

PINJAMAN KORPORASI: BANK KOMERSIAL DAN BANK INVESTASI

Sari Gondokusumo

Fakultas Ekonomi, Universitas Surabaya, email: sari_gondo@yahoo.com

Liliana Inggrit Wijaya

Fakultas Ekonomi, Universitas Surabaya, email: liliana_inggrit@yahoo.com

Abstract

The increasing of fund had followed the investment bank growth between 1990-1997. Different type of institution also has different loan pricing between commercial bank and investment bank. Basically their differences depend on several factors like these: sources of fund, government rules, borrower's relationship, market share, and accounting principles. The aims of this research purpose are testing the differences loan pricing between commercial bank and investment bank before crises period. Variables use in this research is types of bank institution, loan duration, loan amount, collateral, and listing Borrowers Company. Controlling variables are industry and term of loan contract. The testing is also for the level of asymmetry information by listed and non-listed borrowers, versus foreign and domestic lenders. For statistic inferential test is using by Ordinary Least Squares regression with white correction heteroscedasticity. Data collection comes from Dealscan database support by LPC (Loan Pricing Corporation). Meanwhile, the data sampling are before crises start from 1990 until 1997. Finally this research result has proven there are any differences between commercial bank and investment bank borrowing. Therefore, commercial bank more focus on lender come from and investment bank more serious attention to borrower's types. The commercial bank get better than investment bank, even both of them still only look at the general factors, for instance; maturity, collateral, and borrowing types .

Keywords: bank, investasi, pinjaman, informasi asimetri

Abstrak

Peningkatan kebutuhan pendanaan pada 1990-1997 diiringi dengan pertumbuhan bankir investasi. Perbedaan jenis institusi keuangan berdampak pada perbedaan penetapan harga utang antara bank komersial dengan bankir investasi. Pada prinsipnya perbedaan tersebut ditentukan oleh beberapa faktor: sumber dana, regulasi pemerintah, hubungan dengan peminjam dana, pangsa pasar, dan prinsip-prinsip akuntansi. Tujuan penelitian ini adalah melakukan pengujian terhadap perbedaan penetapan harga utang antara bank komersial dengan bankir investasi sebelum periode krisis ekonomi. Variabel penelitian adalah jenis lembaga perbankan, durasi pinjaman, jumlah pinjaman, jaminan dan perusahaan peminjam yang terdaftar di bursa efek. Variabel kontrol adalah jenis industri dan jangka waktu kontrak pinjaman. Pengujian ini juga untuk mengetahui derajat informasi asimetri antara perusahaan yang meminjam terdaftar dan tidak terdaftar dengan perusahaan yang meminjamkan dalam dan luar negeri. Untuk uji statistik inferensial menggunakan *Ordinary Least Squares*

regression with white correction heteroscedasticity. Sumber data berasal dari *Dealscan database* yang di-support oleh LPC (*Loan Pricing Corporation*), sampel penelitian adalah periode sebelum krisis antara 1990 sampai 1997. Hasil riset membuktikan adanya perbedaan penilaian harga pinjaman korporasi antara bank komersial dengan bankir investasi. Jadi bank komersial lebih terfokus pada lembaga yang meminjamkan, sedangkan bankir investasi perhatiannya lebih pada jenis peminjam. Bank komersial lebih baik dibandingkan bankir investasi, meskipun keduanya masih sebatas melihat hanya pada faktor-faktor umum, seperti jatuh tempo, jaminan, dan jenis pinjaman.

Kata kunci: bank, investasi, pinjaman, informasi asimetri

1. Latar Belakang

Struktur modal merupakan bidang putusan keuangan yang kompleks. Tujuan memaksimalkan kekayaan pemilik menyebabkan manajer keuangan harus dapat menilai struktur modal badan usaha dan memahami hubungannya dengan risiko, tingkat hasil dan nilai. Putusan keuangan yang tepat dapat mengurangi biaya modal dan meningkatkan nilai badan usaha.

Modal pinjaman terdiri dari semua pinjaman jangka panjang yang diperoleh, sedangkan modal sendiri berasal dari dana jangka panjang pemilik badan usaha. Modal pinjaman jangka panjang merupakan salah satu bentuk penting dari pembiayaan jangka panjang. Pembiayaan jangka panjang diperoleh dalam bentuk pinjaman berjangka (*term loan*) dan *line credit* melalui negosiasi dengan lembaga keuangan atau penjualan obligasi (Sundjaja, 2001). Lembaga keuangan adalah badan usaha yang bergerak di bidang keuangan, antara lain menghimpun dan menyalurkan dana, atau jasa-jasa keuangan lainnya (Kasmir, 1998). Lembaga keuangan yang memberikan pinjaman jangka panjang dibedakan menjadi dua institusi, yaitu bank umum (lembaga keuangan bank) dan bank investasi (lembaga keuangan bukan bank). Bank investasi, terdiri dari pasar modal (*underwriter*), pasar uang, pasar valas, koperasi simpan pinjam, pegadaian, *leasing*, asuransi, anjak piutang, modal ventura, dan dana pensiun (Kasmir, 1998). Berdasarkan kamus perbankan dan UU no 14 tahun 1967 ss3, disebutkan bahwa *commercial bank* merupakan bank yang dalam pengumpulan dananya terutama menerima simpanan dalam bentuk giro dan deposito. Dalam kamus perbankan disebutkan bahwa *investment bank* merupakan bank yang memberikan pelayanan modal tetap jangka panjang untuk industri, sebagai penggantian untuk pengambilalihan saham badan usaha-badan usaha yang meminjam dari bank tersebut sehingga dapat mempengaruhi dan mengawasinya. *Investment bank* memperoleh dana dari pasar modal.

Pada awal perkembangannya, jumlah *investment bank* di Indonesia hanya ada dua. Berdasarkan data *Indonesian Financial Profile* 1998, sampai dengan 1997, terdapat 252 *investment bank* yang ada di Indonesia. Perkembangan pendanaan yang berasal dari *investment bank* meningkat dari tahun ke tahun. Pada 1992, persentase pendanaan yang dilakukan oleh *investment bank* adalah sebesar 18,90% dari total dana. Pada 1996, pendanaan yang dilakukan oleh *investment bank* terhadap total dana pinjaman meningkat hampir 50 %, yaitu

menjadi 34,34%. Adanya jenis institusi yang berbeda menimbulkan penentuan pinjaman (*loan pricing*) yang berbeda pula. Perbedaan penentuan pinjaman antara *investment bank* dan *commercial bank* menurut Harjoto, Mullineaux, dan Yi (2002) adalah: a) sumber pendanaan; b) peraturan pemerintah; c) hubungan dengan *borrowers*; d) pangsa pasar; e) peraturan akuntansi. Perbedaan tersebut berdampak pada penentuan harga pinjaman, dimana secara umum dilakukan berdasarkan pengukuran risiko (*risk assessment*). Pengukuran risiko yang tidak baik akan mengakibatkan adanya *loan mispricing*. *Mispricing* menyebabkan *lender* tidak dapat membedakan antara *borrowers* baik (*low-risk*) dengan *borrowers* buruk (*high-risk*). Adanya *mispricing* menyebabkan bank kehilangan *borrowers* yang sebenarnya berisiko rendah dan layak mendapatkan pinjaman. Akibatnya dana tidak dapat dialokasikan secara produktif dan efisien.

Atmojo (2004) melakukan penelitian penentuan harga pinjaman pada korporasi Indonesia, dengan membandingkan pengukuran risiko dan penentuan harga pinjaman yang dilakukan oleh *domestic lenders* (Indonesia) dan *foreign lenders* (di luar Indonesia). Atmojo juga mengkategorikan pinjaman korporasi berdasarkan *non listed* dan *listed borrowers*. Penelitian tersebut mempertimbangkan adanya tingkat asimetris informasi yang berbeda pada *foreign* dan *domestic lenders* serta *listed* dan *non listed borrowers*. Banyak juga penelitian-penelitian yang mempertimbangkan adanya tingkat asimetris informasi yang berbeda untuk pinjaman yang dilakukan oleh *commercial bank* dan *investment bank*. Salah satunya adalah penelitian Harjoto, Mullineaux, dan Yi (2002). Namun demikian, belum ada penelitian yang mengkategorikan pinjaman korporasi di Indonesia berdasarkan *lenders* yang merupakan *commercial* dan *investment bank*.

Tujuan utama penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah selama periode sebelum krisis, pinjaman korporasi antara *commercial* dan *investment bank* di Indonesia telah dinilai harganya secara wajar dengan memperhatikan tingkat risikonya pada saat periode sebelum krisis tahun 1992 – bulan Juni 1997. Selanjutnya penelitian ini untuk mengetahui adanya perbedaan penentuan harga pinjaman korporasi jika *borrowers* dibedakan berdasarkan jenisnya, yaitu yang tercatat (*listed*) dan yang tidak tercatat (*non listed*) dan *lenders*, berdasarkan asalnya, yaitu *lenders* yang berasal dari Indonesia (*domestic*) dan *lenders* yang berasal dari luar negeri (*foreign*).

2. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Bank merupakan suatu lembaga keuangan yang mempunyai fungsi menyalurkan dana dari pihak yang kelebihan dana (*depositor / investor*) kepada pihak yang membutuhkan (*borrower/emiten*). Secara institusi, bank dikelompokkan menjadi *commercial bank* dan *investment bank*. Menurut Coyle (2002) dan Sundjaja (2001), terkait dengan sumber dananya, *commercial bank* lebih berfokus pada penyaluran uang melalui deposito, *investment bank* pasar modal.

Jenis institusi yang berbeda menimbulkan penentuan pinjaman (*loan pricing*) yang berbeda pula. Beberapa penyebab perbedaan penentuan pinjaman antara *investment bank* dan *commercial bank* menurut Harjoto, Mullineaux, dan

Yi (2002) adalah: a) sumber pendanaan; b) peraturan pemerintah; c) hubungan dengan *borrowers*; d) pangsa pasar; dan e) peraturan akuntansi.

2.1. Sumber Pendanaan

Thomas (1999) mengatakan bahwa sumber dana *commercial bank* berasal dari bank itu sendiri dan masyarakat luas. Sumber dana dari masyarakat luas dibedakan menjadi tiga kategori, yaitu: giro (*demand deposit*), deposito (*time deposit*), dan tabungan (*saving*). Sumber dana utama *Commercial bank* dari deposito. Keuntungan deposito yaitu relatif tidak mahal, dan merupakan sumber dana yang relatif stabil. Tidak seperti *commercial bank*, *investment bank* tidak dapat menerima deposito.

Investment bank membiayai aktivitas pendanaannya di pasar modal. Menurut Suad Husnan (1998), tidak semua badan usaha dapat memperoleh akses ke pasar modal. Untuk dapat menerbitkan saham dan obligasi di pasar modal, ada banyak persyaratan yang harus dipenuhi. Hal ini membuat biaya yang ditanggung *investment bank* lebih tinggi dengan bermain di pasar modal, dibandingkan *commercial bank* yang mendapatkan dana dengan menerbitkan deposito. Tingginya biaya yang ditanggung *investment bank* akan dibebankan kepada *borrowers* dengan jumlah yang lebih tinggi pula, dibandingkan *commercial bank*.

2.2. Peraturan Pemerintah

Peraturan pendirian *commercial bank* lebih ketat dibandingkan dengan *investment bank*, karena *commercial bank* menghimpun dana masyarakat dalam bentuk deposito dengan jumlah yang cukup besar. Pemerintah memonitor *commercial bank* secara ketat dari aspek CAMEL (*Capital, Asset Quality, Management, Earning Capacity*, dan *Liquidity*). Ali (2002) khusus untuk *capital*, pemerintah menetapkan tingkat CAR (*Capital Adequate Ratio*), atau rasio kecukupan modal. *Commercial bank* diwajibkan memiliki CAR dengan persentase tertentu sebagaimana telah ditetapkan oleh Bank Sentral sebagai jaminan terhadap dana para *depositor*.

Adanya CAR, menyebabkan biaya yang dikeluarkan oleh *commercial bank* ketika menerbitkan deposito menjadi lebih besar, dibandingkan *investment bank* yang tidak harus memiliki dana cadangan dalam menerbitkan surat-surat berharga. Biaya cadangan tersebut dibebankan *commercial bank* kepada *borrowers*. Konsekuensinya, *commercial bank* mengenakan harga pinjaman yang lebih tinggi pada *borrowers*. Selain itu, regulasi pemerintah menyebabkan *commercial bank* memperoleh informasi yang lebih banyak dan tepat dari *borrowers*.

2.3. Hubungan dengan Borrowers

Borrowers yang meminjam dana pada *commercial bank* biasanya sekaligus merupakan nasabah. Hal ini menyebabkan secara tidak langsung terjalannya “hubungan baik” antara *commercial bank* dan *borrowers*-nya. *Commercial bank* lebih mudah memonitor *borrowers*, sehingga informasi yang didapatkan lebih lengkap (*asymmetric information* kecil) dibandingkan dengan *investment bank* (James dan Smith, 2000). Pinjaman dengan mempergunakan

hubungan seperti ini disebut dengan *relationship banking*. Apabila tidak ada pendekatan *borrowers* dalam memberikan pinjaman, maka pinjaman tersebut disebut dengan *transaction banking*.

Boot dan Thakor (2000) membandingkan biaya diantara kedua jenis pinjaman. Hasilnya menyebutkan bahwa biaya untuk *relationship banking* lebih tinggi daripada *transaction banking*. *Commercial bank* pada umumnya memberikan pinjaman dengan cara *relationship banking*, sedangkan *investment bank* memberikan pinjaman dengan cara *transaction banking*. Jadi, dapat disimpulkan, meskipun informasi yang diterima oleh *commercial bank* lebih akurat, tetapi biaya yang dikeluarkannya lebih tinggi daripada *investment bank*.

2.4. Peraturan Akuntansi

Karena sumber dana utama *investment bank* berasal dari pasar modal, maka *investment bank* menanggung risiko perubahan harga sumber dananya. Sebaliknya, *commercial bank* tidak memiliki risiko perbedaan perubahan harga dalam sumber dananya (deposito). Peraturan akuntansi menyebutkan bahwa nilai yang tercantum pada pembukuan badan usaha harus merupakan nilai yang sebenarnya. Pada *investment bank*, hal ini tidak mungkin, karena nilai pada sumber dananya selalu berfluktuasi setiap saat, tergantung kondisi di pasar modal. Sedangkan *commercial bank* tidak pernah mengalami perubahan pada nilai sumber dananya. Oleh karena itu, nilai sumber dana pada pembukuan *commercial bank* lebih tepat dibandingkan pembukuan *investment bank*.

Menurut Harjoto, Mullineaux, dan Yi (2002) disebutkan bahwa *commercial bank* banyak memberikan pinjaman dalam bentuk *term loan* daripada pinjaman dalam bentuk *credit line*. Hal ini terkait dengan *investment bank* yang menyalurkan dananya di pasar modal. Untuk dapat menerbitkan saham atau obligasi di pasar modal, ada banyak persyaratan yang harus dipenuhi, dan membutuhkan modal yang cukup besar. Oleh karena itu, *investment bank* banyak memberikan pinjaman dalam bentuk *credit line*. Pinjaman dalam bentuk *term loan* lebih berisiko dibandingkan dengan pinjaman *credit line*. *Commercial bank* seharusnya membebankan biaya yang lebih tinggi dibandingkan *investment bank*. Dapat disimpulkan bahwa sebenarnya perbedaan tersebut disebabkan adanya asimetri informasi antara *commercial bank* dan *investment bank*. Asimetri informasi *commercial bank* lebih kecil dibandingkan *investment bank*.

2.5. Harga Pinjaman

Besarnya pangsa pasar yang dikuasai *commercial bank* dan *investment bank* turut menentukan besarnya harga pinjaman. Semakin besar pangsa pasar dan semakin banyak *service* yang disediakan, maka semakin besar kesempatan kedua bank tersebut dalam mempengaruhi harga pinjaman. Besarnya pangsa pasar menyebabkan semakin banyaknya informasi yang diterima oleh bank yang pangsa pasarnya lebih besar (Millon dan Thakor, 1985).

Harga pinjaman yang ditentukan oleh *lenders* kepada *borrowers* berdasarkan pengukuran risiko. *Lenders* cenderung melakukan pengukuran risiko yang tidak persis sama satu sama lain karena pengukuran risiko yang

dilakukan akan berdasarkan pertimbangan-pertimbangan dan asumsi masing-masing.

Risk-based pricing mengharuskan *lender* menentukan suku bunga untuk mengkompensasi tingkat risiko pinjaman. *Borrowers* dengan risiko lebih tinggi dikenakan harga pinjaman lebih mahal, dan sebaliknya. Pada praktiknya, *loan pricing* cenderung mengikuti *prime-rate convention* atau *formula cost-of funds-plus-pricing*, *borrowers* diberi harga *prime rate* ditambah (atau dikurang) basis atau berdasarkan *markup* di atas *lenders' cost of funds* (Sinkey, 2002). *Base lending rate* mencerminkan *lenders' marginal cost of funds*, seperti LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), atau dapat juga mencerminkan *prime lending rate*. *Prime rate* umumnya digunakan dalam penentuan harga pinjaman berjangka panjang (Saunders, 2000). Perbedaan *basis points* yang ada di atas atau di bawah *prime lending rate* inilah yang disebut dengan *loan spread* atau *yield spread* (Booth, 1992). Kedua istilah ini dapat digunakan *interchangeably*, namun istilah *loan spread* akan lebih sering digunakan dalam penelitian ini. Sampel yang digunakan adalah pinjaman yang menggunakan LIBOR sebagai *prime rate*.

