



Jenis Artikel: Penelitian Empiris

Kepemilikan Bank dan Inefisiensi Investasi Perusahaan Non-Kuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Kevin Polakitang dan Rita Juliana*



AFILIASI:

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pelita Harapan, Banten, Indonesia

***KORESPONDENSI:**

rita.juliana@uph.edu

DOI: 10.18196/rabin.v6i2.14037

SITASI:

Polakitang, K. & Juliana, R. (2022). Kepemilikan Bank dan Inefisiensi Investasi Perusahaan Non-Kuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Reviu Akuntansi dan Bisnis Indonesia*, 6(2), 49-66.

PROSES ARTIKEL

Diterima:

20 Feb 2022

Reviu:

03 Sep 2022

Revisi:

16 Sep 2022

Diterbitkan:

05 Okt 2022



Abstrak:

Latar Belakang: Praktik kepemilikan bank atas saham suatu perusahaan (selanjutnya disebut kepemilikan bank) merupakan hal yang banyak terjadi di sejumlah negara, terutama di negara berkembang. Kepemilikan bank telah mendorong perusahaan untuk mengakses modal yang dimiliki oleh bank dengan lebih mudah. Adanya akses yang lebih mudah tersebut dapat mengurangi hambatan keuangan yang dihadapi oleh perusahaan, sehingga investasi yang inefisien dapat dihindari. Dengan demikian, kepemilikan bank pada akhirnya dapat meningkatkan investasi perusahaan menjadi lebih efisien.

Metode Penelitian: Sampel penelitian ini adalah 479 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode observasi data penelitian yang digunakan adalah dari tahun 2006 sampai dengan tahun 2019. Data penelitian diambil dari laporan keuangan perusahaan yang dapat diakses melalui *S&P Capital IQ*. Adapun model penelitian yang digunakan adalah model *Generalized Method of Moments (GMM)* dan *Fixed Effect*.

Hasil Penelitian: Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan bank mengurangi inefisiensi investasi perusahaan. Setelah dilakukan pengujian lebih lanjut dengan menggunakan variabel interaksi *Tobin's Q* dengan kepemilikan bank, terjadi peningkatan sensitivitas investasi terhadap peluang investasi yang turut memberikan indikasi bahwa investasi menjadi lebih efisien.

Keterbatasan Penelitian: Penelitian ini hanya mengukur kepemilikan bank dengan menggunakan *dummy variable*.

Keaslian/Kebaruan Penelitian: Penelitian ini menggunakan model penelitian sebelumnya oleh dkk (2020), model tersebut telah disesuaikan kembali dengan kondisi perusahaan di Indonesia secara umum dengan mengeliminasi sejumlah variabel yang tidak memungkinkan. Selain itu, penelitian ini turut berkontribusi dalam memperluas penelitian sebelumnya dan memberikan bukti empiris bahwa kepemilikan bank dapat mengurangi inefisiensi dalam investasi perusahaan di Indonesia.

Kata kunci: *Bank Ownership; Investment inefficiency; Corporate investment*

Pendahuluan

Praktik kepemilikan bank atas saham suatu perusahaan (selanjutnya disebut kepemilikan bank) merupakan hal yang banyak terjadi di sejumlah negara, terutama di negara berkembang. Adanya kepemilikan bank telah mendorong perusahaan untuk mengakses modal yang dimiliki oleh bank dengan lebih mudah. Meskipun demikian, akses tersebut membuat kinerja

perusahaan menjadi buruk, sehingga membuat investasi perusahaan menjadi kurang optimal (Lin dkk, 2009). Dalam penelitiannya, Rashid (2016) menemukan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan eksternal atas sebuah perusahaan merupakan sumber dari biaya agensi (*agency cost*) yang perlu dikeluarkan untuk meningkatkan efisiensi perusahaan.

Penetapan tarif pinjaman yang tinggi oleh bank juga dapat menjadi penyebab kurangnya investasi. Penelitian Chirinko dan Elston (2006) melihat hal ini dilakukan oleh bank sebagai kompensasi terhadap kepemilikan bank yang memberikan kontrol terhadap perusahaan. Dalam penelitian yang lain, ditemukan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh bank ditekan untuk meminjam lebih banyak sehingga melakukan investasi secara berlebihan dan memiliki kinerja yang buruk (Yao & Ouyang, 2007). Hal ini terjadi karena pihak bank berusaha untuk menjaga aliran pendapatan mereka tetap stabil dengan meminta perusahaan untuk melakukan investasi yang sebenarnya tidak diperlukan. Penelitian lain juga menemukan bahwa bank universal di Jerman mengalami konflik kepentingan dan dapat terlibat dalam kegiatan *rent seeking* (Agarwal & Ann Elston, 2001). Konflik agensi kemudian menyebabkan biaya hutang menjadi lebih tinggi sebagai hasil dari meningkatnya biaya pemantauan dan resiko kredit (Chu, 2018; Li dkk, 2020).

Berbeda dengan hasil penyelidikan di atas, sejumlah penelitian menemukan bahwa investasi perusahaan akan menjadi lebih efisien apabila bank memiliki kendali atas keputusan investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan melalui kepemilikan ekuitas (John dkk, 1994). Penelitian yang dilakukan oleh Jiang dkk (2010) menyimpulkan bahwa konflik kepentingan dapat dihilangkan apabila bank menjadi kreditor sekaligus pemegang saham. Peran ganda ini juga memungkinkan terhadap pengurangan biaya agensi hutang (Fernández-Méndez & González, 2019). Dengan berkurangnya konflik kepentingan dan biaya *asymmetric information*, membuat investasi yang berlebihan (*overinvestment*) oleh perusahaan dapat dihilangkan.

Di sisi yang lain, bank tidak hanya mengendalikan perusahaan dengan melalui pinjaman, tetapi juga melalui kepemilikan saham (Ogawa dkk, 2007). Gorton dan Schmid (2000) tidak menemukan adanya konflik kepentingan dalam perusahaan yang dikendalikan oleh bank Jerman melalui kepemilikan saham. Dengan posisi bank sebagai pemegang saham, menghilangkan hambatan keuangan dan memudahkan perusahaan untuk mengakses kapital bank sehingga mengeliminasi kekurangan investasi (*underinvestment*) oleh perusahaan.

Perusahaan juga akan cenderung terlibat dalam kegiatan investasi apabila lebih banyak pinjaman bank yang tersedia (Liu dkk, 2018). Bank akan memberikan tingkat bunga pinjaman yang rendah kepada perusahaan yang dimana bank memiliki hak suara lebih banyak (João & Wilson, 2017). Dengan menurunnya biaya pinjaman, maka investasi yang berlebihan dapat dikurangi sehingga investasi menjadi efisien.

