate governance on cost of equity and cost of debt. We use 3 variables to measure corporate governance: corporate governance index, family ownership, and institutional ownership. The samples of this study are 71 manufacturing firms listed on Indonesia Stock Exchange for period 2008-2010. The results of this study show that corporate governance as measured by corporate governance index have a significant negative impact on cost of equity and cost of debt. Family ownership has a significant positive effect on cost of equity, but no significant effect on cost of debt. Institutional ownership has no significant effect on cost of equity, but has a significant negative effect on cost of debt.

Keywords: corporate governance, family ownership, institutional ownership, cost of equity, cost of debt

1. Pendahuluan

Isu *corporate governance* muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan (Gunarsih, 2003). Pemisahan antara fungsi kepemilikan dan pengelolaan perusahaan menimbulkan kemungkinan terjadinya *agency problem* yang dapat menyebabkan *agency conflict*, yaitu konflik yang timbul sebagai akibat keinginan manajemen (*agent*) untuk melakukan tindakan yang sesuai dengan kepentingannya yang dapat mengorbankan kepentingan pemegang saham (*principal*).

Ashbaugh *et al.* (2004) menyatakan bahwa *agency costs* muncul sebagai akibat terjadinya asimetri informasi di pasar yang disebabkan karena pemegang saham tidak dapat secara langsung mengamati perilaku dan tindakan manajer, yang berpotensi menciptakan masalah *moral hazard*, atau tidak dapat mengetahui nilai ekonomis perusahaan yang

sesungguhnya, yang berpotensi menciptakan masalah *adverse selection*. Tanpa pengendalian yang memadai, pemantauan yang efektif, dan transparansi informasi keuangan, investor yang rasional akan melindungi dirinya dengan meningkatkan biaya ekuitas perusahaan (Ashbaugh *et al.*, 2004). *Corporate governance* merupakan mekanisme yang digunakan untuk mengurangi *agency problem* dengan meningkatkan pemantauan terhadap tindakan manajemen, membatasi perilaku oportunistik manajer, dan mengurangi risiko informasi yang ditanggung oleh pemegang saham. Beberapa penelitian sebelumnya membuktikan bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang lebih baik memiliki biaya ekuitas yang lebih rendah (Derwall dan Verwijmeren, 2007; Byun *et al.*, 2008).

Selain mekanisme *corporate governance*, struktur kepemilikan diduga juga berpengaruh terhadap biaya ekuitas. Yao dan Sun (2008) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pemegang saham mayoritas memiliki biaya ekuitas yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya. Hal ini disebabkan karena kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham mayoritas dan peluang untuk memperoleh keuntungan pribadi lebih besar sehingga investor menginginkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko tersebut (Dyck dan Zingales, 2004). Attig *et al.* (2008) juga menyatakan ketika perusahaan dimiliki secara mayoritas oleh keluarga tertentu, risiko informasi menjadi lebih besar dan menyebabkan biaya ekuitas menjadi lebih tinggi.

Jensen (1993) serta Shleifer dan Vishny (1997) berpendapat bahwa investor institusional, yang juga berperan sebagai fidusiari, memiliki insentif yang lebih besar untuk memantau manajemen dan kebijakan perusahaan. Pemantauan yang efektif dari investor institusional dapat mengurangi perilaku oportunistik manajemen yang mengarah pada berkurangnya *agency costs* dan biaya ekuitas yang lebih rendah. Pernyataan ini didukung oleh Collins dan Huang (2010) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berdampak negatif terhadap biaya ekuitas perusahaan.

Selain konflik antara pemegang saham dengan manajer, konflik antara kreditur dengan pemegang saham merupakan salah satu konflik yang biasa terjadi dalam perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976; Myers, 1977). Sebagai contoh, pemegang saham memiliki insentif untuk berinvestasi dalam proyek-proyek yang berisiko lebih tinggi dari yang ditentukan oleh kreditur atau disebut juga dengan *risk-shifting problem*. Penelitian yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003) serta Chen dan Jian (2006) menekankan bahwa mekanisme *corporate governance* memiliki pengaruh negatif terhadap biaya utang perusahaan. Struktur *corporate governance* yang sehat merupakan salah satu indikator penting yang sangat dipertimbangkan oleh kreditur ketika menentukan *risk premium* perusahaan.

Penelitian-penelitian sebelumnya menyatakan bahwa struktur kepemilikan suatu perusahaan juga turut mempengaruhi biaya utang. Berdasarkan penelitian terdahulu, ditemukan bahwa proporsi kepemilikan keluarga yang besar pada suatu perusahaan dapat meningkatkan biaya utang. Kepemilikan saham dalam jumlah besar berarti bahwa tingkat pengendalian yang dimiliki terhadap perusahaan pun semakin besar (Lease *et al.*, 1984). Pengendalian ini meningkatkan insentif pemegang saham untuk meningkatkan keuntungan pribadi dan sebagai akibatnya, kreditur mengantisipasi risiko tersebut dengan biaya utang yang lebih tinggi. Boubakri dan Ghouma (2010) memberikan bukti bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh signifikan positif terhadap biaya utang.

Berbeda dengan kepemilikan keluarga, penelitian yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003) serta Roberts dan Yuan (2009) menemukan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya utang perusahaan. Hal ini dikarenakan adanya *monitoring* yang efektif oleh pihak institusional dapat mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Meningkatnya kinerja perusahaan membuat risiko perusahaan menjadi lebih kecil sehingga *return* yang diinginkan oleh kreditur pun menjadi lebih rendah.

Penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Shuto dan Kitagawa (2010) yang menganalisis hubungan antara kepemilikan manajerial dengan biaya utang pada perusahaan-perusahaan publik di Jepang. Namun, dikarenakan kepemilikan manajerial di Indonesia relatif sangat kecil, maka digunakan struktur kepemilikan lain dalam penelitian ini, yaitu kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional. Selain itu, berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang umumnya menganalisis pengaruh *corporate governance* terhadap biaya ekuitas (Byun *et al.*, 2008; Chen *et al.*, 2009) dan biaya utang (Juniarti dan Sentosa, 2009; Shuto dan Kitagawa; 2010) secara terpisah, dalam penelitian ini akan dilakukan pengujian untuk menganalisis pengaruh *corporate governance* terhadap biaya ekuitas dan biaya utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2. Pengembangan Hipotesis

Secara teoritis, penerapan *good corporate governance* yang baik dapat meningkatkan nilai perusahaan karena mengurangi risiko perusahaan dari keputusan-keputusan pihak manajemen yang cenderung mengutamakan kepentingan pribadi. Penerapan *good corporate governance* juga dapat meningkatkan kepercayaan para investor (Newell dan Wilson, 2002). Meningkatnya kepercayaan investor tersebut disebabkan karena penerapan GCG dianggap mampu memberikan perlindungan yang efektif terhadap investor dalam memperoleh kembali investasinya dengan wajar (Tjager *et al.*, 2003).

Penelitian yang dilakukan oleh Derwall dan Verwijmeren (2007) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang baik memiliki biaya ekuitas yang lebih rendah. Hal ini juga didukung oleh Byun *et al.* (2008) dan Chen *et al.* (2009).