2.6. Asimetri Informasi

Asimetri informasi merupakan ketidaksesuaian informasi yang dimiliki *borrowers* dengan *lenders*. *Lenders* sebagai pihak luar tidak mendapatkan informasi yang cukup, karena tidak dapat memonitor terus menerus aktivitas *borrowers*. Asimetri informasi akan semakin besar apabila *borrowers* tidak jujur dengan menyembunyikan sebagian informasi. Hal ini akan merugikan *lenders*. Sinkey (2002), Macdonals, Strischek (1987) mengatakan bahwa meskipun *lenders* dapat mencari informasi dari pihak lain, tetapi masih rentan dengan ketidakuratan dalam pelaporan atau dapat terjadi kesalahan dalam penilaian. Sebenarnya, asimetri informasi ini terjadi pada saat proses aplikasi, keputusan pemberian pinjaman diambil, dan saat setelah pemberian pinjaman, yaitu saat proses memonitor pinjaman tersebut (Sinkey, 2002). Harga pinjaman yang dibebankan kepada *borrowers* bergantung pada besar kecilnya asimetri informasi. Semakin kecil tingkat asimetri informasi, maka semakin kecil pula risiko *borrowers* untuk *default*. Hal ini terkait dengan semakin banyak informasi yang diterima oleh *lenders*, maka semakin asimetris informasi itu terjadi (Dennis dan Mullineaux, 2000).

Informasi badan usaha tercatat (*listed*) lebih mudah didapat dan lebih akurat, karena laporan keuangannya selalu diaudit secara berkala. Booth (1992), secara umum bank akan memberikan *loan spread* yang lebih rendah pada badan usaha yang tercatat di bursa efek. Bank akan memberikan *loan rate* yang lebih rendah untuk *borrowers* yang menerbitkan saham dan atau obligasi. Hal ini karena akan ada perolehan informasi dari *cross monitoring* yang dilakukan oleh *public claimholders* yang lain, para analis dan *bond rating agencies*. *Cross monitoring* dapat mengurangi *direct monitoring costs*, sehingga *lenders* menurunkan *loan rate* untuk *publicly monitored firm*. Karena informasi yang didapat dari *listed borrowers* lebih baik daripada *non listed borrowers*, maka *listed borrowers* akan memiliki *loan spread* yang lebih rendah daripada *non listed borrowers*.

Kemampuan bank dalam mengevaluasi dan memonitor pinjaman berbeda. Thakor (1996) mengatakan bahwa *borrowers* dengan kelas *lenders* yang berbeda akan memiliki *equity returns* yang berbeda pula. Setiap *lenders* memberikan *intermediation services* yang berbeda, sehingga penentuan harga pinjaman akan berbeda pula dikarenakan identitas *lenders* yang berbeda. Berdasarkan letak geografisnya, *lenders* dibedakan menjadi dua, yaitu *foreign lenders* dan *domestic lenders*. *Domestic lenders* merupakan *lenders* yang mempunyai markas utama di negara *borrowers*, sedangkan *foreign lenders* sebaliknya. Smith (2003) dan Atmojo (2004) mengemukakan bahwa *foreign lenders* cenderung kurang mengetahui informasi yang terjadi di negara *borrowers*. *Foreign lenders* akan lebih sulit untuk senantiasa memonitor *borrowers* yang berada di negara *borrowers*, baik dari segi *cost efficiency* maupun *timeliness*. *Domestic lenders* dapat memperoleh informasi dengan biaya monitor yang lebih murah dan dalam waktu yang lebih cepat pula. Oleh karena itu, *foreign lenders* mengenakan *loan spread* yang lebih tinggi daripada *domestic lenders*.

2.7. Karakteristik Borrowers

Lenders cenderung meningkatkan suku bunga pinjaman apabila *borrowers* cenderung *default*. Stabilitas arus kas, *real net worth and guarantees* merupakan karakter *borrowers* yang mencerminkan risiko *default* (Sinkey, 2002). Smith (2003) mengemukakan, badan usaha besar cenderung memperoleh pinjaman yang lebih besar karena memiliki *collateral (basis asset)* yang lebih besar, aset yang terdiversifikasi, dan *tangible asset* yang lebih besar. Pada badan usaha besar, arus kas cenderung stabil sehingga risiko untuk *default* kecil. Selama arus kas stabil, maka badan usaha mampu membayar *fixed interest* beserta *principal*.

Hal ini berkebalikan dengan badan usaha dengan *earning* yang volatilitasnya tinggi (Saunders, 2000). Badan usaha besar pada umumnya berusia panjang, sehingga reputasinya sudah dikenal masyarakat (Datta dan Patel, 1998). *Borrowers* yang memiliki sejarah dengan reputasi baik dan kuat akan semakin kecil kemungkinan *default*. Badan usaha yang telah mencapai umur tertentu akan semakin berhati-hati dalam mengambil tindakan yang akan membahayakan nama baik yang telah dimilikinya. Millon dan Thakor (1985) menemukan hubungan antara besar kecilnya badan usaha dengan asimetri informasi. Badan usaha besar cenderung memiliki tingkat asimetri informasi yang lebih kecil. Sehingga, badan usaha besar memiliki *loan spread* yang lebih kecil dibandingkan badan usaha kecil.

Semakin baik kinerja keuangan suatu badan usaha, maka semakin kecil bagi badan usaha tersebut untuk *default*. Probabilitas pinjaman yang dibayarkan akan semakin besar apabila badan usaha memiliki arus kas yang cukup dan rasio keuangan yang baik (Sinkey, 2002). Kinerja badan usaha tercermin dari *debt rating*. Semakin tinggi *debt rating* badan usaha, maka badan usaha tersebut memiliki kinerja keuangan yang bagus, sehingga risiko *default* kecil. Booth (1992) mengatakan, bank akan memberikan *loan spread* yang rendah untuk *borrowers* dengan *debt rating* yang lebih tinggi.

Salah satu penilaian kinerja keuangan diukur dengan rasio *operating leverage*. *Operating leverage* mengukur tendensi volatilitas arus kas untuk meningkat bersama *fixed operating costs*. Menurut Sinkey (2002) dan Smart et al. (2004), arus kas yang tidak stabil mempunyai resiko *default* yang tinggi, karena *earning* kemungkinan besar tidak mampu untuk memenuhi *debt service payment*. Apabila *operating leverage* suatu badan usaha besar, maka badan usaha tersebut banyak menggunakan biaya tetap, sehingga berisiko tinggi (Gitman, 2002). Oleh karena itu, apabila rasio *operating leverage* tinggi, maka *loan spread* akan tinggi juga.

2.8. Karakteristik Pinjaman

Karakteristik pinjaman menentukan putusan *pricing*. Karakteristik sering disebut sebagai *non price term loan* adalah jangka waktu pinjaman, jaminan, jenis pinjaman, dan tujuan pinjaman. Merton (1974) mengatakan bahwa kredit yang berisiko tinggi berhubungan positif dengan jangka waktu pinjaman. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Angbazo et al. (1998) ditemukan, apabila *loan spread* tinggi, hal tersebut dikarenakan jangka waktu pinjaman yang semakin panjang. *Maturity* akan mempengaruhi *underwriting cost* dan *loan spread* karena ada peningkatan probabilitas *default* yang dihubungkan dengan jangka waktu jatuh tempo pinjaman yang lebih panjang (Flannery, 1986). Dengan adanya asimetri informasi, badan usaha yang baik menganggap utang jangka panjang mereka *underpriced* dan akan menerbitkan *short-maturity debt*, sedangkan badan usaha yang kurang baik akan menerbitkan *long-term debt* yang bersifat *overpriced* (Flannery, 1986). Guedes dan Opler (1996) menyatakan bahwa badan usaha yang lebih kecil dan lebih berisiko jarang menerbitkan *short-term debt*, dan lebih memilih menerbitkan *long-term debt* untuk menghindari risiko likuidasi yang tidak efisien. Dukungan teoritis untuk hubungan positif antara *yield* dan *maturity* diberikan oleh Diamond (1991) dan dukungan empiris oleh Dennis et al. (2000). Selain terkait dengan peningkatan risiko *default*, jangka waktu jatuh tempo pinjaman juga mempengaruhi kemungkinan besarnya asimetri informasi yang ada. Dikemukakan oleh Saunders (2000), bahwa saat pinjaman berjangka waktu pendek, maka tingkat asimetri informasi dapat lebih ditekan. Sesuai dengan teori dan hasil penelitian, maka pinjaman dengan jangka waktu jatuh tempo yang lebih lama memiliki *loan spread* yang semakin tinggi.