Terlepas dari berbagai perbedaan yang ditemukan oleh berbagai penelitian sebelumnya, fenomena kepemilikan bank ini layak untuk diselidiki. Dengan melihat regulasi negara Indonesia yang memungkinkan bank untuk memiliki saham perusahaan, membuat negara

Indonesia menjadi negara dengan setting yang tepat dalam melakukan penelitian ini. Banyak penelitian sebelumnya telah mendokumentasikan hubungan antara kedua variabel tersebut dan menemukan hasil yang berbeda. Penelitian ini berkontribusi pada literatur kepemilikan bank dengan melihat bagaimana kepemilikan bank atas saham perusahaan dapat mempengaruhi inefisiensi investasi dari perusahaan di Indonesia.

Tinjauan Literatur

Kepemilikan Bank

Kepemilikan bank atas sebuah perusahaan dapat memengaruhi keputusan maupun performa dari perusahaan (Luo dkk, 2011). Penelitian oleh Kaplan dan Minton (1994) menyimpulkan bahwa bank memegang peranan penting dalam pengawasan dan pendisiplinan terhadap perusahaan, seiring dengan meningkatnya *turnover* dan kinerja perusahaan yang menjadi lebih baik. Selain itu, kepemilikan bank memungkinkan perusahaan untuk memiliki kualitas perkiraan (*forecasting*) yang akurat, sehingga berdampak positif terhadap kinerja perusahaan, seperti profitabilitas dan produktivitas (Tanaka dkk, 2020).

Perusahaan dengan kinerja pasar yang baik juga cenderung dengan kepemilikan bank yang tinggi (Limpaphayom & Polwitoon, 2004). Hal ini dikarenakan bank akan melakukan pengawasan terhadap perusahaan tersebut. Pengawasan dilakukan oleh bank dapat dilihat sebagai manfaat utama dari kepemilikan ekuitas bank atas saham perusahaan (Kang & Shivdasani, 1995; Sheard, 1989). Kewenangan kontrol yang dimiliki oleh bank melalui kepemilikan ekuitas memiliki peran yang penting terhadap tata kelola perusahaan. Hal ini dikemukakan oleh Gorton dan Schmid (2000) yang menyatakan kepemilikan bank berpengaruh positif terhadap performa perusahaan dan meningkat sesuai dengan kepemilikan ekuitas yang dimiliki oleh bank.

Petersen dan Rajan (1994) menemukan bahwa perusahaan yang tidak diawasi oleh *rating agencies* maupun lembaga keuangan memiliki kemungkinan terhadap informasi asimetris yang besar. Bank melakukan perluasan terhadap pengawasannya dengan memiliki saham perusahaan dan secara langsung bergabung dalam direksi perusahaan (Santos & Rumble, 2006). Ferreira dan Matos (2012) menyatakan bahwa bergabungnya bank ke dalam dewan perusahaan dipertimbangkan sebagai adanya hubungan tata kelola antara perusahaan dengan bank. Perusahaan mendapatkan pinjaman lebih banyak dari bank yang memiliki hubungan tata kelola dengannya.

Morck dkk (2000) menyatakan bahwa kepemilikan bank berkaitan dengan likuiditas perusahaan, bank memberikan kelonggaran hambatan keuangan sehingga memungkinkan perusahaan untuk melakukan investasi. Apabila bank melakukan pengurangan pinjaman terhadap perusahaan, maka akan mengakibatkan pertumbuhan aset, investasi, serta penjualan yang lebih rendah bagi perusahaan (Gropp dkk, 2019). Pinjaman yang diberikan oleh bank kepada perusahaan juga memungkinkan bank untuk melakukan monitoring terhadap peminjam (Diamond, 1991; Nakamura, 2002). Kegiatan

monitoring ini memberikan bank pengaruh terhadap tindakan peminjam secara langsung, termasuk mencegah terjadinya tindakan *moral hazard* (Besanko & Kanatas, 1993). Tidak hanya dengan menggunakan pinjaman, bank bisa mengawasi atau bahkan mengendalikan perusahaan sebagai pemegang ekuitas melalui kepemilikannya atas saham-saham perusahaan (Ogawa dkk, 2007).

Dengan peran ganda yang dimiliki oleh bank, yaitu sebagai pemberi pinjaman sekaligus pemegang saham, memungkinkan hilangnya biaya agensi. Penelitian Fernández-Méndez dan González (2019) menjelaskan hal ini sebagai akibat dari diperolehnya informasi yang lebih baik oleh bank, yang kemudian akan mengurangi biaya hutang. Konflik kepentingan yang biasa terjadi antara pemegang saham dan kreditor kemudian dapat dihilangkan apabila bank memainkan kedua peran tersebut (Jiang dkk, 2010). Tingkat bunga yang dikenakan oleh bank juga akan menjadi rendah terhadap perusahaan dimana bank memiliki lebih banyak hak suara (João & Wilson, 2017).

Inefisiensi Investasi

Dalam mengambil keputusan investasi, perusahaan memiliki kemungkinan untuk membuat keputusan yang tidak efisien, baik melalui investasi yang berlebihan (*overinvestment*) maupun kurangnya kegiatan investasi (*underinvestment*). Qin dan Song (2009) mendefinisikan kegiatan investasi yang tidak efisien sebagai kesalahan alokasi investasi yang menyebabkan terjadi penyimpangan investasi aktual dari investasi yang diinginkan. Penyimpangan ini dipicu oleh adanya biaya agensi yang kemudian membuat investor menjadi waspada terhadap insentif manajemen perusahaan yang bertindak untuk kepentingan pribadi, sehingga mengakibatkan perusahaan mengalami *underinvestment* (Demarzo dkk, 2012).

Investasi juga dapat dikatakan tidak efisien apabila memiliki sensitivitas yang kurang terhadap peluang investasi (McLean dkk, 2012). Dalam penelitiannya, Chen dkk (2017) mengukur sensitivitas investasi terhadap peluang investasi dengan menggunakan *tobin's q* sebagai determinan efisiensi investasi. Dengan tingkat penyimpangan investasi yang rendah dan tingginya sensitivitas investasi terhadap peluang investasi memberikan indikasi pengambilan keputusan investasi yang efisien (Wang dkk, 2020).

Penelitian Richardson (2006) menunjukkan bahwa investasi yang berlebihan terjadi saat perusahaan mendistribusikan arus kas bebas ke pasar modal eksternal untuk membiayai investasi yang baru. Investasi ini kemudian menuntut adanya pengawasan terhadap manajemen yang pada akhirnya dapat memicu munculnya biaya agensi (Easterbrook, 1984). Terdapatnya biaya agensi dalam kegiatan investasi perusahaan akan membuat investasi menjadi tidak efisien (Biddle dkk, 2009).

Dalam penelitiannya, Wang dkk (2020) mendefinisikan bahwa investasi yang berlebihan juga terjadi saat terdapat konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Manajer memiliki kecenderungan terhadap tindakan *moral hazard*, yaitu dengan melakukan investasi yang berlebihan demi keuntungan pribadi dan bukannya untuk kepentingan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Konflik kepentingan juga dapat

terjadi antara pemegang saham dengan pemberi pinjaman. Kreditor dapat terlibat dalam kegiatan *rent seeking* sehingga menyebabkan perusahaan membayar bunga pinjaman dengan lebih tinggi (Agarwal & Ann Elston, 2001).

