

## MULTIPLE LARGE SHAREHOLDERS, KEPEMILIKAN KELUARGA, DAN PENGGUNAAN UTANG BANK

Ayu Widuri Sucipto, Windijarto  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga  
Jl. Airlangga 4 Surabaya 60286

Email: [ayu.widuri.sucipto-2016@feb.unair.ac.id](mailto:ayu.widuri.sucipto-2016@feb.unair.ac.id), [windijarto@feb.unair.ac.id](mailto:windijarto@feb.unair.ac.id)

**Abstract.** Debt choice decisions are determined by the company's ownership structure, either from the managerial ownership structure or shareholders. The role of shareholders is very crucial in the decision of debt choice both the amount of debt and the source of debt acquired that will be used by the company. Aim of this study is to test empirically that multiple large shareholders affect the debt choice, also it's moderation effect of family ownership in Indonesia. A sample of Indonesian non-financial firms listed on Indonesia Stock Exchange (IDX) for a period of 5 years (from 2014-2018) was selected. Ordinary least square regression is used as a research design. The results of this study show that multiple large shareholders has a positive effect to bank debt choice. Also it shows that family ownership weaken the positive effect of multiple large shareholders to bank debt choice. This study gives contribution to the literature on the firm ownership structure that determine the corporate bank debt choice on Indonesian non-financial firms.

**Keywords:** Multiple Large Shareholders, Family Ownership, Bank Debt, Tangibility, Size, Profitability, Tobins'Q

**Abstrak:** Keputusan pilihan hutang ditentukan oleh struktur kepemilikan perusahaan, baik dari struktur kependudukan manajerial atau pemegang saham. Peran pemegang saham sangat penting dalam keputusan memilih utang baik jumlah utang dan sumber utang yang diperoleh yang akan digunakan oleh perusahaan. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris bahwa beberapa pemegang saham besar mempengaruhi pilihan utang, juga efek moderasi dari kepemilikan keluarga di Indonesia. Sebuah sampel perusahaan non-finansial Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDX) selama periode 5 tahun (dari 2014-2018) dipilih. Regresi paling kecil biasa digunakan sebagai desain penelitian. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa beberapa pemegang saham besar memiliki efek positif pada pilihan utang bank. Ini juga menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga melemahkan efek positif dari beberapa pemegang saham besar terhadap pilihan utang bank. Studi ini memberikan kontribusi pada literatur tentang struktur kepemilikan perusahaan yang menentukan pilihan utang bank perusahaan pada perusahaan non-finansi Indonesia

**Kata kunci:** Multiple Large Shareholders, Properti Keluarga, Utang Bank, Tangibilitas, Ukuran, Keuntungannya, Tobins'Q

## Pendahuluan

Setiap perusahaan memerlukan sumber pendanaan dalam melakukan kegiatan usahanya. Sumber pendanaan perusahaan dapat diperoleh dari internal maupun eksternal. Secara internal perusahaan dapat memperoleh sumber pendanaan dari laba ditahan, sedangkan secara eksternal perusahaan dapat memperoleh sumber pendanaan dari utang dan ekuitas.

Utang merupakan kewajiban yang harus dibayar oleh perusahaan pada saat utang tersebut telah jatuh tempo. Seringkali utang dianggap suatu hal yang negatif. Namun, hal itu tidaklah demikian. Sudana (2015:168) menjelaskan bahwa terdapat empat pendekatan dalam teori struktur modal perusahaan. Salah satunya adalah pendekatan tradisional dimana pada pendekatan tradisional ini menyatakan bahwa terdapat struktur modal yang optimal dimana perusahaan bisa meningkatkan nilai total perusahaan dengan menggunakan jumlah utang (*leverage* keuangan) tertentu.

Indonesia merupakan negara berkembang dimana para pemegang saham minoritas di Indonesia memiliki perlindungan yang rendah. Berdasarkan data statistik di Bank Indonesia, penggunaan utang dalam perusahaan non keuangan yang go publik di Indonesia pada tahun 2014-2018 tercatat bahwa rata-rata penggunaan *loans* secara konsisten hampir dua kali lebih besar jika dibandingkan dengan *debt securities*.

Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan non keuangan go publik di Indonesia pada tahun 2014-2018 yang tercatat di Bank Indonesia lebih memilih untuk menggunakan *private debt* dibandingkan *public debt*. Bukti ini mengimplikasikan bahwa terdapat pertimbangan tertentu pada perusahaan non keuangan *go public* di Indonesia dalam memilih penggunaan utang bank dibandingkan utang publik.