Pengukuran *corporate governance* dalam penelitian ini menggunakan *corporate governance index*. *Corporate governance index* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan telah menerapkan prinsip-prinsip *good corporate governance* dengan baik. Semakin tinggi

corporate governance index, maka semakin besar potensi perusahaan untuk memperoleh biaya ekuitas yang lebih rendah. Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H1a: *Corporate governance index* berpengaruh negatif terhadap biaya ekuitas

Kualitas *corporate governance* juga diduga mempengaruhi besarnya biaya utang perusahaan. Chen dan Jian (2006) menguji pengaruh dari praktek *corporate governance*, dengan menggunakan *Information Disclosure and Transparency Rankings System* (IDTRs), terhadap biaya utang dan menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat pengungkapan dan transparansi yang tinggi memperoleh biaya utang yang lebih rendah. Selain itu, penelitian oleh Piot dan Missonier-Piera (2007) juga membuktikan bahwa kualitas *corporate governance* memiliki pengaruh yang signifikan dalam mengurangi biaya utang yang ditanggung perusahaan. Hal ini disebabkan karena *Good Corporate Governance* (GCG) adalah alat penjamin bagi kreditur bahwa dana yang diberikan kepada perusahaan telah dikelola dengan baik, transparan, dan bertanggung jawab, yang bertujuan untuk melindungi kepentingan kreditur. Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H1b: *Corporate governance index* berpengaruh negatif terhadap biaya utang

Dalam perusahaan dengan kepemilikan keluarga, muncul *agency problem* antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Villalonga dan Amit, 2005). Hal ini terjadi karena keluarga sebagai pemegang saham mayoritas memiliki kontrol yang sangat besar terhadap perusahaan dan cenderung menggunakan kontrol yang mereka miliki untuk meningkatkan keuntungan pribadi pada beban yang ditanggung oleh pemegang saham minoritas sehingga investor akan menginginkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko tersebut (Dyck dan Zingales, 2004).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Yao dan Sun (2008) menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pemegang saham mayoritas memiliki biaya

ekuitas yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya. *Excess control* yang biasa ditemukan pada perusahaan yang dimiliki oleh keluarga menyebabkan turunnya nilai perusahaan sehingga biaya ekuitas perusahaan pun akan meningkat. Penelitian Guedhami dan Mishra (2006) membuktikan bahwa *excess control* ini berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dan sebagai akibatnya, biaya ekuitas perusahaan menjadi lebih tinggi.

Kepemilikan keluarga diduga berpengaruh positif terhadap biaya ekuitas perusahaan karena munculnya *agency problem* antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas memberikan peluang besar terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Hal ini disebabkan oleh *excess control* yang dimiliki pemegang saham mayoritas cenderung digunakan untuk memperoleh keuntungan pribadi pada beban yang ditanggung oleh pemegang saham minoritas. Selain itu, dalam perusahaan dengan kepemilikan keluarga, risiko informasi juga cenderung lebih tinggi karena adanya kemungkinan bahwa seluruh informasi tentang perusahaan hanya dikuasai oleh pihak-pihak tertentu saja. Risiko-risiko tersebut dapat berdampak negatif terhadap nilai perusahaan dan mengakibatkan biaya ekuitas menjadi lebih tinggi. Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H2a: Kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap biaya ekuitas

Kepemilikan keluarga juga dapat meningkatkan biaya utang perusahaan. Boubakri dan Ghouma (2010) memberikan bukti bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh signifikan positif terhadap biaya utang yang diukur dengan *bond yield-spreads*. Pada umumnya, perusahaan dengan kepemilikan saham yang terkonsentrasi dapat ditemukan pada perusahaan milik keluarga, yaitu perusahaan yang dimiliki secara mayoritas oleh keluarga tertentu atau kepemilikan sahamnya terkonsentrasi pada keluarga tertentu. Boubakri dan Ghouma (2010) menyatakan bahwa ketika kepemilikan keluarga adalah pemegang saham mayoritas perusahaan, mereka cenderung menggunakan kontrol yang dimiliki untuk

merugikan pihak kreditur (*debtholders*). Perusahaan dengan kepemilikan keluarga juga cenderung untuk menggunakan utang dalam membiayai perusahaan daripada menerbitkan saham baru karena mereka ingin melindungi kontrol yang dimiliki terhadap perusahaan. Hal ini akan mengakibatkan tingkat utang perusahaan menjadi lebih tinggi dan risiko yang ditanggung oleh perusahaan pun menjadi lebih besar sehingga pihak kreditur mengantisipasi risiko tersebut dengan biaya utang yang lebih tinggi.

Oleh sebab itu, perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pemegang saham mayoritas dapat memanfaatkan pengendalian yang dimilikinya untuk meningkatkan keuntungan pribadi yang sebenarnya merugikan kreditur. Sebagai contoh, pemegang saham mayoritas memiliki insentif untuk melakukan transfer kekayaan melalui aktivitas pendanaan, seperti pembayaran dividen yang melebihi batas tertentu yang telah ditetapkan oleh pihak kreditur (*excessive dividend payment*). Dengan demikian, kepemilikan keluarga diduga berpengaruh positif terhadap biaya utang perusahaan karena adanya insentif-insentif tersebut akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh kreditur sehingga biaya utang perusahaan pun menjadi lebih tinggi. Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H2b: Kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap biaya utang

Juniarti dan Sentosa (2009) menegaskan bahwa investor institusional memiliki kemampuan yang lebih baik untuk memonitor tindakan manajemen dibandingkan dengan investor individual dimana investor institusional tidak mudah diperdaya dengan tindakan manipulasi yang dilakukan oleh manajemen. Selain itu, investor institusional, yang umumnya juga berperan sebagai fidusiari, memiliki insentif yang lebih besar untuk memantau tindakan manajemen dan kebijakan perusahaan. Kondisi ini dapat menyebabkan berkurangnya perilaku oportunistik manajemen yang mengarah pada biaya ekuitas yang lebih rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Collins dan Huang (2010) membuktikan bahwa kepemilikan institusional memiliki dampak negatif terhadap biaya ekuitas perusahaan.

Fidyati (2004) menjelaskan bahwa investor institusional menghabiskan lebih banyak waktu untuk melakukan analisis investasi dan mereka memiliki akses atas informasi yang terlalu mahal perolehannya bagi investor lain. Investor institusional berperan secara aktif dalam *corporate governance* dengan mengurangi tingkat risiko dari perusahaan tempat mereka menginvestasikan portofolionya melalui pengawasan manajemen yang efektif. Oleh karena itu, kepemilikan oleh investor institusional diduga dapat menurunkan biaya ekuitas perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H3a: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap biaya ekuitas

Bhojraj dan Sengupta (2003) menemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan biaya utang perusahaan. Hubungan negatif ini juga ditemukan oleh Piot dan Missonier-Piera (2007) serta Roberts dan Yuan (2009). Hasil penelitian Roberts dan Yuan (2009) mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya pinjaman bank karena dengan kepemilikan institusional yang besar memberikan insentif untuk melakukan pengawasan atau *monitoring* yang lebih ketat terhadap pihak manajemen sehingga mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Meningkatnya kinerja membuat risiko perusahaan menjadi lebih kecil sehingga pihak kreditur akan mengharapkan *return* yang lebih rendah. Dengan demikian, kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya utang yang diterima oleh perusahaan.