Hilangnya konflik antara pemegang saham dengan kreditor akan menurunkan biaya pinjaman (Jiang dkk, 2010). Adanya konflik kepentingan juga mengakibatkan perusahaan mengalami hambatan keuangan dan tertekan secara finansial. Perusahaan kemudian akan memiliki kecenderungan untuk menyimpan dana dalam rangka pembiayaan investasi tanpa memerlukan modal eksternal serta menghindari kerugian investasi di masa depan (Bassetto & Kalatzis, 2011).

Di sisi yang lain, Guariglia dan Yang (2016) menemukan bahwa hambatan keuangan menyebabkan arus kas perusahaan menjadi negatif, sehingga mengalami *underinvestment*. Penemuan mereka menjadi semakin menarik saat ditemukan bahwa sekalipun perusahaan memiliki arus kas yang positif, total investasi baru yang diharapkan oleh perusahaan adalah negatif. Hal ini dikarenakan lebih besarnya nilai depresiasi dan amortisasi daripada nilai total investasi perusahaan sebagai akibat dari kurangnya kegiatan investasi.

Dengan kurangnya sumber pendanaan, yaitu pinjaman dari bank dan arus kas yang negatif membuat perusahaan untuk mengurangi kegiatan investasinya dan mengalami *underinvestment*. Perusahaan akan cenderung terlibat dalam kegiatan investasi apabila lebih banyak pinjaman bank yang tersedia (Liu dkk, 2018). Hal ini juga didukung oleh penelitian Cingano dkk (2016) yang menunjukkan bahwa keputusan investasi perusahaan sangat sensitif terhadap ketersediaan kredit bank, dimana penurunan pada pertumbuhan kredit memicu penurunan tingkat investasi.

Kepemilikan Bank dan Inefisiensi Investasi

Kepemilikan bank atas saham suatu perusahaan memungkinkan bank untuk memainkan dua peran sekaligus, yaitu pemegang saham dan pemberi pinjaman. Melalui kedua peran tersebut, bank dapat melakukan pengawasan dan secara langsung terlibat dalam pengambilan keputusan investasi perusahaan. Ogawa dkk (2007) menyatakan bahwa bank dapat mengawasi atau bahkan mengendalikan perusahaan, baik dengan menggunakan pinjaman ataupun menggunakan kepemilikan ekuitasnya atas perusahaan. Penelitian Agarwal dan Ann Elston (2001) mendapati bahwa kegiatan *rent seeking* yang dilakukan oleh kreditor mengakibatkan bunga pinjaman menjadi tinggi. Hal ini tentu saja menghasilkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditor. Peran ganda yang dimiliki oleh bank memungkinkan perusahaan untuk menghilangkan konflik kepentingan yang dapat terjadi di antara kedua pihak tersebut (Jiang dkk, 2010). Temuan oleh João dan Wilson (2017), hal ini dijelaskan sebagai hasil dari kepemilikan hak suara bank atas perusahaan sehingga bank akan mengenakan tingkat bunga yang lebih rendah.

Dengan hilangnya biaya yang berlebihan sebagai akibat dari konflik kepentingan, maka investasi yang berlebihan dapat dieliminasi dan perusahaan dapat menghindari pembuatan keputusan investasi yang inefisien (Jiang dkk, 2010; Wang dkk, 2020).

Penelitian Jensen dan Meckling (1976) mendapati bahwa konflik kepentingan juga dapat terjadi antara manajer dengan pemegang saham, dimana manajer bisa saja terlibat dalam kegiatan *moral hazard* dan melakukan kegiatan investasi yang berlebihan.

Easterbrook (1984) lebih lanjut menjelaskan bahwa dibutuhkan pengawasan terhadap manajemen sehingga tindakan tersebut dapat dicegah. Hal ini kemudian dapat menyebabkan bertambahnya biaya agensi, yang oleh (Biddle dkk, 2009) didefinisikan sebagai investasi yang tidak efisien. Peran bank sebagai kreditor memungkinkan bank untuk melakukan pengawasan terhadap perusahaan peminjam. Kang dan Shivdasani (1995) melihat hal ini sebagai sebuah keuntungan atas kepemilikan bank. Dengan tidak adanya biaya agensi untuk melakukan monitoring terhadap manajemen, maka keputusan investasi yang inefisien dapat dihindari oleh perusahaan (Biddle dkk, 2009; Richardson, 2006).

Kepemilikan bank yang tinggi memiliki keterkaitan terhadap likuiditas perusahaan yang tinggi juga (Morck dkk, 2000). Melalui pinjaman yang diberikan oleh bank, perusahaan tidak lagi menghadapi hambatan dalam hal keuangan. Penelitian Ferreira dan Matos (2012) mendapati bahwa bank memberikan pinjaman yang lebih banyak kepada perusahaan yang memiliki hubungan tata kelola. Tersedianya dana bagi perusahaan memungkinkan perusahaan untuk memiliki arus kas yang positif sehingga tidak mengalami kekurangan investasi (Cingano dkk, 2016; Guariglia & Yang, 2016).

Dengan hilangnya hambatan keuangan dalam kegiatan investasi perusahaan, maka investasi yang inefisien dapat dihindari. Secara teoritis, kepemilikan bank pada akhirnya dapat meningkatkan investasi perusahaan menjadi efisien. Kegiatan monitoring yang dilakukan oleh bank baik melalui kepemilikan saham dan hutang, menghilangkan masalah agensi dan informasi asimetris yang menyebabkan investasi menjadi inefisien (Besanko & Kanatas, 1993; Santos & Rumble, 2006).

Hipotesis

Penelitian-penelitian sebelumnya telah membuktikan bahwa kepemilikan bank memiliki pengaruh terhadap efisiensi keputusan investasi perusahaan. Bank akan memberikan pinjaman lebih banyak kepada perusahaan yang memiliki hubungan tata kelola dengannya, sehingga perusahaan terbebas dari hambatan keuangan yang menyebabkan kurangnya investasi (Ferreira & Matos, 2012; Guariglia & Yang, 2016). Bank sebagai kreditor juga akan memberikan pengawasan terhadap perusahaan, menghilangkan berbagai biaya agensi yang menyebabkan perusahaan membayar lebih banyak (Besanko & Kanatas, 1993; Diamond, 1991; Nakamura, 2002).

Kepemilikan bank atas ekuitas perusahaan serta bergabung dalam direksi perusahaan memungkinkan bank untuk mempengaruhi keputusan investasi perusahaan (Santos & Rumble, 2006). Konflik kepentingan yang menyebabkan biaya hutang menjadi lebih mahal juga dapat dieliminasi melalui peran ganda bank sebagai kreditor dan pemegang saham (Jiang dkk, 2010). Berdasarkan paparan pada landasan teori hasil penelitian sebelumnya, dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

H_1 : Kepemilikan bank akan menurunkan inefisiensi keputusan investasi perusahaan.