Di Indonesia dapat dikatakan bahwa terdapat konflik yang tinggi antar para pemegang saham yang meliputi pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas (Putri, 2016). Adanya konflik ini membuat utang bank diperlukan sebagai salah satu upaya untuk melindungi kepentingan para pemegang saham minoritas. Hal itu karena bank memiliki akses informasi yang lebih dibandingkan pemberi pinjaman lainnya. Selain itu, bank juga memiliki *superior ability* untuk memberikan *punishment* bagi perusahaan peminjam melalui likuidasi atau renegosiasi dari ketentuan kontrak utang (Stiglitz dan Weiss, 1983; Fama, 1985; Rajan, 1992; Park, 2000). Oleh karena itu, adanya peran pemegang saham dalam keputusan pemilihan utang perlu diteliti.

Keputusan pemilihan utang ditentukan oleh struktur kepemilikan perusahaan, baik dari struktur kepemilikan manajerial maupun pemegang saham. Peran pemegang saham sangat penting dalam keputusan pemilihan utang baik besarnya utang maupun sumber perolehan utang yang akan digunakan oleh perusahaan. Tiap perusahaan memiliki pemegang saham dimana porsi kepemilikannya relatif lebih besar dibandingkan pemegang saham lainnya, yang demikian itu dalam perusahaan disebut pemegang saham mayoritas atau disebut *large shareholder*. *Large shareholder* juga dapat disebut sebagai *controlling shareholder/controlling owner*. Jika di dalam suatu perusahaan terdapat lebih dari satu *large shareholder* maka kondisi tersebut disebut sebagai *multiple large shareholders*

(MLS). Claessen *et al.* (2000) mendokumentasikan bahwa terdapat lebih dari 32% perusahaan di daerah Asia Timur memiliki setidaknya dua *large shareholders*.

Kekhawatiran yang disebabkan oleh adanya *agency problem* akibat *largest shareholder* yang dapat melakukan ekspropriasi sehingga merugikan para pemegang saham minoritas. Hal tersebut semakin mengkhawatirkan jika perusahaan tersebut berupa *family ownership*. Attig *et al.* (2008) menambahkan jika *controlling ownership* dan MLS merupakan keluarga, maka pasar mempersepsikan adanya risiko ekspropriasi yang lebih besar melalui koalisi. Namun Attig *et al.* (2009) saat hanya mempelajari sampel khusus di Asia Timur, menemukan bahwa perusahaan yang memiliki pemegang saham terbesar kedua yang merupakan keluarga dapat memitigasi risiko ekspropriasi pemegang saham minoritas. Berdasarkan penjelasan tersebut dapat dikatakan bahwa *family ownership* mungkin dapat memperkuat maupun memperlemah hubungan antar MLS dengan pemilihan utang.

## **Kajian Pustaka dan Pengembangan Hipotesis**

### ***Agency Theory***

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak dimana satu atau lebih orang (prinsipal) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen membuat keputusan yang terbaik bagi prinsipal. Jika kedua belah pihak tersebut mempunyai tujuan yang sama untuk memaksimalkan nilai perusahaan, maka diyakini agen akan bertindak dengan cara yang sesuai dengan kepentingan prinsipal.

Perspektif *agency theory* bermula dari adanya hubungan asimetri antara *owners* (pemilik) dan *management* (pengelola). Adakalanya terjadi konflik antar keduanya. Menurut Jensen dan Meckling (1976), *agency problem* terjadi apabila proporsi kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar memaksimalkan nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan.

Dengan adanya *agency problem* maka akan menimbulkan adanya *agency cost* sehingga diharapkan manajer dapat bertindak konsisten sesuai dengan yang dikehendaki pemegang saham.

Pada penelitian ini lebih mengarah pada konflik keagenan tipe 2 dimana konflik yang terjadi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Konflik tipe ini umumnya terjadi di negara-negara yang memiliki perlindungan hak investor yang lemah, memungkinkan para pemegang saham mayoritas dan juga pengendali dapat membuat kebijakan yang mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Claessens *et al.* (2002) dalam penelitiannya tentang *ownership* menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Asia termasuk Indonesia mempunyai struktur kepemilikan yang terkonsentrasi saat struktur kepemilikan perusahaan merupakan keluarga.