Elyasiani *et al.* (2010) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peran penting terhadap biaya utang. Hal ini dikarenakan investor institusional berada pada posisi yang lebih baik untuk mempelajari kondisi perusahaan dan mendapat manfaat yang lebih besar. Perhatian yang diberikan oleh investor institusional dapat menciptakan reputasi perusahaan yang lebih baik di pasar modal sehingga memungkinkan perusahaan untuk

memperoleh biaya utang yang lebih rendah. Elyasiani *et al.* (2010) juga menyatakan bahwa stabilitas investor institusional berperan dalam penentuan biaya utang perusahaan dan dampaknya menjadi lebih kuat pada perusahaan yang memiliki tingkat asimetri informasi yang tinggi. Hasil penelitiannya memberikan bukti bahwa kepemilikan institusional berdampak negatif terhadap biaya utang. Berdasarkan uraian di atas, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H3b: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap biaya utang

3. Metode Penelitian

Pemilihan model penelitian pertama didasari penelitian Yao dan Sun (2008) dan Chen *et al.* (2009) dengan beberapa modifikasi. Model penelitian pertama yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$COE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1CGI_{i,t} + \beta_2FAM_{i,t} + \beta_3INST_{i,t} + \beta_4LEV_{i,t} + \beta_5MTB_{i,t} + \beta_6PERFORM_{i,t} + \beta_7SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- COE = *cost of equity* (biaya ekuitas) yang dihitung dengan menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)
- CGI = skor GCG perusahaan pada tahun t
- FAM = persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh keluarga pada tahun t
- INST = persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi pada tahun t
- LEV = tingkat *leverage* perusahaan yang diukur dari *debt to equity ratio* pada tahun t
- MTB = *market to book ratio* yang diukur dari *market value* saham biasa dibagi dengan *book value* pada akhir tahun t
- PERFORM = kinerja perusahaan yang diukur dari *Return on Assets* (ROA) pada tahun t
- SIZE = ukuran perusahaan yang diukur dari logaritma natural total aset perusahaan pada tahun t
- ε = *error term*

Model penelitian kedua menggunakan biaya utang sebagai variabel dependen. Namun, periode yang digunakan untuk variabel independen dalam model penelitian ini adalah t-1. Hal ini disebabkan karena tingkat suku bunga pinjaman atau utang yang diberikan kepada perusahaan ditetapkan di awal, sebelum pinjaman tersebut berlaku sehingga kreditur

cenderung mempertimbangkan kondisi atau kinerja perusahaan pada periode sebelumnya. Pemilihan model penelitian ini didasari oleh penelitian Anderson, Mansi, dan Reeb (2003) serta Shuto dan Kitagawa (2010). Model penelitian kedua yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$COD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{i,t-1} + \beta_2 FAM_{i,t-1} + \beta_3 INST_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 MTB_{i,t-1} + \beta_6 PERFORM_{i,t-1} + \beta_7 INCR_{i,t-1} + \beta_8 SIZE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$$

COD	= <i>cost of debt</i> (biaya utang) yang dihitung dari rata-rata suku bunga tahunan pinjaman baru (<i>newly issued debt</i>) yang diperoleh perusahaan pada tahun t
CGI	= skor CG perusahaan pada tahun t-1
FAM	= persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh keluarga pada tahun t-1
INST	= persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi pada tahun t-1
LEV	= tingkat <i>leverage</i> perusahaan yang diukur dari <i>debt to equity ratio</i> pada tahun t-1
MTB	= <i>market to book ratio</i> yang diukur dari nilai pasar saham biasa dibagi dengan nilai buku ekuitas pada akhir tahun t-1
PERFORM	= kinerja perusahaan yang diukur dari <i>Return on Assets</i> (ROA) pada tahun t-1
INCR	= <i>interest coverage ratio</i> yang diukur dari laba sebelum pajak (<i>income before income tax</i>) ditambah dengan beban bunga, dibagi dengan beban bunga, pada tahun t-1
SIZE	= ukuran perusahaan yang diukur dari logaritma natural total aset perusahaan pada tahun t-1
ε	= <i>error term</i>

3.1 Operasionalisasi Variabel Penelitian

3.1.1 Variabel Dependen

a. Biaya Ekuitas

Variabel dependen dalam model penelitian pertama adalah besarnya biaya ekuitas perusahaan. Perhitungan biaya ekuitas diukur menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), seperti yang digunakan oleh Murni (2004) dan Riduan (2009). Penggunaan CAPM ini tidak terlepas dari ketersediaan data-data yang ada. Perhitungan biaya ekuitas dengan menggunakan CAPM sebagai berikut:

$$COE = R_f + \beta R_p$$

COE	= estimasi <i>cost of equity</i> (biaya ekuitas)
R_f	= <i>risk free rate</i> yang diproksi dengan rata-rata tingkat suku bunga SBI selama satu tahun

- β = *market beta* yang diperoleh dari hasil regresi antara *return* saham perusahaan dengan *market return* yang diproksi dengan IHSG dan menggunakan data mingguan (hanya hari Rabu) selama satu tahun terakhir sehingga diperoleh *return* selama 52 minggu
- R_p = *market risk premium* atau $(R_m - R_f)$ yang diartikan sebagai *return* tambahan (*additional return*) yang diinginkan oleh investor karena berinvestasi pada sekuritas yang berisiko. *Market risk premium* dalam penelitian ini diproksi dengan menggunakan perhitungan *risk premium* oleh Damodaran (www.damodaran.com diakses 3 Oktober 2011)

b. Biaya Utang

Variabel dependen dalam model penelitian kedua adalah besarnya biaya utang perusahaan. Biaya utang dapat didefinisikan sebagai tingkat pengembalian (*yield rate*) yang diharapkan oleh kreditur saat melakukan pendanaan dalam suatu perusahaan (Fabozzi, 2007) atau tingkat bunga yang harus dibayar oleh perusahaan ketika melakukan pinjaman. Biaya utang dihitung dari besarnya beban bunga yang dibayarkan oleh perusahaan dalam periode satu tahun dibagi dengan rata-rata jumlah pinjaman yang menghasilkan bunga tersebut (*interest bearing debt*) atau disebut juga dengan metode *weighted average*. Metode ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Francis *et al.* (2005), Piot dan Missonier-Piera (2007), serta Juniarti dan Sentosa (2009), yang menggunakan *interest rate* dari utang perusahaan untuk menghitung besarnya biaya utang yang diterima oleh perusahaan. Selain itu, penelitian ini berfokus pada pinjaman baru (*newly issued debt*) yang diperoleh perusahaan pada periode berjalan.

3.1.2 Variabel Independen

a. *Corporate Governance Index*

Corporate Governance Index diperoleh dari IICD (*Indonesian Institute for Corporate Directorship*). Evaluasi penerapan *good corporate governance* mengacu pada *International Standard Code on GCG* yang ditetapkan oleh *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) dengan tetap memperhatikan persyaratan dari Bapepam dan LK serta Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitian ini, skor GCG yang digunakan adalah skor pada

tahun 2007 dan 2008 dengan mengasumsikan skor yang diperoleh untuk tahun berikutnya, yaitu tahun 2009 dan 2010 adalah sama dengan skor pada tahun terakhir (skor tahun 2008). Hal ini disebabkan oleh keterbatasan data yang tersedia di IICD.

b. Kepemilikan Keluarga

Menurut La Porta *et al.* (1998) dalam Arifin (2003), kepemilikan keluarga didefinisikan sebagai kepemilikan dari individu dan kepemilikan dari perusahaan tertutup (di atas 5%), yang bukan perusahaan publik, negara, ataupun institusi keuangan. Penelitian ini menggunakan persentase kepemilikan keluarga dalam struktur saham perusahaan, seperti yang digunakan oleh Anderson, Mansi, dan Reeb (2002) dan Ayub (2008).