Metode Penelitian

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2006-2019. Dalam penelitian ini, perusahaan yang merupakan lembaga keuangan dikeluarkan dari sampel penelitian oleh karena praktik akuntansi dan pelaporan yang berbeda dari perusahaan pada umumnya. Perusahaan dengan data laporan keuangan yang tidak lengkap terkait variabel yang digunakan juga dikeluarkan dari sampel penelitian. Total perusahaan yang menjadi sampel penelitian adalah sebanyak 479 perusahaan terbuka non-keuangan di Indonesia. Data penelitian bersumber dari laporan keuangan perusahaan yang diakses melalui *data platform S&P Capital IQ*. Jenis data yang digunakan dalam penelitian adalah panel data, yaitu *unbalanced panel data*. Setiap variabel yang diteliti (kecuali variabel dummy) telah dilakukan *winsorization* pada level 1% untuk mengurangi angka-angka ekstrem yang menjadi *outlier*.

Model Pengukuran Variabel Inefisiensi Investasi

Sebelum menguji hipotesis penelitian, perlu ditetapkan *optimal investment expenditure*. Dengan mengikuti ukuran Richardson (2006), *optimal investment expenditure* akan diestimasi menggunakan Model I, yaitu:

$$\begin{aligned} \text{Total Investment}_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{Tbq}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Total Investment}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{Ret}_{i,t-1} \\ &+ \alpha_4 \text{Cash Holding}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{Lnsize}_{i,t-1} + \alpha_6 \text{Lnage}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{Lev}_{i,t-1} \\ &+ \varepsilon_t \end{aligned} \quad (1)$$

Total Investment_{i,t} adalah total pengeluaran investasi untuk perusahaan *i* pada tahun *t*. *Controlled variables* yang digunakan dalam model ini termasuk *growth opportunity* perusahaan (*Tbq_{i,t-1}*), pengeluaran investasi (*Total Investment_{i,t-1}*), tingkat pengembalian tahunan saham (*Ret_{i,t-1}*), *cash holding* (*Cash Holding_{i,t-1}*), ukuran perusahaan (*Lnsize_{i,t-1}*), umur *listed* (*Lnage_{i,t-1}*), dan tingkat hutang (*Lev_{i,t-1}*). Dengan menggunakan nilai residual hasil regresi model (1), akan diperoleh nilai dari inefisiensi investasi perusahaan. Nilai tersebut bisa positif ataupun negatif sesuai dengan *overinvestment* ataupun *underinvestment*.

Model Empiris

Dalam menguji hipotesis penelitian, akan digunakan Model II, yaitu:

$$\begin{aligned} \text{Investment Inefficiency}_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 \text{Bank}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Lnsize}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Tang}_{i,t-1} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t-1} \\ &+ \beta_5 \text{Loss}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Big4}_{i,t-1} + \beta_8 \text{Largest}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

dimana *Investment Inefficiency_{i,t}* adalah nilai absolut dari *residual* Model I. Variabel *Bank_{i,t-1}* adalah variabel *dummy* yang bernilai satu apabila terdapat bank sebagai pemegang saham. Variabel *Bank_{i,t-1}* diharapkan memiliki koefisien yang negatif dan signifikan terhadap inefisiensi investasi. *Controlled variables* yang digunakan adalah ukuran perusahaan (*Lsize_{i,t-1}*), *tangibility* (*Tang_{i,t-1}*), *return on assets* (*ROA_{i,t-1}*), kerugian (*Loss_{i,t-1}*), auditor perusahaan (*Big4_{i,t-1}*), dan kepemilikan saham terbesar (*Largest_{i,t-1}*) sebagaimana yang digunakan dalam model penelitian sebelumnya oleh Wang dkk (2020).

Untuk memberikan bukti yang kuat mengenai kepemilikan bank, dilakukan juga estimasi sensitivitas investasi terhadap peluang investasi dengan mengikuti Chen dkk (2017) dan McLean dkk (2012). Estimasi tersebut akan menggunakan Model III, yaitu:

$$\text{Investment} = \beta_0 + \beta_1 \text{Bank}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Tbq}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Bank}_{i,t-1} \times \text{Tbq}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Lsize}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Tang}_{i,t-1} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_7 \text{Big4}_{i,t-1} + \beta_8 \text{Loss}_{i,t-1} + \beta_9 \text{Largest}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{Ret}_{i,t-1} + \beta_{12} \text{Cash Holding}_{i,t-1} + \beta_{13} \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_{14} \text{CFO}_{i,t-1} + \beta_{15} \text{Lnage}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Variabel *Bank_{i,t-1} x Tbq_{i,t-1}* merupakan variabel interaksi antara kepemilikan bank dengan *Tobin's Q*. Kepemilikan bank dinyatakan akan meningkatkan efisiensi investasi apabila koefisien interaksi adalah positif dan signifikan secara statistik.

Pengukuran Variabel

Dalam penelitian ini, akan digunakan variabel dependen dan variabel dependen.

Tabel 1 Operasionalisasi Variabel

Variabel	Definisi
Total	<i>(Capital Expenditure + R&D + Cash Acquisition – Sales from PPE)</i>
Investment	<i>Total Asset</i>
Investment	<i>Capital Expenditure / Total Assets</i>
Investment Inefficiency	Nilai absolut dari residual Model I
Bank	Variabel <i>dummy</i> , bernilai satu jika bank merupakan pemegang saham perusahaan, dan bernilai nol jika sebaliknya
Tobin's Q	Rasio <i>Market Value to Book Value of Total Assets</i>
Lsize	Logaritma natural dari <i>Total Assets</i>
Tang	Rasio <i>Tangible Assets to Total Assets</i>
ROA	Rasio <i>After-tax Operating Income to Total Assets</i>
Big4	Variabel <i>dummy</i> , bernilai satu jika auditor perusahaan merupakan akuntan <i>big-four</i> , dan bernilai nol jika sebaliknya
Loss	Variabel <i>dummy</i> , bernilai satu jika perusahaan mengalami laba bersih negatif, dan bernilai nol jika sebaliknya
Largest	Variabel <i>dummy</i> , bernilai satu jika terdapat <i>shareholder</i> dengan kepemilikan lebih dari 50%, dan bernilai nol jika sebaliknya
Ret	Tingkat pengembalian saham tahunan
Cash Holding	<i>Cash and Cash Equivalents Assets / Total Assets</i>
Lev	Rasio <i>Total Liabilities to Total Assets</i>
CFO	<i>Cash from Operation / Total Assets</i>
Lnage	Logaritma natural dari satu ditambah jumlah tahun sejak perusahaan terdaftar di BEI

Variabel dependen dalam Model I, II dan III secara berurutan adalah *total investment*, *investment inefficiency*, dan *investment*. Setiap variabel penelitian (kecuali variabel *dummy*) telah dilakukan *winsorization* pada level 1% untuk mengurangi angka-angka ekstrem yang menjadi *outlier*. Tabel 1 menjelaskan operasionalisasi variabel yang digunakan dalam penelitian.