### **Pemilihan Utang**

Terdapat banyak hal yang menjadi dasar pertimbangan setiap perusahaan untuk menentukan keputusan pemilihan utangnya. Fama (1985) menyebutkan bahwa bank memiliki keunggulan komparatif dalam efisiensi pengawasan karena dapat memiliki akses informasi sebagai insider dibandingkan para pemegang utang publik. Akses yang superior untuk informasi membuat bank dapat mendeteksi adanya ekspropriasi atau aktivitas yang oportunistik dengan mengawasi para pemegang saham dan *insiders* perusahaan, karenanya untuk menghukum *offending borrowers* melalui likuidasi atau melalui renegosiasi (Park, 2000).

Lin *et al.* (2013) mendefinisikan utang publik merupakan jumlah dari *senior bonds and notes*, *subordinated bond and notes*, dan *commercial paper*, sedangkan utang bank didefinisikan sebagai jumlah dari utang berjangka dan kredit revolving. Penelitian ini menggunakan rasio dari pemilihan utang bank untuk menangkap kondisi ketergantungan perusahaan pada pendanaan utangnya, apakah memilih utang bank atau utang publik yang lebih besar.

### **Struktur Kepemilikan**

Struktur kepemilikan merupakan struktur kepemilikan saham adalah perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh pihak *insiders* dengan *outsiders*. Sudana (2011: 11) dalam bukunya mempertegas bahwa struktur kepemilikan merupakan pemisahan antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Pemilik atau pemegang saham merupakan pihak yang menanamkan modalnya dalam perusahaan atau dikenal dengan *outsiders*. Sedangkan manajer perusahaan merupakan pihak yang ditunjuk atau diberi kewenangan dalam mengelola perusahaan atau dikenal dengan *insiders*, dengan harapan manajer bertindak sesuai dengan keinginan pemilik.

Kang dan Sorensen (1999) menyatakan bahwa terdapat beberapa tipe kepemilikan dalam perusahaan. Terdapat perusahaan besar yang mana perusahaan tersebut didominasi atau dikontrol kepemilikannya oleh beberapa pemegang saham yang memiliki jumlah saham yang banyak dan biasanya memiliki kedudukan dalam perusahaan. Selain itu, terdapat perusahaan yang kepemilikannya dikontrol oleh keluarga tertentu.

### **Multiple Large Shareholders**

Didalam struktur kepemilikan saham perusahaan terdapat lebih dari satu pemegang saham dengan jumlah kepemilikan saham yang besar, yang disebut sebagai pemegang blok saham (*blockholder*). Kepemilikan beberapa blok saham oleh lebih dari satu investor ini disebut *multiple large shareholders* (MLS). Di Indonesia terdapat beberapa perusahaan publik yang dikendalikan oleh *blockholder* sehingga dimungkinkan terdapat individu atau kelompok yang mempunyai jumlah saham dominan dibandingkan manajemen perusahaan.

Adanya MLS dalam perusahaan menyebabkan meningkatnya pengawasan dari luar/eksternal (Maury dan Pajuste, 2005). Secara khusus, hal tersebut lebih sulit dan lebih kecil kemungkinan bagi pemegang saham pengendali untuk mengambil keuntungan pribadi saat terdapat *blockholders* lainnya. Memiliki *large owners* lain, maka akan

mengurangi keinginan untuk melakukan *tunneling* dari pemegang saham pengendali, selanjutnya akan mengurangi keinginannya untuk menghindari pengawasan bank.

Berdasarkan pada Peraturan Otoritas Jasa Keuangan nomor 57/POJK.04/2017 tentang Penerapan Tata Kelola perusahaan Efek yang melakukan kegiatan usaha sebagai penjamin emisi efek dan perantara pedagang efek, yang disebut sebagai pemegang saham pengendali adalah pihak yang secara langsung maupun tidak langsung memiliki saham paling sedikit 20% (dua puluh persen) dari saham yang dikeluarkan oleh satu Perusahaan Efek yang melakukan kegiatan usaha sebagai Penjamin Emisi Efek dan atau Perantara Pedagang Efek dan mempunyai hak suara.

### **Family Ownership**

Claessens *et al.* (2000) menyebutkan bahwa secara historis dan sosiologis perusahaan di Asia merupakan perusahaan yang dikontrol oleh keluarga. Meskipun beberapa dari perusahaan itu tumbuh dan berkembang dari perusahaan publik, namun kontrol dalam perusahaan cenderung lebih dikendalikan oleh keluarga. Perusahaan berbasis *family ownership* seringkali terjadi selisih kepentingan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Adanya selisih kepentingan ini terjadi karena pemegang saham mayoritas memiliki kontrol yang kuat dalam perusahaan. Jika keluarga sebagai pemegang saham mayoritas, mereka dapat menggunakan tingkat pengendalian atau kontrol yang dimiliki untuk memperoleh kepentingan pribadi pada beban yang ditanggung oleh pemegang saham minoritas.