Bank mewajibkan adanya jaminan pada *borrowers* yang lebih berisiko. Banyak penelitian empiris yang mendukung pernyataan ini. Berger dan Udell (1990) membuktikan bahwa pinjaman dengan jaminan memiliki risiko *default* yang lebih tinggi daripada pinjaman tanpa jaminan. Adanya *collateral* dianggap sebagai *signal* risiko yang tinggi (Harhoff dan Korting, 1998). Smith dan Warner (1979) menunjukkan *secured loans* membutuhkan pemantauan lebih daripada pinjaman tanpa jaminan. *Monitoring cost* yang lebih tinggi akan meningkatkan *loan spread* pula. Rajan dan Winton (1995) berpendapat bahwa bank akan meminta adanya jaminan terutama pada “kondisi buruk”. Jika *lenders* menilai pinjaman tersebut lebih berisiko, maka *loan spread* juga akan semakin tinggi. Sesuai dengan penelitian empiris yang ada, maka pinjaman

dengan jaminan memiliki *loan spread* yang lebih tinggi daripada pinjaman tanpa jaminan.

Jenis pinjaman yang berbeda memiliki karakteristik yang berbeda, sehingga mengandung tingkat risiko yang berbeda pula. Jenis pinjaman dibedakan menjadi dua, yaitu *term loan* dan *revolving credit line*. *Revolving credit line* adalah perjanjian pemberian pinjaman bank dengan jumlah maksimal tertentu kepada *borrowers*, selama jangka waktu tertentu yang telah disetujui secara bersama. *Borrowers* dapat menarik dananya sewaktu-waktu dalam periode pinjaman, dan tidak ada jadwal pengembalian yang tetap. Jumlah pinjaman tidak boleh melebihi batas maksimum pinjaman yang disetujui dan pinjaman harus dilunasi di akhir periode (Coyle, 2002).

Term loan adalah pinjaman sejumlah tertentu, selama periode tertentu, dan merupakan perjanjian terikat. Bank tidak dapat menarik kembali pinjamannya, kecuali dalam perihal *default*. Ada jadwal pembayaran tetap, dan *borrowers* tidak dapat membayar pinjaman di tengah periode untuk meminjamnya kembali (Coyle, 2002). *Revolving credit line* cenderung lebih besar nilai pinjamannya dan lebih jarang memiliki jaminan dibanding dengan *term loan*. Umumnya rata-rata ukuran badan usaha yang menggunakan *credit line* lebih besar daripada ukuran rata-rata badan usaha yang menggunakan *term loan*. *Credit line* juga cenderung memiliki kontrak jangka waktu yang lebih pendek daripada *term loan*, yang mungkin dikarenakan *term loan* biasanya mendanai investasi jangka panjang (Strahan, 1999).

Angbazo, Mei dan Saunders (1998) membuktikan bahwa *revolving credit line* memiliki suku bunga yang lebih rendah daripada *term loan* (*ceteris paribus*). Sesuai dengan hipotesis sebelumnya, pinjaman dengan jangka waktu jatuh tempo pinjaman yang lebih panjang akan lebih berisiko daripada pinjaman berjangka waktu lebih pendek. Karena itu, pinjaman *credit line* akan memiliki *loan spread* lebih rendah dibanding dengan pinjaman *term loan*.

John et al. (2003) memasukkan variabel tujuan pinjaman dalam perhitungan risiko pinjaman. Jika *lenders* menganggap tujuan pinjaman bersifat eksploitatif, maka pinjaman ini akan memiliki *loan spread* lebih tinggi. Tujuan pinjaman untuk membayar utang yang lain (*debt refinancing*) dapat menggambarkan adanya kemungkinan 'evergreening'. *Evergreening* memiliki arti bahwa *borrowers* dapat memperpanjang jangka waktu pinjaman lebih dari jangka waktu jatuh tempo semula. Pinjaman ini dapat diperpanjang berulang-ulang dan tanpa batas pada pinjaman *term loan*. Hal ini menunjukkan bahwa *borrowers* telah memiliki kewajiban utang tertentu dan tidak mampu membayarnya dari arus kas sendiri, sehingga harus menggunakan pinjaman baru untuk menutup pinjaman lama. Berarti pinjaman dengan *debt refinancing* memiliki tingkat risiko yang cukup tinggi.

Booth dan Booth (2002) menyatakan bahwa *loan spread* akan lebih tinggi pada pinjaman dengan tujuan *takeover*, dan lebih rendah pada pinjaman dengan tujuan *debt refinancing* atau *work capital*. Karena itu pinjaman dengan tujuan *takeover* dan tujuan *debt refinancing* akan memiliki *loan spread* yang lebih tinggi daripada pinjaman dengan tujuan lain.

2.9. Karakteristik *Lenders*

Bank-bank yang relatif lebih kecil berada pada posisi yang kurang menguntungkan dalam mencari dan berhubungan dengan *borrowers* berukuran besar (Li Hao, 2003). Bank-bank yang berukuran besar memiliki *market power* (kekuatan pasar) yang lebih besar dan akses yang lebih baik pada *safety net subsidies* pemerintah. Karena itu, ukuran bank juga akan mempengaruhi aktivitas *lending* suatu bank (Coleman et al., 2002). Untuk mengetahui efek ukuran bank pada *loan spread* pinjaman, penelitian ini seperti halnya penelitian Atmojo (2004) menggunakan persentase *market share* rata-rata yang dimiliki bank atas seluruh pinjaman pada periode tertentu. Gande et al. (1997), Mullineaux dan Roten (2000) menggunakan *market share* untuk mengukur *lending exposure bank*. Pemikiran di balik variabel ini adalah bahwa semakin tinggi persentase *market share* pinjaman bank, berarti bank lebih sering dan lebih berpengalaman dalam memberikan pinjaman. Semakin berpengalaman, maka bank tersebut semakin mampu meminimalkan asimetri informasi yang ada, dan melakukan valuasi harga pinjaman dengan akurat. Gande et al. (1997) menemukan bahwa *market share* berhubungan negatif dengan *loan spread* penerbitan utang. Hal ini dikarenakan semakin besar *market share lenders*, menunjukkan kemampuan yang lebih baik dalam memperoleh informasi. Karena itu, pinjaman yang berasal dari *lenders* dengan rata-rata pangsa pasar yang besar akan memiliki *loan spread* yang lebih kecil.

3. Metode Penelitian

Data yang digunakan berasal dari *Dealscan*, database yang mencatat transaksi pinjaman badan usaha besar, milik *Loan Pricing Corporation* (LPC). Data keuangan badan usaha tercatat Diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 1992-1999. Keterbatasannya pada *Rating Agency* di Indonesia, yaitu PEFINDO baru aktif pada tahun 1999. Karena itu bagi *borrowers* yang merupakan badan usaha *listed* tidak tersedia pada sampel pinjaman penelitian ini.

Prosedur pengumpulan data dimulai dengan mendokumentasikan data transaksi pinjaman korporasi kepada *borrowers* Indonesia dari *Dealscan database*. *Dealscan* mencatat pinjaman korporasi Indonesia periode 1990-2001 sebanyak 2.180 transaksi. Karakteristik populasi sebagai berikut: a) menggunakan LIBOR sebagai basis harga pinjaman; b) pinjaman dalam denominasi *US Dollar*; c) tipe pinjaman *term loan* atau *revolving credit line*; d) kontrak pinjaman pada periode 1990 sampai dengan bulan Juni 1997. Transaksi yang mengandung informasi tidak lengkap dihapuskan dari sampel. Data akhir sebanyak 636 transaksi, merupakan data dari periode 1992- bulan Juni 1997. Dari data sebanyak 636 transaksi dikelompokkan *listed* dan *borrowers non-listed*. Khusus untuk *borrowers LIST*, maka dicari di ICMD untuk data keuangan 1 tahun sebelum kontrak pinjaman diberikan, dan data-data lain sesuai kebutuhan. Penggunaan data keuangan berbasis 1 (satu) tahun sebelum tahun kontrak pinjaman adalah berdasarkan pada asumsi bahwa *lenders* mengevaluasi *borrowers* berdasarkan kinerja keuangan satu tahun penuh sebelumnya, bukan pada tahun saat kontrak pinjaman diberikan.