Hasil dan Pembahasan

Statistik Deskriptif

Dalam bagian ini, data-data statistik yang diperoleh akan dijelaskan secara narasi dengan menggunakan sejumlah parameter. Total perusahaan yang diteliti adalah sebanyak 479 perusahaan terbuka non-keuangan di Indonesia. Tabel 2 menampilkan data statistik deskriptif dari sampel penelitian, dimana dapat diketahui bahwa jumlah observasi penelitian adalah sebanyak 4443. *Bank* merupakan variabel *dummy* yang memiliki nilai rata-rata sebesar 0,098. Dengan demikian, dapat diketahui bahwa hanya 9,8% dari total observasi yang mempunyai kepemilikan bank. Angka ini hampir serupa dengan variabel *Largest*, dimana hanya sekitar 9,9% observasi yang memiliki *shareholder* dengan persentase kepemilikan di atas 50%. Data statistik juga menunjukkan bahwa 21,7% observasi mengalami kerugian, dan hanya 40,3% observasi yang menggunakan perusahaan audit *big-four* sebagai auditor.

Table 2 Data Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Total Investment	4443	0,052	0,065	-0,050	0,329
Overinvestment	1329	0,048	0,055	0,000	0,322
Underinvestment	2198	-0,028	0,022	-0,160	-0,000
Bank	4443	0,098	0,297	0,000	1,000
Cash Holding	4443	0,093	0,099	0,001	0,480
Lnsiz	4443	28,360	1,665	24,352	32,129
Tang	4443	0,368	0,245	0,001	0,899
ROA	4443	0,050	0,078	-0,197	0,359
Big4	4443	0,403	0,491	0,000	1,000
Loss	4443	0,217	0,412	0,000	1,000
Largest	4443	0,099	0,299	0,000	1,000
Lev	4443	0,514	0,321	0,036	2,378
CFO	4443	0,062	0,100	-0,195	0,416
Lnage	4443	2,474	0,764	0,693	3,555
Tbq	4443	1,614	1,680	0,303	12,037
Return	3959	0,187	0,753	-0,795	4,172

Setelah melakukan regresi pada Model I, ditemukan residual yang kemudian dinyatakan sebagai *Overinvestment* dan *Underinvestment*. Variabel *Overinvestment* memiliki jumlah observasi sebanyak 1329 observasi, dimana nilai tersebut lebih sedikit dibandingkan variabel *Underinvestment*. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa sebagian besar perusahaan di Indonesia mengalami kekurangan investasi. Penemuan ini tentunya sesuai dengan hasil penelitian sebelumnya. Penelitian Guariglia dan Yang (2016) menemukan

bahwa perusahaan mengalami *underinvestment* karena adanya hambatan keuangan. Apabila tingkat kepemilikan bank lebih tinggi, maka persentase *underinvestment* dapat dikurangi karena bank dapat memberikan pinjaman yang lebih kepada perusahaan (Cingano dkk, 2016; Ferreira & Matos, 2012).

Data nilai rata-rata setiap variabel kemudian dikelompokkan berdasarkan kepemilikan. Dengan melihat Tabel 3, dapat diketahui bahwa perusahaan yang dimiliki oleh bank memiliki rata-rata total investasi yang lebih tinggi 0,006 daripada perusahaan yang tidak dimiliki oleh bank. Adanya kepemilikan bank memungkinkan bank untuk memberikan kelonggaran hambatan keuangan terhadap perusahaan (Morck dkk, 2000). Kemudahan bagi perusahaan ini kemudian memungkinkan perusahaan untuk melakukan investasi lebih banyak, melalui tersedianya pinjaman yang lebih banyak (Liu dkk, 2018). Di sisi yang lain, perusahaan tanpa kepemilikan bank cenderung menghadapi konflik kepentingan sehingga menyebabkan perusahaan untuk menyimpan dana dan mengurangi kegiatan investasi (Bassetto & Kalatzis, 2011). Nilai *p-value difference* yang signifikan pada 10% turut menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan dalam tingkat investasi perusahaan.

Variabel *Cash Holding* memberikan ukuran mengenai jumlah kas yang dipegang oleh perusahaan. Dengan melihat nilai rata-rata, dapat diketahui bahwa perusahaan tanpa kepemilikan bank memiliki jumlah kas yang lebih rendah -0,004. Fenomena ini menjadi menarik karena berbeda dengan penelitian sebelumnya, meskipun nilai *p-value difference* variabel adalah tidak signifikan. Wang dkk (2020) menyatakan bahwa kurangnya hambatan keuangan bagi perusahaan menyebabkan berkurangnya motivasi perusahaan untuk menyimpan kas. Di sisi yang lain, hambatan keuangan yang dihadapi oleh perusahaan tanpa kepemilikan bank bisa saja menyebabkan perusahaan tidak dapat menyimpan ataupun memiliki kas dalam jumlah yang banyak sehingga memungkinkan perusahaan tersebut memiliki jumlah kas yang lebih rendah.

Variabel *Lsize* memberikan gambaran mengenai ukuran perusahaan. Dengan melihat nilai rata-rata, dapat diketahui bahwa perusahaan dengan kepemilikan bank memiliki nilai yang lebih tinggi 1,105 dan nilai *p-value difference* variabel adalah signifikan pada 1%. Perusahaan dengan kepemilikan bank melakukan investasi yang efisien karena berinvestasi sesuai dengan *growth opportunity*, sehingga memungkinkan perusahaan untuk tumbuh lebih besar daripada perusahaan tanpa kepemilikan bank.

Variabel *Loss* menunjukkan terdapatnya kerugian yang dialami oleh perusahaan. Dengan melihat nilai rata-rata, dapat diketahui bahwa perusahaan tanpa kepemilikan bank memiliki nilai rata-rata yang lebih tinggi 0,054 dan nilai *p-value difference* variabel adalah signifikan pada 1%. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan bank lebih jarang mengalami kerugian, dan dapat dilihat sebagai akibat adanya kegiatan monitoring oleh bank.