Berdasarkan pada Peraturan Otoritas Jasa Keuangan nomor 57/POJK.04/2017 tentang Penerapan Tata Kelola perusahaan Efek yang melakukan kegiatan usaha sebagai penjamin emisi efek dan perantara pedagang efek, yang disebut sebagai pemegang saham pengendali adalah pihak yang secara langsung maupun tidak langsung memiliki saham paling sedikit 20% (dua puluh persen) dari saham yang dikeluarkan.

### **Tangibility**

*Tangibility* merupakan aset tetap perusahaan. Brigham dan Houston (2019) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki aset tetap berwujud yang cukup memadai cenderung digunakan sebagai jaminan pinjaman atas hutangnya.

*Tangible asset* diberikan sebagai jaminan seandainya perusahaan berada dalam keadaan sulit atau terjadi kesulitan keuangan karena besarnya nilai *tangible asset* lebih besar jika dibandingkan dengan nilai aset lancar perusahaan. Perusahaan yang memiliki struktur aktiva tetap lebih besar menunjukkan perusahaan memiliki kondisi manajemen yang baik sehingga ketergantungan pada pengawasan dari bank menjadi lebih sedikit (Lin *et al.*, 2013).

### **Size**

Besar kecilnya ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai proksi untuk melihat adanya asimetris informasi dalam perusahaan (Al-Najjar, 2013). Ukuran perusahaan dapat dijadikan sebagai salah satu variabel untuk menggambarkan tingkat kesulitan keuangan,

umur perusahaan, maupun risiko perusahaan yang merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi pemilihan utang perusahaan.

Ukuran perusahaan (*size*) merupakan skala perusahaan yang dipakai untuk mencerminkan besar kecilnya perusahaan yang didasarkan kepada total aset perusahaan (Veronica dan Utama, 2005). Perusahaan yang lebih kecil semakin memerlukan peran bank untuk membantu pengawasan di perusahaan (Lin *et al.*, 2013; Boubaker *et al.*, 2017).

### **Profitability**

Ross *et al.* (2013: 54) menyebutkan rasio profitabilitas digunakan untuk mengukur seberapa efisien sebuah perusahaan dalam memanfaatkan asset-asetnya dan seberapa efisien perusahaan tersebut dalam mengelola kegiatan operasinya. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka perusahaan dinilai sebagai perusahaan yang sehat dan mempunyai kelangsungan hidup yang lebih terjamin.

Lin *et al.* (2013) dan Hovakimian (2001) mengukur *profitability* dengan menggunakan rasio *return on asset* (ROA). ROA merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan total aktiva yang ada dan setelah biaya-biaya modal (biaya yang digunakan untuk mendanai aktiva) dikeluarkan. Semakin besar tingkat keuntungan perusahaan cenderung mengurangi ketergantungan perusahaan menggunakan utang termasuk utang bank (Lin *et al.*, 2013). Semakin besar *return on asset* (ROA), maka semakin besar pula tingkat keuntungan dan posisi perusahaan tersebut dari segi penggunaan asetnya, dan sebaliknya.

### **Tobins'Q**

Fiakas (2005) menyatakan *Tobin's Q* adalah perbandingan nilai kapitalisasi pasar perusahaan dan nilai buku utang terhadap nilai buku aset. Dengan kata lain, *Tobin's Q* merupakan salah satu indikator ukuran kinerja perusahaan dari perspektif investasi dengan membandingkan dua penilaian aset yang sama. *Tobin's Q* berfungsi sebagai proksi dari nilai perusahaan jika dilihat dari perspektif para investor.

Nilai perusahaan yang tinggi membuat perusahaan mengurangi penggunaan utang bank (Lin *et al.*, 2013; Boubaker *et al.*, 2017). *Tobin's Q* diukur dengan membagi jumlah nilai pasar dari saham dan nilai buku perusahaan dengan nilai buku aset (Boubaker *et al.*, 2017).

### **Hipotesis**

Berdasarkan kajian empiris yang telah diuraikan diatas, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: *Multiple large shareholders* berpengaruh terhadap pemilihan utang bank

H<sub>2</sub>: *Family ownership* memoderasi pengaruh *multiple large shareholders* terhadap pemilihan utang bank.

