PENGARUH *OWNERSHIP STRUCTURE* TERHADAP *DEBT POLICY* DENGAN PRINSIP-PRINSIP *CORPORATE GOVERNANCE* SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

DISERTASI

Oleh :

AGUS WAHYUDIN
NIM C5B007025

PROGRAM DOKTOR (S3) ILMU EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2012

Dipindai dengan CamScanner

DISERTASI

PENGARUH *OWNERSHIP STRUCTURE* TERHADAP *DEBT POLICY* DENGAN PRINSIP-PRINSIP *CORPORATE GOVERNANCE* SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

AGUS WAHYUDIN
NIM C5B007025

Semarang, Juli 2012
Telah disetujui untuk Menempuh Ujian Terbuka
pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Promotor,

Prof. Dr. M. Safruddin, M.Si., Akt.
NIP. 196214061988031003

Co-Promotor

Prof. Dr. Abdul Rohman, M.Si.,Akt.
NIP. 196601081992020001

Drs. Tarmizi Akhmad, MBA.,Akt.,Ph.D
NIP. 195504181986031001

Dipindai dengan CamScanner

PERNYATAAN KEASLIAN DISERTASI

Yang bertanda tangan di bawah ini,

Nama : AGUS WAHYUDIN

NIM : C5B007025

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa disertasi dengan judul : "**PENGARUH *OWNERSHIP STRUCTURE* TERHADAP *DEBT POLICY* DENGAN PRINSIP PRINSIP *CORPORATE GOVERNANCE* SEBAGAI VARIABEL INTERVENING**" adalah benar hasil karya saya sendiri dan tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar akademik di semua perguruan tinggi. Di dalam disertasi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan atau gagasan orang lain kecuali yang semua telah penulis jelaskan sumbernya.

Apabila di kemudian hari ditemukan hal-hal yang tidak sesuai dengan pernyataan ini, saya bersedia mempertanggungjawabkan sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Semarang, Juli 2012

AGUS WAHYUDIN

Dipindai dengan CamScanner

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmanirrahiim,

Segala puji dan syukur kehadirat Allah SWT, atas limpahan rahmat, nikmat, dan hidayah yang telah dikaruniakan kepada Penulis, sehingga proses penyelesaian penulisan disertasi yang berjudul "**PENGARUH *OWNERSHIP STRUCTURE* TERHADAP *DEBT POLICY* DENGAN PRINSIP PRINSIP *CORPORATE GOVERNANCE* SEBAGAI VARIABEL INTERVENING**" ini dapat berjalan dengan lancar dan baik. Penulis menyadari bahwa dalam menyelesaikan disertasi ini, dukungan moril maupun materiil yang teramat besar dan tulus penulis terima dan rasakan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan kali ini penulis menghaturkan ucapan terima kasih yang tiada terhingga dan penghargaan setinggi-tingginya kepada berbagai pihak yang telah membantu dalam upaya penyelesaian disertasi di Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang ini. Secara khusus, ucapan terima kasih dan penghargaan kami haturkan kepada:

1. Prof. Drs. Sudharto P. Hadi, MES., Ph.D., Rektor Universitas Diponegoro beserta jajaran pimpinan universitas; Prof. Drs. Mohamad Nasir, M.Si., Akt., Ph.D., Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro, beserta jajaran pimpinan fakultas; Prof. Dr. dr. Anies, M.Kes., PKK., Direktur Program Pascasarjana Universitas Diponegoro, beserta jajaran pimpinan Program Pascasarjana; Prof. Drs. Agusty Tae Ferdinand, MBA., Ph.D., Ketua Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro, beserta Sekretaris

Dipindai dengan CamScanner

Program, Drs. Tarmizi Achmad, MBA., Akt., Ph.D., yang telah memberikan kebanggan kepada penulis untuk menjadi bagian dari keluarga besar Civitas Akademika Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.