Table 3 Data Nilai Rata-Rata berdasarkan Kepemilikan

Variabel	Obs	Bank Ownership (Mean)	Obs	Non Bank Ownership (Mean)	Diff.	p-value
Total Investment	434	0,057	4009	0,051	-0,006	0,058
Cash Holding	434	0,097	4009	0,093	-0,004	0,386
Lnsize	434	29,357	4009	28,252	-1,105	0,000
Tang	434	0,379	4009	0,367	-0,012	0,340
ROA	434	0,072	4009	0,048	-0,024	0,000
Big4	434	0,583	4009	0,384	-0,199	0,000
Loss	434	0,168	4009	0,222	0,054	0,001
Largest	434	0,249	4009	0,083	-0,166	0,000
Lev	434	0,537	4009	0,511	-0,026	0,106
CFO	434	0,082	4009	0,060	-0,022	0,000
Lnage	434	2,775	4009	2,441	-0,333	0,000
Tbq	434	2,063	4009	1,566	-0,498	0,000
Return	410	0,140	3549	0,193	0,053	0,177

Data nilai rata-rata selanjutnya dikelompokkan juga berdasarkan inefisiensi investasi. Dengan melihat Tabel 4, dapat diketahui bahwa perusahaan yang mengalami *underinvestment* memiliki tingkat investasi yang lebih rendah -0,082 daripada perusahaan yang mengalami *overinvestment*. Penelitian Guariglia dan Yang (2016) menjelaskan bahwa perusahaan dengan *underinvestment* cenderung menghadapi hambatan keuangan sehingga memilih untuk mengurangi kegiatan investasi. Sebaliknya, perusahaan dengan *overinvestment* cenderung memiliki arus kas bebas sehingga mendistribusikannya ke pasar modal eksternal untuk pembiayaan investasi yang baru (Richardson, 2006). Nilai *p-value difference* variabel yang signifikan pada 1% turut menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan terkait tingkat investasi perusahaan.

Apabila melihat variabel *Cash Holding*, perusahaan yang mengalami *underinvestment* memiliki jumlah kas yang lebih tinggi 0,009 dan nilai *p-value difference* variabel yang signifikan pada 1%. Penelitian Bassetto dan Kalatzis (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang mengalami hambatan keuangan akan memiliki kecenderungan untuk menyimpan kas lebih banyak untuk pembiayaan investasi masa depan karena sulitnya mendapatkan modal eksternal. Kurangnya kegiatan investasi yang dilakukan oleh perusahaan dengan *underinvestment* juga dapat menjadi salah satu faktor yang menyebabkan banyaknya jumlah kas perusahaan.

Variabel *Lnsize* berdasarkan inefisiensi menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami *underinvestment* memiliki nilai yang lebih rendah -0,352 bila dibandingkan dengan perusahaan yang *overinvestment*. Dengan nilai *p-value difference* variabel yang signifikan pada 1% menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang *underinvestment* memiliki ukuran perusahaan yang lebih kecil. Hal ini dapat dilihat sebagai akibat dari ketidakmampuan perusahaan *underinvestment* untuk berinvestasi sesuai dengan *growth opportunity* sehingga tidak dapat tumbuh melebihi perusahaan *overinvestment*. Penemuan ini semakin diperjelas

dengan rendahnya nilai variabel *Tbq* yang dimiliki oleh perusahaan *underinvestment*, meskipun nilai *p-value difference* adalah tidak signifikan.

Table 4 Data Nilai Rata-Rata berdasarkan Inefisiensi Investasi

Variabel	Obs	Overinvestment (Mean)	Obs	Underinvestment (Mean)	Diff.	p-value
Total Investment	1329	0,099	2198	0,017	-0,082	0,000
Cash Holding	1329	0,088	2198	0,097	0,010	0,002
Lnsize	1329	28,713	2198	28,372	-0,340	0,000
Tang	1329	0,451	2198	0,318	-0,133	0,000
ROA	1329	0,061	2198	0,044	-0,018	0,000
Big4	1329	0,489	2198	0,374	-0,116	0,000
Loss	1329	0,184	2198	0,255	0,071	0,000
Largest	1329	0,090	2198	0,102	0,012	0,242
Lev	1329	0,502	2198	0,522	0,020	0,078
CFO	1329	0,083	2198	0,052	-0,031	0,000
Lnage	1329	2,792	2198	2,595	-0,198	0,000
Tbq	1329	1,564	2198	1,524	-0,039	0,473
Return	1329	0,220	2198	0,139	-0,081	0,001

Hasil Empiris

Tabel 5 menampilkan hasil regresi dari Model I yang diprediksi dengan menggunakan model *Generalized Method of Moments* (GMM). Dengan melihat hasil regresi, dapat diketahui bahwa koefisien variabel *Tbq* adalah positif dan signifikan pada 1%. Penemuan ini konsisten dengan hasil penelitian Chen dkk (2017) yang juga menemukan hubungan positif antara *Tobin's Q* dengan tingkat investasi perusahaan. Koefisien variabel *Total Investment* juga adalah positif serta signifikan pada 1%. Variabel ini merupakan bentuk *lagged value* satu tahun dari variabel dependen. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa total investasi pada masa lampau memiliki pengaruh terhadap tingkat investasi perusahaan pada masa sekarang. Richardson (2006) turut menemukan hasil yang serupa, dimana aktivitas investasi pada masa lampau meningkatkan pengeluaran investasi pada saat ini.

Apabila melihat variabel *Lnage*, koefisien variabel adalah negatif dan signifikan pada 1% sehingga dapat disimpulkan bahwa umur perusahaan mengurangi tingkat investasi. Perusahaan yang telah lama melakukan *listing*, memiliki kemungkinan besar untuk berada pada tahap *mature* ataupun *declining*, sehingga akan memiliki kecenderungan untuk mengurangi kegiatan investasi (Chen dkk, 2011). Koefisien variabel *Lnsize* adalah positif dan signifikan pada 1%, sehingga menunjukkan bahwa ukuran perusahaan meningkatkan pengeluaran investasi. Perusahaan yang masih kecil lebih banyak menghadapi kendala keuangan dan memilih untuk berinvestasi menggunakan dana internal meskipun masih terbatas (Czarnitzki & Hottenrott, 2011). Dengan demikian, semakin besar perusahaan maka tingkat investasi juga akan meningkat seiring dengan kemampuan perusahaan untuk mendanai kegiatan investasi. Sejumlah *controlled variables* lainnya, seperti *Cash Holding* dan *Lev* adalah tidak signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa jumlah kas dan

tingkat hutang tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat investasi perusahaan.

Table 5 Hasil Regresi *Optimal Investment Expenditure*

Dependent Variable	Total Investment
Tbq	0,005*** (0,001)
Control variables	
Total Investment	0,270*** (0,036)
Return	0,005*** (0,002)
Cash Holding	0,020 (0,013)
Lnsize	0,003*** (0,001)
Lnage	-0,018*** (0,05)
Lev	-0,007 (0,004)
N	3527
Prob > F	0,000
AR(2)	0,750
Sargan test of Chi ²	0,302
Hansen test of Chi ²	0,318
Semua variabel independen menggunakan <i>lagged value</i> satu tahun. Setiap variabel telah dilakukan <i>winsorization</i> dengan tingkat signifikansi 1%. <i>Standard errors</i> dilaporkan dalam tanda kurung. Detail mengenai variabel dapat dilihat pada Tabel 1.	
***signifikan pada 1%, **signifikan pada 5%, *signifikan pada 10%	

Tabel 6 menampilkan hasil regresi terhadap kedua model penelitian. Pada kolom (1), ditampilkan hasil regresi dari Model II, variabel dependen adalah *Investment Inefficiency*. Dengan melihat hasil regresi, dapat diketahui bahwa koefisien variabel *Bank* adalah negatif dan signifikan pada 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan bank mengurangi inefisiensi investasi. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian John dkk (1994) yang juga menemukan tingkat efisiensi yang tinggi pada perusahaan dengan kepemilikan bank.