Untuk analisis sensitivitas, kepemilikan keluarga akan diukur dengan variabel *dummy*, yaitu 1 untuk perusahaan dengan kepemilikan keluarga 20% atau lebih dan 0 untuk perusahaan dengan kepemilikan keluarga kurang dari 20%. Ukuran ini mengacu pada PSAK 15 (revisi 2009) yang menyatakan jika investor memiliki, secara langsung maupun tidak langsung, 20% atau lebih hak suara *investee*, maka investor dianggap mempunyai pengaruh signifikan. Analisis ini bertujuan untuk mengetahui apakah ada atau tidaknya pengaruh signifikan (bukan hanya besaran persentase kepemilikan) oleh kepemilikan keluarga yang mempengaruhi besarnya biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan.

c. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional, seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, institusi luar negeri, dana perwalian serta institusi lainnya (Juniarti dan Sentosa, 2009). Istilah investor institusional mengacu kepada investor yang dilengkapi dengan manajemen profesional yang melakukan investasi atas nama pihak lain, baik sekelompok individu maupun sekelompok organisasi (Brancato, 1997). Sesuai dengan definisi di atas, penelitian ini menggunakan persentase kepemilikan institusional sebagaimana penelitian-penelitian terdahulu (Bhojraj

dan Sengupta, 2003; Piot dan Missonier-Piera, 2007; Roberts dan Yuan, 2009; Collins dan Huang, 2010; Shuto dan Kitagawa, 2010). Untuk analisis sensitivitas kepemilikan institusional, sama halnya dengan kepemilikan keluarga, akan digunakan variabel *dummy*, yaitu 1 untuk perusahaan dengan kepemilikan institusional 20% atau lebih dan 0 untuk perusahaan dengan kepemilikan institusional kurang dari 20%.

3.1.3 Variabel Kontrol

Leverage dalam penelitian ini diukur menggunakan rasio total utang terhadap total ekuitas perusahaan pada akhir tahun (*debt to equity ratio*). Semakin besar nilai *leverage*, maka risiko yang dihadapi perusahaan akan meningkat, khususnya risiko yang terkait dengan ketidakmampuan perusahaan untuk melunasi kewajibannya (kemungkinan perusahaan untuk mengalami *default* akan semakin besar). Hal ini menyebabkan pemegang saham dan kreditur akan meminta tambahan *return* yang merupakan kenaikan biaya ekuitas dan biaya utang bagi perusahaan (Byun *et al.*, 2008; Collins dan Huang, 2010; Shuto dan Kitagawa, 2010).

Perusahaan yang memiliki *market to book value* yang tinggi mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan semakin besar. Hal ini memberikan prospek yang positif terhadap perusahaan. Dengan demikian, *market to book value* diperkirakan berpengaruh negatif terhadap biaya ekuitas dan biaya utang karena perusahaan dianggap mampu memberikan kepastian tingkat pengembalian (*return*) yang lebih terjamin sehingga investor dan kreditur mengharapkan *required rate of return* yang lebih rendah (Chen dan Jian, 2006; Chen *et al.*, 2009; Roberts dan Yuan, 2009).

Kinerja perusahaan diukur menggunakan *Return on Assets* (ROA) yang dihitung dengan rumus laba bersih ditambah beban bunga setelah pajak dan dibagi dengan total aset. Semakin tinggi nilai ROA perusahaan mengindikasikan profitabilitas perusahaan semakin besar, sehingga risiko yang dihadapi oleh perusahaan menjadi lebih rendah. Hal ini

menyebabkan perusahaan dengan ROA yang lebih tinggi diperkirakan memiliki biaya ekuitas dan biaya utang yang lebih kecil dibandingkan perusahaan dengan ROA yang lebih rendah (Bhojraj dan Sengupta, 2003; Francis *et al.*, 2005; Chen dan Jian, 2006; Byun *et al.*, 2008).

Interest coverage ratio digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban kepada kreditur, baik dalam bentuk pembayaran bunga maupun pokok utang. Rasio ini merupakan salah satu indikator tingkat solvabilitas perusahaan. Dalam penelitian ini, *interest coverage ratio* hanya digunakan sebagai variabel kontrol untuk model penelitian kedua. *Interest coverage ratio* yang tinggi merepresentasikan peningkatan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Dengan kata lain, *default risk* perusahaan pun menurun. Solvabilitas perusahaan yang meningkat menyebabkan biaya utang menjadi lebih rendah (Chen dan Jian, 2006; Piot dan Missonier-Piera, 2007; Shuto dan Kitagawa, 2010).

Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan logaritma natural dari total aset perusahaan. Perusahaan dengan total aset yang lebih besar diperkirakan semakin memiliki kemampuan untuk memenuhi seluruh kewajibannya di periode mendatang. Selain itu, semakin besar total aset perusahaan, diharapkan perusahaan dapat memberikan tingkat pengembalian (*return*) yang lebih pasti kepada investor. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki total aset lebih besar diperkirakan memiliki biaya ekuitas dan biaya utang yang lebih rendah (Bhojraj dan Sengupta, 2003; Francis *et al.*, 2005; Shuto dan Kitagawa, 2010).

3.2 Seleksi Sampel

Berdasarkan data yang diperoleh dari *IDX Fact Book* 2008, jumlah populasi perusahaan yang digolongkan sebagai perusahaan manufaktur sesuai dengan kategori BEI pada tahun 2007 adalah 138 perusahaan. Dari total tersebut, sampel yang dapat digunakan

dan memenuhi kriteria penelitian berjumlah 71 perusahaan. Berikut ini merupakan rincian pemilihan sampel yang dilakukan dalam penelitian.

Tabel 3.1
Seleksi Sampel

No.	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2007	138
2.	Perusahaan mengalami <i>delisting</i> dari BEI selama tahun 2007-2010	(19)
3.	Perusahaan tidak menerbitkan laporan keuangan secara lengkap	(4)
4.	Laporan keuangan perusahaan disajikan dalam mata uang asing, selain Rupiah	(10)
5.	Perusahaan tidak memiliki <i>Corporate Governance Index</i> dengan lengkap	(4)
6.	Perusahaan yang memiliki nilai ekuitas negatif	(11)
7.	Perusahaan yang memiliki saham tidak aktif	(7)
8.	Perusahaan tidak memiliki <i>interest bearing debt</i> , baik jangka pendek maupun jangka panjang	(12)
	Jumlah akhir sampel penelitian per tahun	71
	Jumlah total sampel penelitian selama tahun 2007-2010	213

4. Analisis Hasil Penelitian

4.1 Statistik Deskriptif

Berdasarkan tabel 4.1, rata-rata COE (*cost of equity*) perusahaan sampel adalah 15,83%. Lebih lanjut, dapat dilihat bahwa nilai simpangan baku COE perusahaan sampel cukup bervariasi dengan nilai minimum 8,07% dan nilai maksimum yang mencapai 33,21%. Hasil statistik deskriptif untuk variabel *Corporate Governance Index* menunjukkan nilai rata-rata 67,20%. Sesuai dengan kriteria penilaian praktek GCG yang ditetapkan oleh IICD, rata-rata perusahaan sampel berada dalam kategori *fair*, yang berarti bahwa perusahaan tersebut hanya memenuhi persyaratan peraturan minimum yang terkait dengan penerapan GCG. Hal ini memberikan gambaran bahwa rata-rata perusahaan manufaktur di Indonesia belum menunjukkan komitmen tinggi terhadap praktek *Good Corporate Governance*. Nilai simpangan baku untuk variabel *Corporate Governance Index* cukup bervariasi.