### **Metode Penelitian**

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu seluruh perusahaan non keuangan di Indonesia yang terdaftar di BEI. Kami menggunakan data sekunder dari perusahaan yang laporan keuangannya dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia pada periode 2014-2018. Penelitian ini juga menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI pada periode 2014-2018; perusahaan yang laporan keuangannya mempunyai tahun buku yang berakhir per 31 Desember; dan perusahaan yang menyajikan laporan keuangan menggunakan mata uang Rupiah Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini menggunakan analisis model regresi berganda atau *ordinary least square* (OLS).

Model regresi panel dalam penelitian kami bagi menjadi dua. Pertama merupakan model yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh *multiple large shareholders* dan pemilihan utang dengan variabel kontrol *leverage*, *tangibility*, *size*, *profitability*, dan *tobin's q*.

Model 1:

$$BDEBT_{i,t} = \alpha + \beta_1MLS_{i,t} + \beta_2TANG_{i,t} + \beta_3SIZE_{i,t} + \beta_4PROF_{i,t} + \beta_5TOBINSQ_{i,t} + \varepsilon$$

Kedua merupakan model yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh *multiple large shareholders* terhadap pemilihan utang yang dimoderasi oleh *family ownership* serta dengan variabel kontrol *size*, *tangibility*, *profitability*, dan *tobin's q*.

Model 2:

$$BDEBT_{i,t} = \alpha + \beta_1MLS_{i,t} + \beta_2FAML_{i,t} + \beta_3MLS_{i,t} * FAML_{i,t} + \beta_4TANG_{i,t} + \beta_5SIZE_{i,t} + \beta_6PROF_{i,t} + \beta_7TOBINSQ_{i,t} + \varepsilon$$

Kami menggunakan rasio *bank debt* sebagai proxy untuk mengetahui kondisi ketergantungan perusahaan pada pendanaan utangnya. Lin *et al.* (2013) menghitung rasio *bank debt* dengan menghitung jumlah dari utang berjangka dan kredit revolving dengan keseluruhan utang perusahaan. Kepemilikan beberapa blok saham oleh lebih dari satu investor ini disebut *multiple large shareholders* (MLS). Penelitian ini menggunakan MLS sebagai variabel dummy dimana perhitungannya adalah bernilai satu jika perusahaan memiliki setidaknya satu *owner* selain *controlling owner/largest owner* yang memiliki *voting rights* sebesar 20% saham dari total saham perusahaan, dan nol jika sebaliknya. Pengukuran variabel *family ownership* didefinisikan sebagai variabel dummy dimana bernilai satu jika *largest shareholder* adalah individu yang memiliki saham minimal 20% dan atau pemegang saham pengendali merupakan keluarga baik secara langsung maupun tidak langsung dengan jumlah kepemilikan saham minimal 20% dalam perusahaan dan nol jika tidak.

*Tangibility* merupakan aset tetap perusahaan. Lin *et al.* (2013) mengukur besarnya *tangibility* dengan menghitung jumlah dari properti bersih, *plant*, dan perlengkapan dibagi dengan total aset. Ukuran perusahaan (*size*) merupakan skala perusahaan yang dipakai

untuk mencerminkan besar kecilnya perusahaan yang didasarkan kepada total aset perusahaan (Veronica dan Utama, 2005). Beberapa peneliti juga menggunakan total aset dalam penentuan besar kecilnya perusahaan dengan menghitung Ln dari total aset perusahaan (Lin *et al.*, 2013). ROA merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan total aktiva yang ada dan setelah biaya-biaya modal (biaya yang digunakan untuk mendanai aktiva) dikeluarkan. Brigham dan Houston (2019: 119) menghitung ROA dengan membagi *net income* dengan total asset. *Tobin's q* merupakan salah satu indikator ukuran kinerja perusahaan dari perspektif investasi dengan membandingkan dua penilaian aset yang sama. *Tobin's q berfungsi sebagai proksi dari nilai perusahaan jika dilihat dari perspektif para investor.* Fiakas (2005) menyatakan *tobin's q* adalah perbandingan nilai kapitalisasi pasar perusahaan dan nilai buku utang terhadap nilai buku aset. *Tobin's q* diukur dengan membagi jumlah nilai pasar dari saham dan nilai buku perusahaan dengan nilai buku aset (Boubaker *et al.*, 2017).