Mengikuti penelitian Chen dkk (2017) dan McLean dkk. (2012), dilakukan regresi terhadap Model III sebagai ukuran alternatif efisiensi investasi. Pada kolom (2) ditampilkan hasil regresi dari Model III, dimana variabel dependen adalah *Investment* dan terdapat variabel interaksi *Bank*Tbq*. Dengan melihat hasil regresi, dapat diketahui bahwa koefisien variabel *Bank*Tbq* adalah positif dan signifikan pada 1%, sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan bank meningkatkan sensitivitas investasi terhadap peluang investasi. Tingkat sensitivitas yang tinggi serta rendahnya tingkat penyimpangan memberikan indikasi bahwa keputusan investasi menjadi lebih efisien (Wang dkk, 2020). Variabel *Tbq* yang semula tidak signifikan menunjukkan bahwa perusahaan tidak melakukan investasi sesuai dengan *growth opportunity*. Setelah dilakukan interaksi dengan kepemilikan,

terjadi peningkatan koefisien dan signifikan seperti yang ditunjukkan oleh variabel *Bank*Tbq*.

Table 6 Hasil Regresi Pengaruh Kepemilikan Bank terhadap Inefisiensi Investasi

	Dependent Variable	
	Investment Inefficiency	Investment
Bank	-0,004** (0,002)	-0,0122*** (0,0016)
Tbq		0,0009 (0,0011)
Interaction variables		
Bank*Tbq		0,0030*** (0,0009)
Control variables		
Lnsiz	-0,012*** (0,002)	-0,0076** (0,0029)
Tang	-0,039*** (0,011)	-0,0005 (0,0114)
ROA	0,031 (0,025)	0,0881** (0,0301)
Big4	0,003 (0,005)	0,0089 (0,0057)
Loss	0,005 (0,006)	-0,0031 (0,0019)
Largest	-0,001 (0,004)	0,0021 (0,0036)
Ret		0,0022 (0,0013)
Cash Holding		0,0457** (0,0166)
Lev		-0,0088 (0,0104)
CFO		-0,0084 (0,0161)
Lnage		-0,0076 (0,0052)
N	3127	3527
Prob > F	0,000	0,0000
R2	0,0664	0,0919

Semua variabel independen menggunakan *lagged value* satu tahun. Setiap variabel telah dilakukan *winsorization* dengan tingkat signifikansi 1%. *Standard errors* dilaporkan dalam tanda kurung. Detail mengenai variabel dapat dilihat pada Tabel 1.

***signifikan pada 1%, **signifikan pada 5%, *signifikan pada 10%

Ketika melihat *control variables*, koefisien variabel *Lnsiz* adalah negatif dan signifikan pada 1% untuk kolom (1). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan mengurangi inefisiensi investasi. Perusahaan yang memiliki ukuran yang besar akan jarang menghadapi kendala keuangan dalam membiayai investasi perusahaan, sehingga investasi perusahaan dapat mencapai *optimal level* dan menjadi lebih efisien (Czarnitzki

& Hottenrott, 2011). Untuk kolom (2), koefisien variabel *Lsize* adalah sama negatif dan signifikan pada 5%. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan mengurangi tingkat investasi perusahaan. Oleh Hovakimian (2009) hal ini dijelaskan bahwa perusahaan yang masih kecil memiliki *growth opportunity* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang sudah berukuran besar.

Koefisien variabel *Tang* adalah negatif serta signifikan pada 1% untuk kolom (1), sehingga dapat disimpulkan bahwa *tangible assets* mengurangi inefisiensi investasi. Perusahaan dengan jumlah *tangible assets* yang sedikit akan menghadapi asimetri informasi dikarenakan kurangnya nilai aset yang dapat dijadikan sebagai *collateral* (Hovakimian, 2009). Dengan meningkatnya jumlah *tangible assets*, akan menghilangkan asimetri informasi terkait default state perusahaan dan menurunkan biaya pinjaman sehingga investasi perusahaan menjadi lebih efisien.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini menggunakan dummy variable dalam mengukur kepemilikan bank. Pengukuran dengan menggunakan dummy variable dapat memiliki keterbatasan informasi dibandingkan dengan menggunakan pengukuran lain seperti persentase kepemilikan bank atas sebuah perusahaan. Penelitian ini mungkin dapat berkontribusi lebih terhadap literatur jika menggunakan data *cross-country* misalnya pada perusahaan ASEAN.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa sebagian besar perusahaan di Indonesia tidak memiliki kepemilikan bank dan mengalami *underinvestment*. Setelah dilakukan regresi terhadap model penelitian, maka peneliti menemukan bukti bahwa kepemilikan bank mengurangi inefisiensi investasi perusahaan sesuai dengan hipotesis, sebagaimana koefisien variabel Bank adalah negatif dan signifikan terhadap *Investment Inefficiency*. Untuk memperkuat hasil ini, dilakukan regresi terhadap model penelitian lainnya, dan didapati bahwa koefisien variabel interaksi kepemilikan bank dan Tobins' Q adalah positif dan signifikan terhadap Investment. Dengan demikian, kepemilikan bank meningkatkan sensitivitas investasi terhadap peluang investasi. Adapun yang menjadi implikasi dari penelitian ini adalah investor dapat melakukan kegiatan investasi pada perusahaan yang dimiliki oleh bank karena investasi perusahaan adalah lebih efisien. Selain itu, peneliti selanjutnya juga dapat melakukan penelitian lebih lanjut dapat menggunakan pengukuran kepemilikan bank lainnya dan menambahkan sampel perusahaan yang terdaftar pada bursa negara lain, sehingga dapat menjadi penelitian *cross-country*.