Variabel independen berikutnya adalah kepemilikan keluarga. Variabel ini memiliki nilai rata-rata 49,72%. Hasil ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel rata-rata masih dimiliki oleh keluarga dengan proporsi kepemilikan saham sebesar 49,72% dalam perusahaan. Namun demikian, nilai simpangan baku variabel kepemilikan keluarga sangat bervariasi antar perusahaan. Nilai tertinggi, yaitu 99,74% yang berarti bahwa pemegang saham mayoritas dalam perusahaan tersebut adalah keluarga, dan nilai terendah, yaitu 0% yang berarti tidak ada kepemilikan keluarga dalam perusahaan.

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif Model Biaya Ekuitas

	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum	N
COE	0.1583	0.1431	0.0538	0.0807	0.3321	213
CGI	0.6720	0.6682	0.0635	0.5718	0.8604	213
FAM	0.4972	0.5120	0.2794	0	0.9974	213
INST	0.1637	0.0590	0.2320	0	0.9201	213
LEV	1.2552	0.7141	2.2680	0.0011	20.1572	213
MTB	1.5489	0.9235	1.5420	0.1648	9.0176	213
PERFORM	0.0690	0.0626	0.0800	-0.1841	0.3500	213
SIZE (dalam jutaan rupiah)	4,509,531	1,054,929	12,411	28,379	112,857,000	213

COE = *cost of equity*; CGI = *Corporate Governance Index*; FAM = persentase kepemilikan keluarga; INST = persentase kepemilikan institusional; LEV = *leverage (debt to equity ratio)*; MTB = *market to book ratio*; PERFORM = kinerja perusahaan (*Return on Assets*); SIZE = ukuran perusahaan (logaritma natural total aset)

Rata-rata untuk variabel kepemilikan institusional adalah 0,1637 atau sekitar 16,37%. Angka ini relatif lebih kecil dibandingkan dengan kepemilikan keluarga. Dengan kata lain, kepemilikan institusional secara rata-rata tidak memiliki pengaruh yang signifikan di dalam perusahaan. Namun, sama halnya dengan kepemilikan keluarga, nilai simpangan baku untuk variabel ini sangat bervariasi dengan nilai tertinggi, yaitu 92,01% dan nilai terendah 0%.

Tabel 4.2 di bawah ini menyajikan statistik deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan dalam model penelitian kedua, yaitu biaya utang. Pada dasarnya, hasil statistik deskriptif untuk model biaya utang tidak jauh berbeda dengan statistik deskriptif pada model biaya ekuitas karena sebagian besar variabel yang digunakan adalah sama.

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif Model Biaya Utang

	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum	N
COD	0.1133	0.1144	0.0159	0.0724	0.1650	213
CGI	0.6650	0.6562	0.0627	0.5438	0.8604	213
FAM	0.4966	0.5163	0.2805	0	0.9974	213
INST	0.1561	0.0501	0.2221	0	0.9201	213
LEV	1.3288	0.7163	2.2680	0.0011	20.1572	213
MTB	1.5389	0.8591	1.6206	0.1648	10.1263	213
PERFORM	0.0630	0.0529	0.0733	-0.1841	0.3500	213
INCR	10.2492	2.6380	23.0266	-13.0488	115.1148	213
SIZE (dalam jutaan rupiah)	4,152,904	965,811	10,686	32,495	88,398,000	213
COD = <i>cost of debt</i> ; CGI = <i>Corporate Governance Index</i> ; FAM = persentase kepemilikan keluarga; INST = persentase kepemilikan institusional; LEV = <i>leverage (debt to equity ratio)</i> ; MTB = <i>market to book ratio</i> ; PERFORM = kinerja perusahaan (<i>Return on Assets</i>); INCR = <i>interest coverage ratio</i> ; SIZE = ukuran perusahaan (logaritma natural total aset)						

Rata-rata COD (*cost of debt*) perusahaan dalam sampel penelitian adalah 11,33%. Hal ini berarti bahwa rata-rata perusahaan sampel penelitian memiliki tingkat suku bunga pinjaman sekitar 11,33%. Rata-rata COD ini juga lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata COE, yaitu sebesar 15,83%. Hal ini wajar karena utang merupakan sekuritas yang memiliki risiko lebih rendah dibandingkan saham. Nilai simpangan baku COD perusahaan sampel cenderung tidak terlalu bervariasi.

Corporate Governance Index menunjukkan nilai rata-rata 0,6650 atau sekitar 66,50%. Sesuai dengan kriteria penilaian praktek GCG yang ditetapkan oleh IICD, rata-rata perusahaan sampel berada dalam kategori *fair*. Nilai simpangan baku untuk variabel *Corporate Governance Index* cukup bervariasi. Variabel kepemilikan keluarga memiliki nilai rata-rata 49,66%. Hasil ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel rata-rata masih dimiliki oleh keluarga dengan proporsi kepemilikan saham sebesar 49,66% dalam perusahaan. Namun demikian, nilai simpangan baku variabel kepemilikan keluarga sangat bervariasi antar perusahaan. Rata-rata untuk variabel kepemilikan institusional adalah 0,1561

atau sekitar 15,61%. Dengan kata lain, kepemilikan institusional secara rata-rata tidak memiliki pengaruh yang signifikan di dalam perusahaan.

Hasil pengujian di tabel 4.3¹ menunjukkan bahwa *corporate governance index* berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya ekuitas pada tingkat signifikansi 1% (hipotesis 1a tidak dapat ditolak). Hasil penelitian ini sesuai dengan Derwall dan Verwijmeren (2007), Byun *et al.* (2008), dan Chen *et al.* (2009). Penerapan *good corporate governance* dapat mengurangi *agency problem* dan risiko asimetri informasi yang kerap terjadi antara perusahaan dengan pemegang saham. Penelitian-penelitian sebelumnya juga menyatakan bahwa penerapan *good corporate governance* dapat meningkatkan kepercayaan para investor karena dianggap mampu memberikan perlindungan yang efektif terhadap investor dalam memperoleh kembali investasinya dengan wajar. Dengan demikian, *corporate governance* merupakan salah satu faktor penting yang dipertimbangkan oleh investor dalam keputusan investasinya.