2. Prof. Dr. M. Safruddin, M.Si., Akt., selaku Promotor, yang telah dengan bijak dan penuh kesabaran memberikan motivasi, membimbing, mengarahkan, dan memberikan pencerahan kepada penulis sehingga disertasi ini dapat diselesaikan.
3. Prof. Dr. Abdul Rohman, M.Si., Akt. Dan Drs. Tarmizi Achmad, MBA., Akt., Ph.D., selaku Co-Promotor, yang dengan bijak dan penuh kesabaran telah memotivasi, membimbing, mengarahkan, dan memberikan petunjuk dengan penuh kesabaran dan bijaksana sehingga disertasi ini dapat diselesaikan.
4. Ibu dan Bapak dosen Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah membimbing dan membagi ilmu pengetahuan sebagai bekal bagi penulis dalam menekuni samudera keilmuan yang luas dan sangat mendukung dan bermafaat dalam penyelesaian disertasi ini. Secara khusus kami haturkan ucapan terima kasih kepada; Prof. Drs. Arifin, MCom. (Hons.), Akt., Ph.D., Dr. Agus Purwanto, M.Si., Akt., dan Dr. Sudarno, M.Si., Akt., selaku tim reviewer pada saat penulis menjalani tahapan ujian, sejak dari; kolokium, ujian pra proposal, dan ujian proposal disertasi, dengan segala masukan dan pengarahannya yang sangat berharga untuk penyempurnaan naskah disertasi ini.

Dipindai dengan CamScanner

5. Prof. Dr. Sudijono Sastroatmodjo, M.Si., Rektor Universitas Negeri Semarang, beserta jajaran pimpinan universitas; Drs. S. Martono, M.Si., Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang, beserta jajaran pimpinan fakultas; Drs. Fachrurrozie, M.Si., Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang, beserta jajaran pimpinan jurusan, yang telah berkenan memberikan ijin dan memberikan dukungan untuk menempuh studi di Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro.
6. Ibu dan Bapak dosen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang, sahabat dan kawan berdiskusi, sharing dalam segala hal, yang telah memberi dukungan dan motivasi kepada penulis dalam penyelesaian disertasi. Mereka adalah, Drs. Wahyono, M.M., Dra. Murwatiningsih, M.M., Drs. St. Sunarto, M.S., Drs. Muhsin, M.Si., Dra. Y. Titik Haryati, M.Si., Drs. Sukardi Ikhasan, M.Si., Drs. Kusmuriyanto, M.Si., Dra. Margunani, M.P., Drs. Subowo, M.Si., Drs. Fachrurrozie, M.Si., Dr. Ketut Sudarma, M.M., Drs. Sugiharto, M.Si., Drs. S. Martono, M.Si., Drs. Bambang Prishardoyo, M.Si., dan Muhammad Khafid, S.Pd., M.Si.
7. Tidak lupa sahabat saya, Kiswanto, S.E., M.Si., Ratieh Widhiastuti, S.Pd., M.Si., Ahmad Nurkhin, S.Pd., M.Si., Jarot TBS, S.Pd., M.Si., Lukman Aditya, S.E., Hasan Mukhibad, S.E., M.Si., Niswah Baroroh, S.E., dan Retnoningrum Hidayah, S.E., yang telah dengan penuh ketekunan, ketelitian dan kesabaran membantu pengumpulan data penelitian ini dengan kesungguhan.

Dipindai dengan CamScanner

8. Ayah dan Ibu tercinta Bapak Muntari (Alm) dan Ibu Almenah , Ayah dan Ibu mertua tercinta Bapak Ismungi HS (Alm) dan Ibu Surdiyah, Istriku tercinta Rakhmawati, S.Pd, dan buah hatiku Nisrina Narin Nahda, Maitsa Darin Marsaa, dan Zain Darin Zalfa, yang selalu mencurahkan cinta kasih, perhatian dan dukungan serta do'anya, sehingga menjadi api semangat bagi penulis untuk menyelesaikan disertasi ini tanpa mengenal lelah.
9. Seluruh pihak yang telah membantu penyelesaian disertasi ini yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu. Semoga Allah SWT memberikan balasan yang sebaik-baiknya.