Daftar Pustaka

- Agarwal, R., & Ann Elston, J. (2001). Bank–firm relationships, financing and firm performance in Germany. *Economics Letters*, 72(2), 225–232. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(01\)00427-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0165-1765(01)00427-X)
- Bassetto, C. F., & Kalatzis, A. E. G. (2011). Financial distress, financial constraint and investment decision: Evidence from Brazil. *Economic Modelling*, 28(1–2), 264–271. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2010.09.003>
- Besanko, D., & Kanatas, G. (1993). Credit Market Equilibrium with Bank Monitoring and Moral Hazard. *The Review of Financial Studies*, 6(1), 213–232. <https://doi.org/10.1093/rfs/6.1.213>
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2–3), 112–131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Chen, R., el Ghouli, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2017). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408–421. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>
- Chen, S., Sun, Z., Tang, S., & Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 259–271. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.004>
- Chirinko, R. S., & Elston, J. A. (2006). Finance, control and profitability: the influence of German banks. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 59(1), 69–88. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jebo.2004.01.004>
- Chu, Y. (2018). Shareholder-Creditor Conflict and Payout Policy: Evidence from Mergers between Lenders and Shareholders. *The Review of Financial Studies*, 31(8), 3098–3121. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx142>
- Cingano, F., Manaresi, F., & Sette, E. (2016). Does Credit Crunch Investment Down? New Evidence on the Real Effects of the Bank-Lending Channel. *Review of Financial Studies*, 29(10), 2737–2773. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw040>
- Czarnitzki, D., & Hottenrott, H. (2011). R&D investment and financing constraints of small and medium-sized firms. *Small Business Economics*, 36(1), 65–83. <https://doi.org/10.1007/s11187-009-9189-3>
- Demarzo, P. M., Fishman, M. J., He, Z., & Wang, N. (2012). Dynamic Agency and the q Theory of Investment. *Journal of Finance*, 67(6), 2295–2340. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01787.x>
- Diamond, D. W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709–737. <https://doi.org/10.2307/2937924>
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Fernández-Méndez, C., & González, V. M. (2019). Bank ownership, lending relationships and capital structure: Evidence from Spain. *BRQ Business Research Quarterly*, 22(2), 137–154. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2018.05.002>
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2012). Universal banks and corporate control: Evidence from the global syndicated loan market. *Review of Financial Studies*, 25(9), 2703–2744. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs076>
- Gorton, G., & Schmid, F. A. (2000). Universal banking and the performance of German firms. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 29–80. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00066-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00066-0)

- Gropp, R., Mosk, T., Ongena, S., & Wix, C. (2019). Banks Response to Higher Capital Requirements: Evidence from a Quasi-Natural Experiment. *The Review of Financial Studies*, 32(1), 266–299. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy052>
- Guariglia, A., & Yang, J. (2016). A balancing act: Managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market. *Journal of Corporate Finance*, 36, 111–130. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.006>
- Hovakimian, G. (2009). Determinants of Investment Cash. *Financial Management*, 38(1), 161–183. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01032.x>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiang, W., Li, K., & Shao, P. (2010). When shareholders are creditors: Effects of the simultaneous holding of equity and debt by non-commercial banking institutions. *Review of Financial Studies*, 23(10), 3595–3637. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq056>
- João, J. A., & Wilson, K. E. (2017). Does Banks' Corporate Control Lower Funding Costs? Evidence from US Banks' Control Over Firms' Voting Rights. *Journal of Financial Services Research*, 51(3), 283–311. <https://doi.org/10.1007/s10693-016-0249-y>
- John, K., John, T. A., & Saunders, A. (1994). Universal banking and firm risk-taking. *Journal of Banking and Finance*, 18(2), 307–323. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(94\)00037-9](https://doi.org/10.1016/0378-4266(94)00037-9)
- Kang, J. K., & Shivdasani, A. (1995). Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics*, 38(1), 29–58. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00807-D](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00807-D)
- Kang, J.-K., & Shivdasani, A. (1995). Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics*, 38(1), 29–58. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00807-D](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00807-D)
- Kaplan, S. N., & Minton, B. A. (1994). Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers. *Journal of Financial Economics*, 36(2), 225–258. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)90025-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)90025-6)
- Li, S., Fu, H., Wen, J., & Chang, C.-P. (2020). Separation of ownership and control for Chinese listed firms: Effect on the cost of debt and the moderating role of bank competition. *Journal of Asian Economics*, 67, 101179. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2020.101179>
- Limpaphayom, P., & Polwitoon, S. (2004). Bank Relationship and Firm Performance: Evidence From Thailand Before the Asian Financial Crisis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(9–10), 1577–1600. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2004.00585.x>
- Lin, X., Zhang, Y., & Zhu, N. (2009). Does bank ownership increase firm value? Evidence from China. *Journal of International Money and Finance*, 28(4), 720–737. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2008.12.015>
- Liu, J., Stambaugh, R. F., & Yuan, Y. (2018). Absolving beta of volatility's effects. *Journal of Financial Economics*, 128(1), 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.01.003>
- Liu, Q., Pan, X., & Tian, G. G. (2018). To what extent did the economic stimulus package influence bank lending and corporate investment decisions? Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 86, 177–193. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.022>
- Luo, W., Zhang, Y., & Zhu, N. (2011). Bank ownership and executive perquisites: New evidence from an emerging market. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 352–370. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.09.010>
- McLean, R. D., Zhang, T., & Zhao, M. (2012). Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance, and growth. *Journal of Finance*, 67(1), 313–350. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01713.x>

- Morck, R., Nakamura, M., & Shivdasani, A. (2000). Banks, ownership structure, and firm value in Japan. *Journal of Business*, 73(4), 539–567. <https://doi.org/10.1086/209654>
- Nakamura, M. (2002). Mixed ownership of industrial firms in Japan: debt financing, banks and vertical keiretsu groups. *Economic Systems*, 26(3), 231–247. [https://doi.org/10.1016/S0939-3625\(02\)00046-8](https://doi.org/10.1016/S0939-3625(02)00046-8)
- Ogawa, K., Sterken, E., & Tokutsu, I. (2007). Why do Japanese firms prefer multiple bank relationship? Some evidence from firm-level data. *Economic Systems*, 31(1), 49–70. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2006.08.002>
- PETERSEN, M. A., & RAJAN, R. G. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance*, 49(1), 3–37. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb04418.x>
- Qin, D., & Song, H. (2009). Sources of investment inefficiency: The case of fixed-asset investment in China. *Journal of Development Economics*, 90(1), 94–105. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.06.001>
- Rashid, A. (2016). Managerial Ownership and Agency Cost: Evidence from Bangladesh. *Journal of Business Ethics*, 137(3), 609–621. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/24755768>
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2–3), 159–189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Santos, J. A. C., & Rumble, A. S. (2006). The American keiretsu and universal banks: Investing, voting and sitting on nonfinancials' corporate boards. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 419–454. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.011>
- Sheard, P. (1989). The main bank system and corporate monitoring and control in Japan. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 11(3), 399–422. [https://doi.org/10.1016/0167-2681\(89\)90037-1](https://doi.org/10.1016/0167-2681(89)90037-1)
- Tanaka, M., Bloom, N., David, J. M., & Koga, M. (2020). Firm performance and macro forecast accuracy. *Journal of Monetary Economics*, 114, 26–41. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.02.008>
- Wang, H., Luo, T., Tian, G. G., & Yan, H. (2020). How does bank ownership affect firm investment? Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 113, 105741. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105741>
- Yao, J., & Ouyang, H. (2007). Dark-side evidence on bank–firm relationship in Japan. *Japan and the World Economy*, 19(2), 198–213. <https://doi.org/10.1016/j.japwor.2005.10.001>