Kepemilikan keluarga terbukti memiliki pengaruh signifikan positif terhadap biaya ekuitas, berarti H2b tidak dapat ditolak. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Yao dan Sun (2008). Hal ini disebabkan karena pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga, terjadi *agency problem* antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Kontrol yang dimiliki oleh pemegang saham mayoritas memberikan insentif yang besar untuk meningkatkan keuntungan pribadi pada beban yang ditanggung oleh pemegang saham minoritas. Sebagai akibatnya, investor menginginkan *return* yang lebih tinggi untuk mengkompensasi risiko tersebut. Claessens *et al.* (2000) juga menyatakan bahwa *excess control* hampir sebagian besar ditemukan pada perusahaan yang dimiliki oleh keluarga. *Excess control* ini menciptakan peluang besar akan terjadinya ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas oleh pemegang saham mayoritas. Guedhami dan Mishra (2006)

¹ Berdasarkan uji yang dilakukan, semua analisis data menggunakan *random effect*

membuktikan bahwa *excess control* memiliki hubungan positif dengan biaya ekuitas karena terdapat risiko ekspropriasi.

Tabel 4.3
Hasil Regresi Model Biaya Ekuitas

$COE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{i,t} + \beta_2 FAM_{i,t} + \beta_3 INST_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 PERFORM_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
Variable	Predicted Sign	Coefficient	t-Statistic	Prob.
CGI	-	-0.114433	-2.47	0.008**
FAM	+	0.016131	1.90	0.038*
INST	-	-0.006456	-0.36	0.344
LEV	+	0.009070	1.85	0.040*
MTB	-	-0.004016	-1.67	0.048*
PERFORM	-	-0.021236	-0.49	0.293
SIZE	-	-0.008413	-2.97	0.002**
C		0.058552	0.72	0.247
F-statistic		5.249136	R-squared	0.1873
Prob (F-statistic)		0.000016	Adjusted R ²	0.1596
CGI = <i>Corporate Governance Index</i> ; FAM = persentase kepemilikan keluarga; INST = persentase kepemilikan institusional; LEV = <i>leverage (debt to equity ratio)</i> ; MTB = <i>market to book ratio</i> ; PERFORM = kinerja perusahaan (<i>Return on Assets</i>); SIZE = ukuran perusahaan (logaritma natural total aset). ** Signifikan di tingkat 1% * Signifikan di tingkat 5%				

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya ekuitas perusahaan (H2c ditolak). Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Collins dan Huang (2010) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berdampak negatif terhadap biaya ekuitas perusahaan. Rata-rata kepemilikan institusional yang masih relatif kecil bila dibandingkan dengan kepemilikan keluarga mungkin menyebabkan kepemilikan institusional belum dapat memberikan pengaruh yang signifikan terhadap biaya ekuitas perusahaan. Selain itu, terdapat kemungkinan bahwa pihak institusional tidak melakukan tindakan pengawasan karena tindakan tersebut membutuhkan biaya yang cukup besar (Ashbaugh *et al.*, 2004).

Tabel 4.4 menyajikan hasil regresi model kedua. *Corporate governance index* terbukti berpengaruh signifikan negatif terhadap *cost of debt* pada tingkat signifikansi 1%, berarti

hipotesis 1c tidak dapat ditolak. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Bhojraj dan Sengupta (2003), Chen dan Jian (2006), serta Piot dan Missonier-Piera (2007). *Corporate governance* dipandang sebagai mekanisme yang dapat digunakan untuk mengurangi potensi *conflict of interest* antara manajemen dan pihak kreditur dengan meningkatkan pemantauan terhadap tindakan manajemen dan mengurangi risiko *misallocation of funds* yang ditanggung oleh kreditur. Penelitian-penelitian sebelumnya juga menyatakan bahwa mekanisme *corporate governance* yang efektif adalah salah satu indikator penting yang sangat dipertimbangkan oleh kreditur ketika menentukan *risk premium* perusahaan. Praktek *corporate governance* diyakini sebagai alat penjamin bagi kreditur bahwa dana yang diberikan kepada perusahaan dikelola dengan baik dan bertanggung jawab untuk melindungi kepentingan kreditur.

Tabel 4.4
Hasil Regresi Model Biaya Utang

$COD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1CGI_{i,t-1} + \beta_2FAM_{i,t-1} + \beta_3INST_{i,t-1} + \beta_4LEV_{i,t-1} + \beta_5MTB_{i,t-1} + \beta_6PERFORM_{i,t-1} + \beta_7INCR_{i,t-1} + \beta_8SIZE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$				
Variable	Predicted Sign	Coefficient	t-Statistic	Prob.
CGI	-	-0.068507	-2.87	0.004**
FAM	+	-0.004678	-0.84	0.103
INST	-	-0.012273	-1.68	0.048*
LEV	+	0.000203	2.04	0.035*
MTB	-	0.000335	0.52	0.281
PERFORM	-	-0.011290	-0.61	0.207
INCR	-	-0.000049	-1.77	0.043*
SIZE	-	-0.002285	-2.29	0.011*
C		0.226005	8.72	0.000
F-statistic		2.474719	R-squared	0.1744
Prob (F-statistic)		0.000002	Adjusted R ²	0.1438
CGI = <i>Corporate Governance Index</i> ; FAM = persentase kepemilikan keluarga; INST = persentase kepemilikan institusional; LEV = <i>leverage (debt to equity ratio)</i> ; MTB = <i>market to book ratio</i> ; PERFORM = kinerja perusahaan (<i>Return on Assets</i>); INCR = <i>interest coverage ratio</i> ; SIZE = ukuran perusahaan (logaritma natural total aset). ** Signifikan di tingkat 1% * Signifikan di tingkat 5%				

Variabel kepemilikan keluarga tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya utang perusahaan (H2b ditolak). Hasil penelitian ini berbeda dengan Boubakri dan Ghouma (2010)

yang menemukan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh signifikan positif terhadap biaya utang yang diukur dengan *bond yield-spreads*. Boubakri dan Ghouma (2010) menyatakan bahwa ketika perusahaan dimiliki secara mayoritas oleh keluarga tertentu, mereka cenderung menggunakan kontrol yang dimiliki untuk merugikan pihak kreditur (*debtholders*) sehingga pihak kreditur mengantisipasi risiko tersebut dengan biaya utang yang lebih tinggi. Namun, hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Ayub (2008). Hal ini mengindikasikan bahwa pihak kreditur cenderung untuk tidak memperhatikan proporsi kepemilikan keluarga dalam menentukan biaya utang yang akan ditanggung oleh perusahaan. Hal ini juga dapat disebabkan karena *Agency Problem* tipe I, yaitu *agency problem* antara manajer dengan pemegang saham dapat berkurang pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga, walaupun terdapat kemungkinan terjadi *Agency Problem* tipe II, yaitu antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Sebagai hasilnya, kepemilikan keluarga dalam perusahaan tidak terlalu mempengaruhi pengambilan keputusan kreditur dalam menentukan besarnya biaya utang perusahaan.

Hasil pengujian ini juga berbeda dengan hasil pada model biaya ekuitas yang menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh signifikan positif terhadap biaya ekuitas perusahaan. Kemungkinan penyebab dari pengaruh yang berbeda ini adalah *agency problem* yang terjadi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas dalam perusahaan dengan kepemilikan keluarga memberikan risiko yang lebih besar kepada investor dibandingkan kreditur. Hal ini berarti bahwa potensi kerugian yang akan ditanggung oleh investor pun lebih besar daripada kreditur sehingga kepemilikan keluarga dalam perusahaan memberikan pengaruh signifikan positif terhadap biaya ekuitas.