Pengujian pertama dilakukan pada kelompok data sampel pinjaman keseluruhan. Model yang digunakan adalah:

$$LOAN\ SPREAD = \beta_0 + \beta_1 LISTED + \beta_2 LEN_FRGN + \beta_3 COM_BANK + \beta_4 \log(AMOUNT) + \beta_5 MATURITY + \beta_6 SECURED + \beta_7 TERM\ LOAN + \beta_{loan} PURPOSE + \beta_{sic} INDUSTRY + \beta_{year} PERIOD + error$$

Model ini disesuaikan untuk menguji subsampel, berdasarkan:

- a) data pinjaman untuk *commercial bank* (model 2)
- b) data pinjaman untuk *investment bank* (model 3)
- c) data pinjaman untuk *commercial bank* pada *listed borrowers* (model 4)
- d) data pinjaman untuk *investment bank* pada *listed borrowers* (model 5)
- e) data pinjaman untuk *commercial bank* pada *non listed borrowers* (model 6)
- f) data pinjaman untuk *investment bank* pada *non listed borrowers* (model 7)
- g) data pinjaman untuk *commercial bank* pada *listed borrowers* ditambah dengan data keuangan (model 8)

Pengujian data pinjaman untuk *investment bank* pada *listed borrowers* tidak dapat diuji, karena adanya keterbatasan data. Model yang diuji akan disesuaikan dengan data per kelompok. Penelitian ini menggunakan regresi OLS (*Ordinary Least Squares*) untuk mengestimasi determinan-determinan dalam *loan spread*, dalam konteks *multivariate*. Heteroskedastisitas dikontrol dengan menggunakan metode *White*.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Sampel Pinjaman Keseluruhan

Hasil pengujian pada keseluruhan sampel konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya. Variabel *LEN_FRGN* bernilai positif signifikan. Hal ini berarti bahwa *foreign lenders* memberikan harga pinjaman yang lebih tinggi dibandingkan dengan *domestic lenders* pada *borrowers* di Indonesia. Hasil ini sesuai dengan hipotesis penelitian, dan juga sesuai dengan penelitian Smith (2003) dan Atmojo (2004). *Foreign lenders* lebih sulit mendapatkan informasi dibandingkan *domestic lenders*. Hal ini karena *domestic lenders* berada di negara yang sama dengan *borrowers*, sehingga lebih mudah dalam melakukan pengawasan terhadap *borrowers*. Karena informasi yang diterima *foreign lenders* lebih sedikit, maka terjadi asimetri informasi yang tinggi pada *foreign lenders*. Pada saat asimetri informasi tinggi, maka *lenders* akan memberikan harga pinjaman yang lebih tinggi.

Variabel *Log (AMOUNT)* memiliki koefisien negatif signifikan. Berarti *lenders* akan menentukan harga pinjaman yang lebih rendah untuk pinjaman bernilai besar. Badan usaha besar umumnya meminjam dalam jumlah besar dan memiliki arus kas yang lebih stabil, sehingga memperkecil risiko *default*. Selain itu, badan usaha besar menunjukkan permasalahan asimetri informasi yang lebih kecil. Badan usaha besar umumnya memiliki usia yang lebih panjang dan reputasinya juga lebih dikenal. Badan usaha dengan usia yang lebih panjang terkait dengan tingkat asimetri informasi. Semakin panjang usia badan usaha,

maka tingkat asimetri informasi akan semakin kecil, sehingga menurunkan biaya *monitoring*, sehingga *loan spread* juga akan semakin kecil (Datta dan Patel, 1998). Karena itu, badan usaha besar akan diberikan harga pinjaman yang lebih rendah dibanding dengan badan usaha kecil.

Table 1. Regresi *Ordinary Least Squares* Untuk Model 1, 2, dan 3 Setelah Dikoreksi dengan “*White*” Heteroskedasititas

Variabel independen	Model 1 (<i>All samples</i>)		Model 2 (<i>Commercial Bank</i>)		Model 3 (<i>Investment Bank</i>)	
	koefisien	t-stat	koefisien	t-stat	koefisien	t-stat
<i>Intercept</i>	324,67	5,642	314,37	4,692	461,86	3,697
LIST	-2,83	-0,537	0,16	0,027	-15,04	-1,277
LEN_FRGN	12,83	1,853 *	12,77	1,704 *	-18,72	-1,454
COM_BANK	4,64	0,764	-	-	-	-
LOG(AMOUNT)	-12,59	-3,779 ***	-11,19	-2,867 ***	-20,07	-2,951 ***
MATURITY	0,60	4,262 ***	0,66	3,907 ***	0,54	2,214 **
SECURED	56,80	11,134 ***	58,22	10,254 ***	49,26	3,807 ***
TERM_LOAN	7,33	1,401	3,36	0,550	20,96	1,820 *
DEBT_REPAY	11,29	1,628	11,52	1,430	13,13	0,843
TAKEOVER	45,12	2,158 **	53,14	1,848 **	25,40	0,843
WORK_CAP	3,12	0,480	4,20	0,614	15,43	0,867
MARKET_SHARE	-1613,52	-1,339	-2159,32	-1,690 *	623,05	0,190
SIC_1	7,29	0,651	6,70	0,520	12,67	0,502
SIC_2	5,70	0,627	9,90	0,995	-10,32	-0,534
SIC_3	7,29	0,736	6,80	0,622	15,36	0,810
SIC_4	-1,28	-0,098	-12,61	-0,948	37,73	1,058
SIC_5	27,38	1,482	23,81	1,211	89,32	3,319 ***
SIC_6	2,35	0,258	4,37	0,428	-1,91	-0,107
SIC_7	4,50	0,424	2,84	0,251	22,82	0,510
SIC_8	-2,58	-0,073	-3,15	-0,089	-	-
SIC_9	-13,60	-0,377	-15,57	-0,418	-	-
Y93	20,74	1,427	13,33	0,944	32,76	1,050
Y94	-7,61	-0,609	-18,46	-1,588	10,65	0,394
Y95	-14,86	-1,254	-26,86	-2,584 **	10,27	0,380
Y96	-20,44	-1,701 *	-30,34	-2,707 ***	-3,04	-0,118
Y97	-1,04	-0,085	-11,84	-1,042	15,43	0,618
<i>Adjusted R²</i>	0,250847		0,250847		0,170027	
F-statistik	8,282,803		8,282,803		2,042,913	

Keterangan: ***, **, * signifikan pada tingkat 1%, 5%, dan 10%

Sumber: *Dealscan database, Loan pricing Corporation (LPC)*, diolah

Variabel MATURITY bernilai signifikan positif pada model 1 ini. Hasil pengujian ini mendukung penelitian Anbazou et al. (1998), Flannery (1986), dan Atmojo (2004). Hal ini berarti bahwa *loan spread* akan lebih tinggi untuk pinjaman dengan jangka waktu lebih lama. Pinjaman dengan jangka waktu lebih lama dianggap lebih berisiko tinggi oleh *lenders*, sehingga *lenders* mengkompensasi risiko yang lebih tinggi dengan memberikan harga pinjaman yang lebih tinggi.

Variabel SECURED menunjukkan nilai koefisien positif dan signifikan. Hasil ini konsisten dengan penelitian Berger dan Udell (1990), Harhoff dan Korting (1998), Smith dan Warner (2000) dan Atmojo (2004). Hal ini berarti bahwa pinjaman dengan jaminan memiliki risiko *default* yang lebih tinggi

daripada pinjaman tanpa jaminan. Bank akan meminta jaminan terutama pada badan usaha yang dinilai berisiko (Rajan dan Winton, 1995). Jika *lenders* menilai pinjaman tersebut lebih berisiko, maka *loan spread* juga akan semakin tinggi. Karena itu, adanya jaminan mencerminkan risiko yang tinggi, sehingga sebagai kompensasi, maka *lenders* akan memberikan harga pinjaman yang lebih tinggi pula.

Variabel TAKEOVER bernilai positif dan signifikan. Hal ini berarti pinjaman yang digunakan untuk tujuan *takeover* dinilai berisiko lebih tinggi daripada pinjaman dengan tujuan *debt refinancing* dan *working capital*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Booth dan Booth (2002).

Hasil regresi menunjukkan variabel LIST memiliki koefisien negatif terhadap *loan spread*, namun tidak signifikan. Artinya harga pinjaman akan lebih murah untuk *borrowers* yang merupakan badan usaha yang tercatat di bursa efek, tetapi hal tersebut tidak menjadi faktor penentu harga pinjaman yang relevan. *Lenders* tidak terlalu membedakan harga pinjaman antara *listed* dan *non-listed borrowers*.

Variabel COM_BANK memiliki koefisien positif terhadap *loan spread*, namun juga tidak signifikan. Hal ini menunjukkan harga pinjaman yang diberikan *lenders* yang merupakan *commercial bank* akan lebih tinggi, jenis institusi bank ternyata tidak menjadi faktor penentu harga pinjaman yang relevan. Berarti harga pinjaman tidak ditentukan berdasarkan jenis institusinya. Variabel TERM_LOAN bernilai positif tetapi tidak signifikan. Hal ini menggambarkan *lenders* memberikan harga yang lebih tinggi untuk *term loan*, tetapi jenis pinjaman bagi *lenders* tidak relevan dalam pemberian pinjaman. Variabel MARKET_SHARE bernilai negatif, namun tidak signifikan. Ini menunjukkan bahwa *lenders* yang lebih berpengalaman dan memiliki pangsa pasar yang lebih besar akan memberikan harga pinjaman yang relatif lebih murah daripada *lenders* dengan pangsa pasar kecil, namun ternyata variabel rata-rata pangsa pasar *lenders* ini tidak relevan dalam penentuan harga pinjaman di Indonesia.