Dengan segala kerendahan hati, penulis berharap semoga disertasi ini dapat bermanfaat bagi segenap pembaca dan bagi pengembangan ilmu pengetahuan di bidang akuntansi dan manajemen keuangan khususnya serta di bidang ekonomi pada umumnya.

Semarang, Juli 2012

Penulis

Dipindai dengan CamScanner

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk melakukan investigasi dan pengujian pengaruh struktur kepemilikan (*managerial ownership* dan *institutional investor*) terhadap *debt policy* (*debt ratio)* dengan prinsip-prinsip *corporate governance* (*transparency, accountability, responsibility, independency* dan *fairness)* sebagai variabel intervening dalam perpekstif *agency theory*.

Populasi penelitian meliputi seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) per 31 Desember 2010 yang berjumlah 442 perusahaan. Sampel penelitian diambil dari laporan keuangan per 31 Desember 2009 dan 2010. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh sampel penelitian sebanyak 149 perusahaan. Teknik analisis data menggunakan statistik deskriptif dan ststistik inferensial *path analysis*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *managerial ownership* berpengaruh positif terhadap *transparency* dan *acocuntability* dan tidak berpengaruh terhadap, *responsibility, independency* dan *fairness. Institutional investor* berpengaruh positif terhadap *transparency, responsibility, independency* dan *fairness* dan tidak berpengaruh terhadap *accountability. Transparency* dan *Responsibility* berpengaruh positif terhadap *debt ratio. Accountability, independency* dan *fairness* tidak berpengaruh terhadap *debt policy. Managerial ownership* secara langsung *(direct effect)* tidak berpengaruh terhadap *debt ratio,* namun secara tidak langsung *(indirect effect)* melalui *transparency* berpengaruh positif terhadap *debt ratio. Institutional investor* secara langsung *(direct effect)* tidak berpengaruh terhadap *debt ratio*, namun secara tidak langsung *(indirect effect)* melalui *transparency* dan *responsibility* berpengaruh positif terhadap *debt ratio.*

Hasil penelitian juga menunjukkan, bahwa *transparency* terbukti sebagai variabel intervening diantara pengaruh *managerial ownership* dan *institutional investor* terhadap *debt ratio.* Sedangkan *responsibility* terbukti sebagai variabel intervening diantara pengaruh *institutional investor* terhadap *debt ratio. Accountability, responsibility, independency* dan *fairness* tidak terbukti sebagai varaiabel intervening diantara pengaruh *managerial ownership* terhadap *debt ratio,* sedangkan *accountability, independency* dan *fairness* tidak terbukti sebagai varaiabel intervening diantara pengaruh *institutional investor* terhadap *debt ratio.*

Kata Kunci: *debt ratio, managerial ownership, institutional investor, corporate governance, transparency, accountability, responsibility, independency, fairness.*

Dipindai dengan CamScanner

ABSTRACT

This study aims at investigating and examining the impacts of ownership structure (managerial ownership and institutional investor) on debt policy in term of debt ratio by employing corporate governance principles (transparency, accountability, responsibility, independency, and fairness) as intervening variables as it is stated in the agency theory.

The population of the study is 442 companies, listed in Indonesia Stock Exchange (BEI) on 31 December 2010. The samples are companies' financial statements issued by 31 December 2009 and 2010. In choosing the samples, purposive sampling technique was employed. Then, 149 companies were selected. Moreover, to analyze the data, descriptive and inferential statistics (path anaylisis) were used.

The result of study shows that managerial ownership has positive effect on transparency and accountability, but it does not impact on responsibility, independency and fairness. Moreover, institutional investor positively affects transparency, responsibility, independency and fairness, but it does not affect accountability. Transparency and responsibility positively impact on debt ratio. However, accountability, independency and fairness do not affect debt policy. The finding also shows that managerial ownership does not have direct effect on debt ratio, but it has positive indirect effect on debt ratio through transparency. Likewise, institutional investor does not have direct effect on debt ratio, but it has positive indirect effect on debt ratio through transparency and responsibility. Then, transparency has been proven as an intervening variable which exists between variables of managerial ownership as well as institutional investor variables and debt ratio. Meanwhile, the study found that accountability, responsibility, independency, and fairness are not intervening variables which exist between variables of institutional investor and debt ratio.