Kepemilikan institusional ditemukan berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya utang (hipotesis 3b tidak dapat ditolak). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003), Piot dan Missonier-Piera (2007), Roberts dan

Yuan (2009), Elyasiani *et al.* (2010), serta Shuto dan Kitagawa (2010). Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian di Indonesia yang dilakukan oleh Juniarti dan Sentosa (2009) serta Koesnadi (2010). Hal ini dikarenakan pihak investor institusional diyakini memiliki kemampuan yang lebih baik untuk memonitor tindakan manajemen dibandingkan dengan investor individual. Selain itu, pihak institusional, yang umumnya berperan sebagai fidusiari, memiliki insentif yang lebih besar untuk melakukan pengawasan yang lebih ketat terhadap pihak manajemen dan kebijakan perusahaan. Adanya *monitoring* yang efektif oleh pihak institusional dapat mengurangi perilaku oportunistik manajemen sehingga menyebabkan risiko perusahaan menjadi lebih kecil dan *return* yang diinginkan oleh kreditur pun menjadi lebih rendah.

Hasil tersebut berbeda dengan hasil pengujian pada model biaya ekuitas, yaitu kepemilikan institusional menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan terhadap biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan. Perbedaan pengaruh ini dapat disebabkan karena mayoritas jenis perusahaan publik di Indonesia masih merupakan perusahaan milik keluarga sehingga adanya *monitoring* oleh pihak institusional cenderung tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan investor dalam menentukan biaya ekuitas. Di sisi lain, investor institusional merupakan lembaga keuangan sehingga memiliki persepsi yang sama dengan kreditur yang memberikan pinjaman kepada perusahaan. Oleh karena itu, pihak kreditur cenderung lebih mempertimbangkan *monitoring* yang dilakukan oleh investor institusional.

Selanjutnya dilakukan pengujian sensitivitas dengan mengubah operasionalisasi pada variabel independen utama, yaitu kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional. Tujuan analisis sensitivitas ini ialah untuk melihat apakah ada tidaknya pengaruh yang signifikan dalam kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional turut mempengaruhi biaya ekuitas dan biaya utang diterima oleh perusahaan.

Berdasarkan hasil uji sensitivitas (hasil tidak disajikan), kepemilikan keluarga ditemukan berpengaruh signifikan positif terhadap biaya ekuitas. Dengan kata lain, hasil uji sensitivitas ini mengindikasikan bahwa adanya pengaruh yang signifikan dalam kepemilikan keluarga menyebabkan biaya ekuitas yang diterima oleh perusahaan menjadi lebih tinggi. Hasil ini mendukung analisis pada pengujian hipotesis. Hasil pengujian sensitivitas juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap biaya ekuitas. Dengan demikian, hasil ini memperkuat analisis sebelumnya pada pengujian hipotesis yang memberikan kesimpulan yang sama.

Kepemilikan keluarga terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya utang yang ditanggung oleh perusahaan. Hasil ini sesuai dengan hasil pada pengujian utama. Selanjutnya, hasil pengujian sensitivitas juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya utang. Hal ini berarti bahwa adanya pengaruh yang signifikan oleh pihak investor institusional mengakibatkan biaya utang yang ditanggung oleh perusahaan menjadi lebih rendah. Oleh karena itu, hasil uji sensitivitas ini mendukung analisis pada pengujian utama.

5. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan bukti empiris pengaruh dari unsur *corporate governance*, yaitu *Corporate Governance Index*, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan institusional terhadap biaya ekuitas dan biaya utang. Diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. *Corporate Governance Index* terbukti memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap biaya ekuitas dan biaya utang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kualitas dari praktek *corporate governance* suatu perusahaan dapat mengurangi biaya ekuitas dan biaya utang. Penerapan *corporate governance* berarti dianggap mampu meningkatkan

pengawasan terhadap manajemen untuk mendorong pengambilan keputusan yang efektif, mencegah tindakan oportunistik yang tidak sesuai dengan kepentingan perusahaan, dan mengurangi asimetri informasi antara pihak manajemen, *shareholder*, dan kreditur.

2. Kepemilikan keluarga terbukti memiliki pengaruh signifikan positif terhadap biaya ekuitas perusahaan. Hal ini dapat disebabkan karena dalam perusahaan dengan kepemilikan keluarga muncul *agency problem* lain, yaitu antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Risiko informasi menjadi lebih besar ketika pemegang saham mayoritas memiliki kontrol di dalam perusahaan. Oleh karena itu, *return* yang diinginkan oleh investor menjadi lebih tinggi dan meningkatkan biaya ekuitas perusahaan. Namun, di sisi lain, kepemilikan keluarga tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya utang. Hal ini mungkin disebabkan karena *agency problem* antara manajer dan pemegang saham dapat berkurang pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga, meskipun terjadi *agency problem* antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. *Agency problem* antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas yang umumnya terjadi dalam perusahaan dengan kepemilikan keluarga memberikan risiko yang lebih besar kepada investor dibandingkan kreditur sehingga cenderung mempengaruhi keputusan pemegang saham atau calon investor dan tidak terlalu mempengaruhi keputusan kreditur.
3. Kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap biaya ekuitas. Hal ini dapat disebabkan karena mayoritas jenis perusahaan publik di Indonesia masih merupakan perusahaan milik keluarga sehingga adanya *monitoring* oleh pihak institusional cenderung tidak mempengaruhi keputusan investor dalam menentukan biaya ekuitas perusahaan. Namun, kepemilikan institusional terbukti berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya utang. Dalam hal ini, pihak institusional, yang

umumnya juga berperan sebagai fidusiari, dianggap memiliki persepsi yang sama dengan pihak kreditur dan memiliki insentif yang lebih besar untuk melakukan *monitoring* terhadap tindakan manajemen sehingga dapat mengurangi risiko perusahaan dan risiko yang akan ditanggung oleh kreditur.

Terdapat beberapa keterbatasan penelitian ini. Yang pertama sampel yang digunakan dalam penelitian ini belum mencakup seluruh perusahaan dan industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) serta hanya meliputi 3 tahun periode penelitian. Oleh karena itu, generalisasi kesimpulan dalam hasil penelitian ini perlu dilakukan dengan hati-hati. Penelitian berikutnya dapat menambah sampel penelitian dengan memasukkan industri-industri lain yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan memperpanjang periode penelitian.

Keterbatasan kedua adalah *Corporate Governance Index* yang digunakan dalam penelitian ini hanya meliputi tahun 2007 dan 2008 karena adanya keterbatasan data dari IICD.

Ketiga, metode yang digunakan untuk mengukur biaya ekuitas dalam penelitian ini adalah CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) dimana metode ini mempunyai banyak kelemahan, terutama karena kondisi pasar modal Indonesia yang belum tentu efisien. Penelitian berikutnya dapat menggunakan proksi lain yang lebih tepat untuk mengukur biaya ekuitas perusahaan, misalnya dengan menggunakan *dividen growth model* atau *residual income model*

Keempat, metode yang digunakan untuk mengukur biaya utang dalam penelitian ini adalah *weighted average* yang disebabkan karena keterbatasan data lain yang dapat digunakan, seperti tingkat suku bunga obligasi. Di Indonesia, jumlah perusahaan yang menerbitkan obligasi masih sedikit sehingga data yang dapat digunakan pun sangat terbatas jika ingin menggunakan *yield to maturity* (YTM).