Tidak ada satupun variabel industri yang signifikan pada hasil pengujian model 1 ini. Hal ini berarti bahwa dalam menilai risiko pinjaman, *lenders* mengabaikan bidang industri *borrowers*. Padahal industri yang berbeda tentu akan menghadapi risiko yang berbeda pula. Variabel waktu hanya signifikan pada 1996, yang menunjukkan bahwa pada 1996, *lenders* memberikan harga pinjaman yang lebih murah daripada 1992. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa dalam penilaian dan penentuan harga pinjaman korporasi di Indonesia dari tahun 1992-bulan Juni 1997, secara keseluruhan *lenders* memperhitungkan faktor-faktor: tingkat asimetri informasi yang disebabkan jangkauan geografis, besarnya pinjaman, jangka waktu jatuh tempo pinjaman, dan tujuan pinjaman. Sebaliknya *lenders* mengabaikan adanya risiko yang dikandung oleh tiap jenis-jenis bidang industri, dan *lenders* juga tidak membedakan harga pinjaman pada tahun yang berbeda. Hasil ini konsisten dengan penelitian Atmojo (2004), yaitu pengukuran risiko pinjaman di Indonesia sejak 1992-Juni 1997 belum dilakukan dengan baik.

4.2. Hasil Pengujian Model 2 dan Model 3

Variabel LIST bernilai positif pada *commercial bank* dan negatif pada *investment bank*, namun keduanya tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa meskipun jenis *borrowers* tidak relevan dalam pemberian pinjaman, namun *investment bank* memberikan harga pinjaman yang lebih rendah kepada *non listed borrowers* dibandingkan *listed borrowers*. Hal ini terkait dengan tingkat asimetri yang lebih tinggi pada *non listed borrowers*. *Investment bank* akan memberikan *loan rate* yang lebih rendah untuk badan usaha yang saham atau obligasinya diperdagangkan di bursa efek karena akan ada kemudahan perolehan informasi. Sedangkan *commercial bank* memiliki koefisien negatif pada variabel LIST.

Hal ini dapat diasosiasikan bahwa *commercial bank* tidak membedakan pemberian pinjaman pada jenis *borrowers*, karena informasi yang diterima dari kedua jenis *borrowers* sama baiknya. Oleh karena itu tingkat risiko antara *listed borrowers* dan *non listed borrowers* dapat dikatakan sama bagi *commercial bank*. Atmojo (2004) menemukan bahwa pemberian pinjaman yang diberikan kepada *non listed borrowers* lebih mahal dibandingkan *listed borrowers*. Hasil penelitian ini diperjelas bahwa yang menentukan perbedaan besarnya harga pinjaman berdasarkan jenis *borrowers* hanya *investment bank*. *Commercial bank* tidak membedakan pinjaman berdasarkan jenis *borrowers*.

Variabel LEN_FRGN bernilai positif dan signifikan pada *commercial bank* dan bernilai negatif serta tidak signifikan pada *investment bank*. Hal ini berarti bahwa *foreign commercial bank* dan *domestic commercial bank* berbeda dalam memberikan harga pinjaman serta terkait dengan kemudahan informasi yang diperoleh oleh *domestic lenders* daripada *foreign lenders*. Berkebalikan dengan *commercial bank*. Variabel LEN_FRGN justru bernilai negatif dan tidak signifikan pada *investment bank*. Koefisien LEN_FRGN yang negatif karena jumlah *foreign investment bank* jauh lebih banyak (97,35%) dibandingkan *domestic investment bank* (2,65%). Jumlah *domestic investment bank* yang sedikit menunjukkan bank lokal masih tergolong baru dalam institusi *investment banking*. Dapat dikatakan kurang berpengalaman dalam mengukur risiko *borrowers*.

Foreign investment bank memiliki tingkat risiko yang tinggi, dikarenakan sulitnya memonitor secara terus menerus *borrowers* di Indonesia. Kesimpulannya *investment bank*, baik yang berasal dari dalam ataupun luar negeri memiliki tingkat risiko yang sama. Hal ini berarti bahwa pada *investment bank*, asal *lenders* tidak relevan dengan penentuan harga pinjaman. Menurut Atmojo (2004) Terdapat perbedaan pemberian harga pinjaman, terkait dengan asal *lenders*. Dari penelitian ini dapat ditambahkan bahwa perbedaan pemberian pinjaman berdasarkan asal *lenders* hanya terjadi pada *commercial bank*, sedangkan pada *investment bank* tidak terjadi perbedaan yang signifikan.

Variabel LOG (AMOUNT), variabel MATURITY, variabel SECURED baik pada *commercial bank* maupun pada *investment bank* keduanya signifikan. Hal ini berarti bahwa besarnya pinjaman, jangka waktu jatuh tempo pinjaman, dan jaminan pinjaman, menjadi variabel yang diperhitungkan oleh kedua jenis institusi bank. Variabel TERM_LOAN bernilai positif pada kedua jenis institusi, tetapi hanya signifikan pada *investment bank*. Hal ini berarti bahwa

dalam menentukan harga pinjaman, *investment bank* lebih memperhatikan jenis pinjamannya dibandingkan dengan *commercial bank* yang tidak memperhatikan jenis pinjaman dalam memberikan pinjaman. Variabel DEBT_REPAY, variabel TAKEOVER, variabel WORK_CAP bernilai positif dan tidak signifikan pada *commercial bank* maupun *investment bank*. Hal ini menunjukkan bahwa kedua jenis bank juga tidak memperhatikan tujuan pinjaman dalam menentukan harga pinjaman.

Tabel 2. Regresi *Ordinary Least Squares* untuk Model 4, 5, dan 6 Setelah Dikoreksi Dengan “White” Heteroskedasitisitas

Variabel Independen	Model 4 (commercial listed)		Model 5 (investment listed)		Model 3 (commercial non listed)	
	Koefisien	t-stat	Koefisien	t-stat	Koefisien	t-stat
Intercept	227,22	2,349	186,64	0,600	370,27	4,362
LEN_FRGN	6,01	0,393	-53,94	-0,929	19,33	2,211
LOG(AMOUNT)	-4,43	-0,778	4,97	0,260	-14,45	-2,917 ***
MATURITY	0,19	0,623	0,81	1,029	0,81	3,815 ***
SECURED	59,07	5,703 ***	5,93	0,085	56,89	7,924 ***
TERM_LOAN	2,34	0,199	-54,18	-1,071	3,95	0,572
DEBT_REPLAY	28,01	2,427 **	66,86	1,218	4,55	0,425
TAKEOVER	-	-	59,53	-0,839	54,01	1,823 *
WORK_CAP	2,17	0,155	77,47	0,939	5,42	0,682
MARKET_SHARE	-2463,85	-1,406	3838,18	0,434	-2098,56	-1,264
SIC_1	0,81	0,037	-	-	8,02	0,475
SIC_2	3,90	0,258	-84,63	-2,059 *	11,46	0,816
SIC_3	13,77	0,694	10,36	0,175	3,07	0,228
SIC_4	28,54	1,519	-	-	-34,35	-2,157 **
SIC_5	54,30	1,657 *	-	-	12,52	0,537
SIC_6	5,42	0,350	-110,49	-2,085	1,68	0,123
SIC_7	-16,17	-0,896	53,89	1,061	7,61	0,505
SIC_8	13,43	0,322	-	-	0,45	0,026
SIC_9	-	-	-	-	-19,43	-0,502
Y93	-0,15	-0,005	-	-	8,96	0,506
Y94	-31,61	-1,300	-21,00	-0,859	-19,13	-1,311
Y95	-41,94	-1,955 *	-75,28	-1,561	-30,79	-2,199 **
Y96	-25,43	-1,209	-22,24	-0,749	-44,88	-3,094 ***
Y97	-25,03	-1,145	-44,29	-0,817	-17,79	-1,219
Adjusted R ²	0,232866		0,135968		0,261247	
F-statistik	3,283881		1,212905		6,581236	

Keterangan: ***, **, * signifikan pada tingkat 1%, 5%, dan 10%

Sumber: Dealscan database, Loan pricing Corporation (LPC), diolah

Variabel MARKET_SHARE bernilai negatif dan signifikan pada *commercial bank*. Hal ini berarti bahwa *commercial bank* yang lebih berpengalaman dan memiliki pangsa pasar yang lebih besar akan memberikan harga pinjaman yang relatif lebih murah daripada *commercial bank* dengan pangsa pasar kecil. Sebaliknya, variabel MARKET_SHARE bernilai positif dan memiliki ketidaksignifikan-an yang sangat tinggi. Hal ini berarti dalam memberikan harga pinjaman, *investment bank* tidak dipengaruhi oleh pangsa pasarnya sendiri.

Variabel industri hanya signifikan pada *investment bank* dengan kode SIC_5. Sedangkan pada *commercial bank* tidak ada satupun variabel industri

yang signifikan. Hal ini berarti bahwa dalam menilai risiko pinjaman, *lenders* mengabaikan bidang industri *borrowers*. Padahal industri yang berbeda akan menghadapi risiko yang berbeda pula. Tidak ada variabel waktu yang signifikan pada *investment bank*, sedangkan pada *commercial bank*, variabel waktu hanya signifikan pada 1995 dan 1996, yang menunjukkan bahwa pada 1995 dan 1996, *commercial bank* memberikan harga pinjaman yang lebih murah daripada 1992.