## Hasil dan Pembahasan

### Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif disajikan pada tabel 1. yang melihat nilai minimum, maksimum, rata-rata dan standar deviasi. Penelitian ini memiliki nilai observasi sebanyak 1475 observasi meliputi perusahaan non-keuangan di Indonesia yang terdaftar di BEI tahun 2014-2018. Nilai rata-rata dan maksimum dari BDEBT adalah 0,31 dan 0,99. Variabel independen MLS menunjukkan bahwa hanya sekitar 25% sampel yang memiliki struktur kepemilikan saham dengan dua atau lebih pemegang saham di atas 20%. FAML menunjukkan bahwa terdapat 88% perusahaan yang dikontrol oleh keluarga di dalam sampel. Variabel-variabel kontrol yang diuji dalam modal memiliki nilai *range* antara min dan max yang cukup besar pada variabel TANG, SIZE, PROF, dan TOBINSQ jika dibandingkan dengan nilai rata-ratanya.

**Tabel 1. Statistik Deskriptif**

Variable s	N	Min	Max	Mean	Std. Dev
BDEBT	147	0,00	0,99	0,31	0,26
MLS	5	0	1	0,25	0,43
FAML	147	0	1	0,88	0,32
TANG	5	0,00	2,81	0,30	0,25
SIZE	147	22,67	33,2	28,38	1,72
PROF	5	-	0	0,15	0,42
TOBINS Q	147	10,89	2,19	2,24	4,38
	5		70,8		
	147		7		
	5				

	147				
	5				
	147				
	5				

Sumber: Data Sekunder Diolah

Tabel 2 menyajikan tabel korelasi antar seluruh variabel independen yang digunakan dalam model. Variabel independen, moderasi dan kontrol untuk menguji pengaruhnya terhadap pemilihan utang tidak memiliki korelasi antar variabelnya, semua hubungan antar variabel menunjukkan angka yang rendah dan di bawah 0,8.

**Tabel 2. Matriks Korelasi Pearson**

	SZ	LEV	PROF	DIV	CAPEX	CF
SZ	1	-0,028	0,217	0,397	0,201	-0,077
LEV		1	-0,092	-0,207	0,244	-0,317
PROF			1	0,435	0,023	-0,149
DIV				1	-0,065	-0,039
CAPEX					1	-0,37
CF						1

Sumber: Data Sekunder Diolah

Tabel 3 menyajikan hasil regresi linear berganda menggunakan SPSS 24 dari model penelitian untuk menguji pengaruh efek sebelum dan sesudah moderasi variable independen dan variable kontrol yang diduga berpengaruh terhadap pemilihan utang bank perusahaan.

**Tabel 3. Hasil Analisis Regresi**

Variabel	BDEBT	Sig.	BDEBT	Sig.
Constant	-0,076	0,502	-0,121	0,307
MLS	0,090***	0,000	0,283***	0,002
FAML			0,031	0,159
MLS*FAML			-0,201**	0,034
TANG	0,148***	0,000	0,146***	0,000
SIZE	0,011***	0,004	0,012***	0,002
PROF	-0,048***	0,003	-0,041***	0,003
TOBINSQ	-0,004***	0,014	-0,003***	0,022
	R <sup>2</sup> : 0,056		R <sup>2</sup> : 0,060	
	F Hitung : 17,475		F Hitung : 13,280	
	Sig F : 0,000		Sig F : 0,000	

Keterangan: \*\* signifikan pada 5% level

\*\*\* signifikan pada 1% level

## Sumber: Data Sekunder Diolah

Hasil pada tabel 3 pada kolom kedua menunjukkan hasil analisis regresi untuk efek sebelum moderasi pada model 1. Variabel independen *multiple large shareholders* menunjukkan nilai koefisien 0,090 bahwa terdapat pengaruh positif signifikan terhadap pemilihan utang bank perusahaan pada level 1%. Adanya MLS dalam perusahaan menyebabkan pemilihan utang bank dalam perusahaan semakin tinggi. Hal ini juga sesuai pada tabel 3 kolom keempat yaitu hasil regresi untuk efek setelah moderasi pada model 2. Variabel *multiple large shareholders* menunjukkan nilai koefisien 0,281 bahwa terdapat pengaruh positif signifikan terhadap pemilihan utang bank perusahaan pada level 1%.

MLS dalam perusahaan akan mengakibatkan meningkatnya pengawasan dari luar/eksternal (Maury dan Pajuste, 2005). Secara khusus, hal tersebut lebih sulit dan lebih kecil kemungkinan bagi pemegang saham pengendali untuk mengambil keuntungan pribadi saat terdapat *blockholders* lainnya. Memiliki *large owners* lain, maka akan mengurangi keinginan untuk melakukan *tunneling* dari pemegang saham pengendali, selanjutnya akan mengurangi keinginannya untuk menghindari pengawasan bank. Dengan adanya MLS diharapkan bahwa *largest shareholder* tersebut lebih terawasi sehingga penggunaan utang bank menjadi hal yang lebih menarik untuk membantu kepentingan pemegang saham minoritas lainnya.