Terakhir adalah unsur *corporate governance* dalam penelitian ini hanya dilihat dari *Corporate Governance Index* yang diperoleh dari IICD, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan institusional sehingga mungkin belum mencerminkan keseluruhan praktek *corporate governance* yang diterapkan oleh perusahaan. Penelitian selanjutnya dapat menambah unsur-unsur *corporate governance* yang lain, seperti efektivitas dewan komisaris, efektivitas komite audit, dan lain sebagainya.

DAFTAR PUSTAKA

- Anderson, R.C., S.A. Mansi, dan D.M. Reeb. 2002. *Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt*. *Journal of Financial Economics*, 68 (May): 263-285.
- Anderson, R.C., Mansi S.A., dan Reeb D.M. 2003. *Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt*. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.
- Arifin, Z. 2003. *Masalah Agensi dan Mekanisme Kontrol pada Perusahaan dengan Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi yang Dikontrol Keluarga: Bukti dari Perusahaan Publik di Indonesia*. Disertasi Pascasarjana FEUI.
- Asbaugh, H., D.W. Collins, and, R. LaFond. 2004. *Corporate governance and the cost of equity capital*. Working paper, University of Wisconsin.
- Attig, N., O. Guedhami, and D. Mishra. 2008. *Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity*. *Journal of Corporate Finance* 14, 721–737.
- Ayub, M. 2008. *Pengaruh Family Ownership terhadap Cost of Debt*. Tesis FEUI.
- Bhojraj, S., dan Sengupta, P. 2003. *Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*. *Journal of Business*, 76 (3), 455-475.
- Boubakri, N. and H. Ghouma. 2010. *Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence*. *Journal of Banking and Finance* 34, 2481-2499.
- Brancato, C.K. 1997. *Institutional Investors and Corporate Governance*. USA: McGraw-Hill.
- Byun, H., L. Hwang, and S. Kwak. 2008. *The Implied Cost of Equity Capital and Corporate Governance Practices*. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 37, 139–184.
- Chen, Y.M. dan Jian J.Y. 2006. *The Impact of Information Disclosure and Transparency Rankings System (IDTRs) and Corporate Governance Structure on Interest Cost of Debt*. Working Paper, National Yunlin University of Science and Technology, Taiwan.
- Chen, K.C.W., Z.H. Chen, and K.C.J. Wei. 2009. *Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital*. Hong Kong University of Science and Technology.
- Claessens, S., S. Djankov, and L.H.P Lang.P. 2000. *The separation of ownership and control in East Asian corporations*. *Journal of Financial Economics* 58: 81–112.
- Collins, D. and H. Huang. 2010. *Management entrenchment and the cost pf equity capital*. *Journal of Business Research* 64, 356-362.
- Demsetz, H. and K., Lehn. 1985. *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*. *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.

- Derwall, J. and P. Verwijmeren. 2007. *Corporate Governance and the Cost of Equity Capital: Evidence from GMI's Governance Rating*. European Centre for Corporate Governance Research Note, RSM Erasmus University, The Netherlands.
- Dyck A., and L. Zingales. 2004. *Control Premiums and the Effectiveness of Corporate Governance Systems*. Journal of Applied Corporate Finance 16, 51-72.
- Elyasiani, E., J. Jia, and C.X. Mao. 2010. *Institutional ownership stability and the cost of debt*. Journal of Financial Markets 13, 475-500.
- Fabozzi, Frank J. 2007. *Bond Market, Analysis and Strategies*. Prentice-Hall, Inc. 4th edition.
- Fidyati, N. 2004. *Pengaruh mekanisme corporate governance terhadap earnings management pada perusahaan seasoned equity offering (SEO)*. Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi 2(1), 1-23.
- Francis, J.R., K.I. Khurana, and R. Pereira. 2005. *Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world*. The Accounting Review, 80(4), 1125-1162.
- Guedhami, O. dan D. Mishra. 2006. *Excess control, corporate governance, and implied cost of equity: An international evidence*. Canada: University of Newfoundland.
- Gunarsih, T. 2003. *Riset Empiris dalam Corporate Governance. Seminar sehari: Issues Application & Research In Corporate Governance dalam Rangka Launching Pusat Studi Corporate Governance*. FE UTY.
- Jensen, M.C. and W. Meckling. 1976. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure*. Journal of Financial Economics, 3: 305-360.
- Jensen, M. 1993. *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*. Journal of Finance 48: 831-880.
- Juniarti dan A. A. Sentosa. 2009. *Pengaruh Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure terhadap Biaya Utang (Cost of Debt)*. Jurnal Akuntansi Keuangan, Vol. 11, No. 2, November, 88-100.
- Koesnadi, R. 2010. *Pengaruh Tingkat Pengungkapan dan Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Pinjaman: Studi Empiris atas Emiten LQ45*. Tesis FEUI.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1998. *Corporate ownership around the world*. Journal of Finance 54: 471-518.
- Lease, R., J.McConnell, dan W. Mikkelson. 1984. *The market value of control in publicly traded corporations*. Journal of Financial Economics 11 (April): 439-471.
- Murni. 2003. *Pengaruh Luas Ungkapan Sukarela dan Asimetri Informasi terhadap Cost of Equity Capital pada Perusahaan Publik di Indonesia*. Simposium Nasional Akuntansi VI.
- Myers, Stewart C., 1977. *Determinants of corporate borrowing*. Journal of Financial Economics 5, 147-175.
- Newell, R., dan G. Wilson. 2002. *A premium for good governance*. The MCKinsey Quartely 3, 20-23.
- Piot, C., dan F.M. Piera. 2007. *Corporate Governance, Audit Quality, and The Cost of Debt Financing of French Listed Companies*. Working Paper <http://ssrn.com>.
- Riduan, Z. 2010. *Pengaruh Tingkat Pengungkapan Sukarela terhadap Cost of Equity Capital dengan Likuiditas Saham Sebagai Variabel Mediasi*. Skripsi FEUI.
- Roberts, G.S., dan L. Yuan. 2009. *Does Institutional Ownership Affect the Cost of Bank Borrowing?* Working Paper, York University.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny. 1997. *A survey of corporate governance*. Journal of Finance 52, 737-783.
- Shuto, A., dan N. Kitagawa. 2010. *The effect of managerial ownership on the cost of debt: Evidence from Japan*. RIEB Discussion Paper Series, Kobe University.
- Singgih, M.L. 2008. *Pengukuran kinerja perusahaan dengan metode economic value added*. Tesis Universitas ITS Surabaya.

- Stein, J.C. 1989. *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior*. Quarterly Journal of Economics 104(4): 655-69.
- Tjager, I.N., Alijoyo, F.A., Djemat, H.R., dan Soembodo, B. 2003. *Corporate governance: Tantangan dan kesempatan bagi komunitas bisnis Indonesia*. Jakarta: PT. Prenhallindo.
- Ujiyantho, Muh. Arief dan Bambang Agus Pramuka. 2007. *Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba, dan Kinerja Keuangan*. Simposium Nasional Akuntansi X.
- Villalonga, B. and R. Amit. 2005. *How do family ownership, control, and management affect firm value?* Journal of Financial Economics 80, 385-417.
- Yao, J.A and S.Y.J Sun. 2008. *Ownership Structure and Cost of Equity Capital in East Asian Corporations*. School of Accounting and Finance, The Hong Kong Polytechnic University.