Nilai *adjusted R*² 0,170027 untuk hasil pengujian subsampel *investment bank* dan 0,250847 pada subsampel *commercial bank*. Hal ini berarti *commercial bank* melakukan pengukuran risiko dan valuasi harga pinjaman yang lebih baik. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *commercial bank* maupun *investment bank* dalam penilaian dan penentuan harga pinjaman korporasi di Indonesia dari 1992 sampai Juni 1997, memperhitungkan tingkat asimetri informasi yang disebabkan karena besarnya pinjaman, jangka waktu jatuh tempo pinjaman, dan jaminan dalam suatu pinjaman. *Lenders* mengabaikan risiko yang dikandung oleh tiap jenis-jenis bidang industri, dan *lenders* juga tidak membedakan harga pinjaman pada tahun yang berbeda.

Maka, dapat disimpulkan meskipun *commercial bank* dan *investment bank* memiliki perbedaan dalam menentukan harga pinjaman, *commercial bank* melakukan pengukuran risiko yang lebih baik daripada *investment bank*, tetapi pengukuran risiko pinjaman di Indonesia sejak 1992 sampai Juni 1997 yang dilakukan oleh *commercial bank* maupun *investment bank* belum dilakukan dengan baik.

4.3. Hasil Pengujian Model 4 dan Model 5

Secara keseluruhan, terlihat bahwa pada *investment bank* yang memberikan pinjaman pada *listed borrowers*, hanya ada 2 variabel yang signifikan, yaitu variabel industri SIC_2 dan SIC_6. Sedangkan pada *commercial bank* yang memberikan pinjaman pada *listed borrowers*, variabel yang signifikan, yaitu: variabel SECURED, variabel DEBT_REPAY, variabel industri SIC_5, dan variabel periode Y95.

*Adjusted R*² pada *commercial bank* yang memberikan pinjaman pada *listed borrowers* bernilai 0,232866, sedangkan *investment bank* 0,135968. Dari sini dapat disimpulkan bahwa dalam penentuan pinjaman bagi *listed borrowers*, *commercial bank* memiliki tingkat pengukuran risiko yang lebih baik daripada *investment bank* pada 1992 sampai Juni 1997 di Indonesia.

4.4. Hasil Pengujian Model 6 dan Model 7

Variabel LOG AMOUNT, variabel MATURITY, variabel SECURED pada *commercial bank* dan *investment bank* yang memberikan pinjaman pada *non listed borrowers* keduanya signifikan. Hal ini berarti bahwa dalam menentukan harga pinjaman pada badan usaha yang tidak tercatat di bursa efek, kedua jenis institusi bank memperhitungkan jumlah pinjaman, jangka waktu jatuh tempo, dan ada atau tidak nya jaminan pada suatu pinjaman.

Variabel TAKEOVER bernilai positif dan signifikan pada *commercial bank* yang memberikan pinjaman pada *non listed borrowers*. Hal ini menunjukkan bahwa bagi *commercial bank*, pinjaman yang digunakan untuk tujuan *takeover* dinilai lebih berisiko dibandingkan pinjaman dengan tujuan

yang lain. Sedangkan bagi *investment bank*, tidak ada pengaruh tujuan pinjaman dalam menentukan harga pinjaman. Bagi *investment bank*, jenis pinjaman yang lebih berpengaruh. Hal ini ditunjukkan dengan variabel TERM_LOAN yang bernilai positif dan signifikan pada *investment bank*, sedangkan pada *commercial bank* sebaliknya.

**Tabel 3. Regresi Ordinary Least Squares Untuk Model 7 dan 8
Setelah Dikoreksi Dengan “White” Heteroskedastisitas**

Variabel Independen	Model 7 (Investment non listed)		Model 8 (Commercial with fin ratio)	
	koefisien	t-stat	koefisien	t-stat
Intercept	485,76	3,142	315,20	3,351
LIST	-	-	-	-
LEN_FRGN	-18,05	-0,962	19,78	1,323
COM_BANK	-	-	-	-
LOG(AMOUNT)	-21,72	-2,557 **	-10,57	-2,029 **
MATURITY	0,59	1,907 *	0,43	1,424
SECURED	46,47	3,214 ***	53,24	4,964 ***
TERM_LOAN	29,29	1,967 *	8,10	0,676
DEBT_REPAY	10,32	0,524	35,96	2,576 **
TAKEOVER	-	-	40,12	2,219 **
WORK_CAP	16,60	0,774	1,89	0,116
MARKET_SHARE	847,36	0,221	-1493,15	-0,795
SIC_1	-0,73	-0,024	-4,28	-0,200
SIC_2	-1,59	-0,068	-12,74	-0,744
SIC_3	9,81	0,422	-11,87	-0,544
SIC_4	37,92	1,037	12,94	0,576
SIC_5	92,64	3,017 ***	37,35	1,142
SIC_6	-3,52	-0,165	3,08	0,142
SIC_7	23,89	0,464	-30,32	-1,562
SIC_8	-	-	-23,60	-0,357
SIC_9	-	-	-	-
Y93	44,65	1,476	-	-
Y94	2,94	0,097	-40,02	-1,096
Y95	14,86	0,530	-35,50	-0,944
Y96	-4,95	-0,186	-28,85	-0,805
Y97	15,91	0,632	-20,29	-0,562
OPR_LEV	-	-	-0,44	-1,776 **
Adjusted R-squared	0,120195		0,303318	
F-statistic	1,601,108		3,572,666	

Keterangan: ***, **, * signifikan pada tingkat 1%, 5%, dan 10%

Sumber : Dealscan database, Loan pricing Corporation (LPC), diolah

Variabel industri pada *investment bank* yang memberikan pinjaman pada *non listed borrowers* hanya signifikan pada industri dengan kode SIC_5, sedangkan pada *commercial bank*, signifikan pada industri dengan kode SIC_4. Tidak ada variabel waktu yang signifikan pada *investment bank*, sedangkan pada *commercial bank*, variabel waktu hanya signifikan pada 1995 dan 1996, yang menunjukkan bahwa pada 1995 dan 1996, *commercial bank* memberikan harga pinjaman yang lebih murah daripada 1992. *Adjusted R²* pada *commercial bank* yang memberikan pinjaman pada *non listed borrowers* bernilai 0,261247; sedangkan *investment bank* 0,120195. Dari sini dapat disimpulkan bahwa dalam penentuan pinjaman bagi *listed borrowers*, *commercial bank* memiliki tingkat

pengukuran risiko yang lebih baik daripada *investment bank* pada 1992 sampai Juni 1997 di Indonesia.

4.5. Hasil Pengujian Model 4 dan Model 8

Saat variabel OPR_LEV dimasukkan ke dalam subsampel *commercial bank* yang memberikan pinjaman pada *listed borrowers*, maka akan nampak beberapa perbedaan. Variabel LOG (AMOUNT) yang semula bernilai positif dan tidak signifikan, namun variabel ini bernilai positif dan signifikan pada saat variabel OPR_LEV dimasukkan. Hal ini menunjukkan bahwa adanya data keuangan membuat *commercial bank* memperhitungkan besarnya pinjaman dalam pemberian pinjaman kepada *listed borrowers*. Variabel industri SIC_5 dan variabel tahun Y95 yang semula signifikan menjadi tidak signifikan. Hal ini disebabkan karena pada subsampel pada *commercial bank* yang memberikan pinjaman pada *listed borrowers* yang dilengkapi dengan data keuangan, sudah berkurang jumlahnya jika dibandingkan dengan subsampel *commercial bank* yang memberikan pinjaman pada *listed borrowers*, karena kurang lengkapnya data.

Sesuai dengan penelitian Atmojo (2004) ditemukan bahwa variabel OPR_LEV bernilai negatif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa *lenders* memberikan pinjaman dengan harga yang lebih murah untuk badan usaha dengan risiko tinggi. *Adjusted R²* pada *commercial bank* yang memberikan pinjaman pada *listed borrowers* tanpa data keuangan bernilai 0,232866; sedangkan apabila ditambah data keuangan maka nilainya naik menjadi 0,303318. Dari sini dapat disimpulkan bahwa data keuangan menjadi salah satu faktor yang relevan dalam pengukuran risiko dan penentuan harga pinjaman bagi *commercial bank*.

4.6. Hasil Pengujian Model 4 dan Model 6

Variabel-variabel pada subsampel *commercial bank* yang memberikan pinjaman pada *non listed borrowers* lebih banyak dibandingkan dengan subsampel *commercial bank* yang memberikan pinjaman pada *listed*. Variabel yang signifikan pada subsampel *commercial bank* yang memberikan pinjaman pada *listed borrowers* hanya empat, yaitu: variabel SECURED, variabel DEBT_REPAY, variabel industri SIC_5, dan variabel waktu Y95.

Sedangkan pada *non listed borrowers*, variabel yang signifikan ada tujuh variabel yaitu LOG (AMOUNT), variabel MATURITY, variabel SECURED, variabel TAKEOVER, variabel industri SIC_4, variabel waktu Y95, dan Y96. Hal ini dikarenakan jumlah pinjaman yang diberikan oleh *commercial bank* pada *non listed borrowers* (69,60%) lebih tinggi daripada *listed borrowers* (30,40%), sehingga *commercial bank* lebih banyak mempertimbangkan banyak faktor dalam menentukan pemberian pinjaman kepada *non listed borrowers*.