Hasil pada tabel 3 pada kolom keempat menunjukkan hasil analisis regresi untuk efek setelah moderasi pada model 3. Variabel kepemilikan keluarga (FAML) menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh terhadap pemilihan utang bank perusahaan (BDEBT). Untuk variabel pemoderasi  $MLS \times FAML$  menunjukkan nilai koefisien -0,198 bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan pada level 5% terhadap pemilihan utang bank perusahaan. Variabel kepemilikan keluarga (FAML) dapat dikatakan sebagai variabel *pure moderation*, karena secara independen tidak berpengaruh melainkan berperan sebagai pemoderasi.

Leaven dan Levine (2009), Maury dan Pajuste (2005), Attig *et al.* (2013), menyatakan bahwa *multiple large shareholders* memiliki peran penting dalam tata kelola perusahaan yang beroperasi di lingkungan dengan kekuatan hukum yang rendah, dimana MLS secara efisien turut mengawasi dan mengurangi terjadinya ekspropriasi untuk keuntungan pribadi. Boubaker (2017) menyatakan bahwa saat perusahaan memiliki MLS maka mereka saling melakukan pengawasan sehingga lebih memilih keterlibatan pihak eksternal yaitu bank yang menyebabkan tingginya tingkat utang bank yang digunakan. Perusahaan yang dikontrol oleh keluarga akan memperkuat insentif untuk menghindari pengawasan yang dilakukan oleh bank (Lin *et al.*, 2013). Jika perusahaan dikontrol keluarga, dorongan untuk *tunneling* terjadi karena kontrol tidak terlemahkan antara banyak investor yang tidak terkait (Villalonga dan Amit, 2006).

Kekhawatiran terjadinya ekspropriasi yang disebabkan oleh adanya *agency problem* oleh *largest shareholder* yang dapat melakukan ekspropriasi sehingga merugikan pemegang saham minoritas. Hal tersebut semakin mengkhawatirkan jika perusahaan tersebut berupa *family ownership*. Attig *et al.* (2008) menambahkan jika *controlling ownership* dan MLS merupakan keluarga, maka pasar mempersepsikan adanya risiko

ekspropriasi yang lebih besar melalui koalisi yang menghasilkan tingginya biaya modal ekuitas. Hal ini berarti bahwa kepemilikan keluarga (*family ownership*) memperlemah hubungan positif antara *multiple large shareholders* terhadap pemilihan utang bank. Meskipun MLS berperan dalam pengawasan terhadap ekspropriasi yang terdapat dalam perusahaan yang menyebabkan tingginya pemilihan utang bank dalam rangka melindungi kepentingan para pemegang saham minoritas, tetapi saat perusahaan tersebut dikontrol oleh suatu keluarga, maka pengaruh positif tersebut akan menjadi melemah.

Berdasarkan hasil uji regresi pada model 1 dan 2, variabel kontrol yaitu tangibilitas (TANG) berpengaruh positif signifikan terhadap pemilihan utang bank. Berbeda dengan hasil penelitian Lin *et al.* (2013), hal ini berarti perusahaan besar di Indonesia yang memiliki kolateral lebih tinggi dapat menerbitkan utang bank yang lebih tinggi. Variabel ukuran perusahaan (SIZE) pada model 1 dan 2 berpengaruh positif signifikan terhadap pemilihan utang bank. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Lin *et al.* (2013) dan Boubaker (2017), berarti di Indonesia perusahaan besar dapat mendapatkan pendanaan utang dari Bank yang lebih besar. Variabel profitabilitas perusahaan (PROF) pada model 1 dan 2 berpengaruh negatif signifikan terhadap pemilihan utang bank. Hasil penelitian ini sejalan dengan Lin *et al.* (2013), menyatakan bahwa semakin besar tingkat keuntungan perusahaan akan mengurangi ketergantungan perusahaan menggunakan utang termasuk utang bank. Variabel nilai perusahaan (TOBINSQ) pada model 1 dan 2 berpengaruh negatif signifikan terhadap pemilihan utang bank. Hasil penelitian ini sejalan dengan Lin *et al.* (2013) dan Boubaker *et al.* (2017), bahwa nilai perusahaan yang tinggi membuat perusahaan mengurangi penggunaan utang bank.