4.7. Hasil Pengujian Model 5 dan Model 7

Hal yang sama terjadi pada *investment bank*. Variabel yang signifikan pada *non listed borrowers* lebih banyak dibandingkan *listed borrowers*. Variabel yang signifikan pada *non listed borrowers* ada lima variabel, yaitu: variabel LOG (AMOUNT), variabel MATURITY, variabel SECURED,

Variabel *TERM_LOAN*, dan Variabel industri *SIC_5*. Sedangkan pada *listed borrowers* hanya dua buah, yaitu variabel industri *SIC_2* dan variabel industri *SIC_6*. sama halnya dengan *commercial bank*, *investment bank* banyak memberikan pinjaman kepada *non listed borrowers* (78,76%) dibandingkan *listed borrowers* (21,24%). Sehingga dalam penentuan harga pinjaman, *investment bank* lebih banyak memperhitungkan berbagai faktor pada *non listed borrowers*.

Hasil pengujian pada sampel pinjaman keseluruhan di Indonesia sejak 1992 sampai Juni 1997 secara garis besar menunjukkan bahwa dalam mengukur risiko pinjaman, *lenders* hanya melihat karakteristik-karakteristik umum pada pinjaman. *Lenders* tidak membedakan risiko yang disebabkan karena perbedaan jenis industri tiap *borrower*, padahal industri yang berbeda akan menghadapi risiko yang berbeda pula. *Lenders* juga tidak membedakan harga pinjaman pada tahun yang berbeda. Hal ini menunjukkan bahwa pengukuran risiko pinjaman di Indonesia sejak 1992 sampai Juni 1997 belum dilakukan dengan baik.

Perbandingan hasil pengujian subsampel *lenders* yang merupakan *commercial bank* dan yang merupakan *investment bank* menunjukkan bahwa *investment bank* mempertimbangkan pengaruh tercatat atau tidaknya *borrowers* di bursa efek. Sedangkan *commercial bank* tidak memperhatikan status *borrowers* tersebut. Hal ini berkaitan dengan tingkat risiko yang diterima oleh *commercial bank* baik dari *listed borrowers* maupun *non listed borrowers*. Dari hasil perbandingan tersebut juga terlihat bahwa asal *lenders* sangat berpengaruh dalam *commercial bank*, sedangkan pada *investment bank*, tidak. Dilihat dari nilai *adjusted R²*, dapat disimpulkan bahwa *commercial bank* melakukan pengukuran risiko dan valuasi harga pinjaman yang lebih baik daripada *investment bank*. *Commercial bank* dan *investment bank* tidak membedakan risiko yang disebabkan karena perbedaan jenis industri tiap *borrower* dan juga tidak membedakan harga pinjaman pada tahun yang berbeda. Hal ini menunjukkan bahwa pengukuran risiko pinjaman yang dilakukan oleh *commercial bank investment bank* belum dilakukan dengan baik, meskipun *commercial bank* melakukan pengukuran risiko yang lebih baik dibandingkan *investment bank*.

Hasil pengujian pada subsampel *listed* dan *non listed borrowers* pada kedua jenis institusi bank ditemukan bahwa kedua jenis institusi justru melakukan pengukuran risiko yang lebih baik pada *non listed borrowers*. Hal ini dikarenakan dominasi *non listed borrowers* pada pinjaman *commercial bank* maupun *investment bank*. Saat variabel *operating leverage* dimasukkan, *adjusted R²* pada hasil pengujian model regresi subsampel *non-listed borrowers* hanya menunjukkan peningkatan sebesar 0,037. Hal ini menunjukkan bahwa rasio keuangan *listed borrowers* tidak terlalu menjadi pertimbangan *lenders* dalam menilai risiko pinjaman. Dapat disimpulkan bahwa *commercial bank* memiliki perbedaan dalam menentukan harga pinjaman dengan *investment bank*, hanya saja *commercial bank* memberikan harga pinjaman yang lebih tepat dibandingkan *investment bank*.

Daftar Pustaka

- Angbazo, L. dan M.J. Saunders, 1998, Credit Spreads in The Market of Highly Leveraged Transaction Loans, *Journal of Banking and Finance* 22, 1249-1259.
- Atmojo, I., 2004, Penilaian Harga Pinjaman Korporasi: Studi Empiris di Indonesia, *Working Paper tidak dipublikasikan*, Universitas Surabaya.
- Berger, A. dan G. Udell, 1990, Collateral, Loan Quality, and Bank Risk Exposures, *Journal of Monetary Economic* 25, 21-42.
- Booth, J., 1992, Contract Costs; Bank Loans; and The Cross-Monitoring Hypothesis, *Journal of Financial Economics* 31, 25-41.
- Booth, J.R. dan L.C. Booth, 2002, Secured Debt; Monitoring; and Corporate Borrowing costs, *Working Paper tidak dipublikasikan*, Arizona State University.
- Coleman, A.D.F., N. Esho, dan I.G. Sharpe, 2002, Do Bank Characteristics Influence Loan Contract Terms?, *Working Paper tidak dipublikasikan*, Australian Prudential Regulation Authority
- Coyle, B., 2002, *Bank Finance*, New Jersey: Financial World Publishing.
- Datta, S. dan A. Patel, 1998, Bank Monitoring and The Pricing of Corporate Public Debt, *Journal of Financial Economics* 51, 435-449
- Dennis, S. dan D. Mullineaux, 2000, Syndicated Loans, *Journal of Financial Intermediation* 9, 404-426.
- Dennis, S., D. Nandy, dan I. Sharpe, 2000, The Determinants of Contract Terms in Bank Revolving Credit Agreements, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 87-110.
- Diamond, D., 1991, Debt Maturity Structure and Liquidity Risk, *Quarterly Journal of Economic* 106, 709-737.
- Flannery, M., 1986, Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice, *Journal of Finance* 41, 19-37.
- Gande, A., M. Puri, dan W.A. Saunders, 1997, Bank Underwriting of Debt Securities: Modern Evidence, *Review of Financial Studies* 10, 1175-1202.
- Gitman, L.J., 2002, *Principles of Managerial Finance*, Tenth Edition, Singapore, Addison-Wesley Publishing Company.
- Guedes, J. dan T. Opler, 1996, The Determinants of The Maturity of Corporate Debt Issues, *Journal of Finance* 51, 1809-1833.
- Hao, Li, 2003, Bank Effects and the Determinants of Loan Yield Spreads, *Working Paper tidak dipublikasikan*, University of California.
- Harhoff, D. dan T. Korting, 1998, Lending Relationships in Germany: Empirical Results from Survey Data, *CEPR Discussion Paper No.1917*.
- Harjoto, D. Mullineaux, dan Yi, 2002, Loan pricing at Investment Banks versus Commercial Banks, *Working Paper tidak dipublikasikan*, University of North Carolina.
- Husnan, S., 1998, *Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga, Yogyakarta: UPP AMP YKPN.

- James, C.M. dan D.C. Smith, 2000, Are Banks Still Special? New Evidence on Their Role in The Corporate Capital-Raising Process, *Journal of Applied Corporate Finance* 13, 52-63
- John, K., A.W. Lynch, dan M. Puri, 2003, Credit Ratings, Collateral, and Loan Characteristics: Implications for Yield, *Journal of Business* 76, 3.
- Kasmir, 1998, *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*, Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Merton, R., 1974, On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates, *Journal of Finance*, 229-470.
- Millon, M.H. dan A.V. Thakor, 1985, Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies, *Journal of Finance* 50, 1113-46.
- Mullineaux, D.J. dan I.C. Roten, 2000, Debt underwriting by commercial bank affiliated firms and Investment Banks: More Evidence, *Journal of Banking and Finance* 26, 689-718.
- Rajan, R.G. dan A. Winton, 1995, *Covenants and Collateral* Expanded Scope: Theories of Bank Size and Activity Diversity, *Journal of Banking and Finance* 23, 195-214.
- Saunders, A., 2000, *Financial Institutions Management: A Modern Perspective*, Singapore, Third Edition, New York, McGraw-Hill Inc.
- Sinkey, J.F.Jr., 2002, *Commercial Bank Financial Management in the Financial-Services Industry*, Sixth Edition, New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Smart, S.B., W.L. Megginson, dan L.J. Gitman, 2004, *Corporate financial*, 1st edition, New York: Thomson South Western Inc.
- Smith, C., dan Warner, J., 1979, On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, *Journal of Financial Economic* 7, 117-161.
- Smith, D.C., 2003, Loans to Japanese Borrower, *Journal of Japanese Int. Economies* 17, 283-304.
- Thakor, A., 1996, Capital Requirements, Monetary Policy, and Aggregate Bank Lending: Theory and Empirical Evidence, *Journal of Finance* 51, 279-298.