## Kesimpulan

Bank memiliki keuntungan komparatif yang signifikan dalam efisiensi pengawasan dalam hal untuk mengakses ke informasi private atau informasi internal perusahaan sebagai *insiders* dibandingkan para pemegang utang publik (Fama, 1985). Bank dikatakan lebih efektif dalam mengawasi dibanding para pemegang obligasi dalam menghalangi potensi aktivitas-aktivitas untuk kepentingan pribadi pihak tertentu karena bank memiliki kombinasi dari *concentrated holdings*, *credible threats*, dan akses superior pada informasi. Perusahaan yang memiliki kebutuhan pengawasan lebih tinggi untuk melindungi hak para pemegang saham minoritas akan lebih meminjam melalui bank.

Peran bank diperlukan sebagai pihak eksternal yang dapat mengawasi perusahaan dalam melakukan kegiatan bisnisnya. Peran bank akan dilibatkan melalui pemilihan utang yang tinggi oleh perusahaan, terutama saat perusahaan tersebut memiliki struktur kepemilikan berbentuk *multiple large shareholders*. Adanya MLS akan mendorong perusahaan untuk menggunakan utang bank lebih tinggi dalam komposisi utangnya dibandingkan menerbitkan utang publik (Boubaker, 2017).

Berdasarkan hasil temuan ini, bahwa variabel kepemilikan keluarga berperan sebagai *pure moderation*, dimana perusahaan keluarga memperlemah pengaruh antara *multiple large shareholders* terhadap pemilihan utang bank perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa meski MLS berperan sebagai pendorong perusahaan untuk saling

mengawasi *largest shareholders* untuk tidak melakukan aktivitas *tunnelling* ataupun ekspropriasi, namun jika perusahaan tersebut dikontrol oleh keluarga maka pengaruh positif tersebut akan semakin melemah.

Hasil penelitian ini menunjukkan nilai  $R^2$  sebesar 5,6% pada model 1 dan 6,0% pada model 2 yang berarti bahwa masing-masing dalam model, variabel-variabel yang digunakan masih belum mampu menjelaskan variabel dependennya. Tetapi masih ada variabel-variabel lain di luar model yang mempengaruhi pemilihan utang perusahaan, diharapkan pada penelitian selanjutnya dapat mengkaji lebih dalam perihal struktur kepemilikan perusahaan lainnya dalam isu penentuan keterlibatan peran bank dalam pengawasan kegiatan operasional perusahaan.

### Daftar Pustaka

- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International business review*, 22(1), 77-88.
- Attig, N., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2009). Do multiple large shareholders play a corporate governance role? Evidence from East Asia. *Journal of Financial Research*, 32(4), 395-422.
- Attig, N., Guedhami, O., & Mishra, D. (2008). Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 721-737.
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Rizeanu, S. (2013). The governance role of multiple large shareholders: evidence from the valuation of cash holdings. *Journal of Management & Governance*, 17(2), 419-451.
- Boubaker, S., Rouatbi, W., & Saffar, W. (2017). The role of multiple large shareholders in the choice of debt source. *Financial Management*, 46(1), 241-274.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15 ed.). Cengage Learning.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Claessens, S., & Fan, J. P. (2002). Corporate governance in Asia: A survey. *International Review of finance*, 3(2), 71-103.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Fama, E. F. (1985). What's different about banks?. *Journal of monetary economics*, 15(1), 29-39.
- Fiakas, D. (2005). Tobin'sq: Valuing Small Capitalization Companies. *Crystal Equity Research*.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 36(1), 1-24.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

- Kang, D. L., & Sørensen, A. B. (1999). Ownership organization and firm performance. *Annual review of sociology*, 25(1), 121-144.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., & Xuan, Y. (2013). Corporate ownership structure and the choice between bank debt and public debt. *Journal of Financial Economics*, 109(2), 517-534.
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813-1834.
- Putri, A. K. (2016). Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan terhadap Return Saham. *Arthavidya*, 18(2), 1–20.
- Park, C. (2000). Monitoring and structure of debt contracts. *The Journal of Finance*, 55(5), 2157-2195.
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *The Journal of finance*, 47(4), 1367-1400.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J.F., Roberts, G.S. (2013). *Corporate Finance* (7 ed.). Canada: McGraw-Hill Irwin.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1983). Alternative approaches to analyzing markets with asymmetric information: reply.
- Sudana, I Made. (2015). *Teori & Praktik Manajemen Keuangan perusahaan* (2 ed.). Jakarta: Erlangga.
- Veronica, S., & Utama, S. (2005). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek. *Corporate Governance*.
- POJK Nomor 57/POJK.04/2017 tentang Penerapan Tata Kelola perusahaan Efek.