Kata Kunci: *debt ratio, managerial ownership, institutional investor, corporate governance, transparency, accountability, responsibility, independency, fairness.*

Dipindai dengan CamScanner

RINGKASAN EKSEKUTIF

Teori keagenan *(agency theory)* menjelaskan bahwa hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih *(principal)* mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut (Jensen dan Meckling, 1976). Dalam hal ini hubungan antara manajemen atau manajer dengan pemilik perusahaan atau pemegang saham, dapat dipahami sebagai hubungan antara agen dengan prinsipal. Manajer sebagai agen bertindak sebagai wakil pemegang saham (prinsipal) untuk menjalankan dan mencapai tujuan perusahaan.

Hubungan antara manajemen dengan pemegang saham, dalam kenyataannya dapat terjadi konflik kepentingan. Manajemen sebagai agen tidak jarang berupaya mengutamakan kepentingannya sendiri, sementara kepentingan pemegang saham terabaikan. Dalam hal ini berbagai kebijakan yang diambil manajemen dapat berorientasi pada perolehan keuntungan bagi kepentingannya dan mengabaikan kemakmuran pemegang saham sebagai prinsipal. Perilaku oportunistik manajemen (agen) dapat terjadi, karena manajemen memiliki informasi yang lebih lengkap dalam mengelola perusahaan, dibandingkan dengan informasi yang dimiliki oleh pemegang saham *(assimmetry information)*. Akibat kondisi ini akan muncul biaya keagenan (*agency cost)* yang menyebabkan nilai perusahaan tidak dapat meningkat secara optimal. Kondisi inilah, yang menurut Brigham dan Gapenski (1996) dipahami sebagai pemicu memunculkan pertentangan antara manajer dengan para pemegang saham *(agency conflict)*.

Kinerja manajemen yang memperhatikan kepentingan pemegang saham dapat tercermin dalam kebijakan hutangnya. Manajemen yang memperhatikan kepentingan pemegang saham cenderung akan mengelola kebijakan hutang perusahaan secara berkualitas dan akuntabel sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan, dan pada gilirannya akan dapat memberikan manfaat bagi pemilik perusahaan. Dalam hal ini perilaku manajemen dalam pengelolaan hutang akan tercermin pada besaran *debt ratio* perusahaan. *Debt ratio* akan menunjukkan arah dan kebijakan manajemen dalam kaitannya dengan keputusan sumber pembiayaan perusahaan. Manajemen yang mementingkan kepentingannya sendiri cenderung akan menggunakan sumber pembiayaan dari hutang, demikian pula sebaliknya.

Berbagai upaya dapat ditempuh guna meminimumkan konflik keagenan antara manajemen dengan pemegang saham. Dalam beberapa studi selama ini, upaya tersebut dapat dilakukan antara lain dengan mengelola struktur kepemilikan *(ownership structure)* perusahaan secara lebih proporsional. Caranya adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak manajemen *(managerial ownership)* dan juga meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak institusi *(institutional investor)*. Kepemilikan saham oleh manajemen menurut Jensen dan Meckling (1976) dipahami sebagai proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Melalui kepemilikan saham oleh manajemen diharapkan nilai perusahaan dapat meningkat. Floracis (2008) menyatakan, bahwa kepemilikan saham oleh manajemen telah direkomendasikan sebagai mekanisme insentif yang potensial

Dipindai dengan CamScanner

untuk membantu menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan manajerial pada akhirnya akan dapat berpengaruh terhadap penurunan hutang perusahaan. Pemahaman ini relevan dengan temuan empiris, hasil penelitian dari beberapa ahli yang telah dilakukan selama ini. Jansen et al. (1992) menunjukkan, bahwa *managerial ownership* berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*. Demikian pula hasil penelitian, Moh'd *et al.* (1998), Wahidahwati (2002), Joher *et al.* (2006), Suyatmini (2007), Hasan dan Butt (2009) juga menghasilkan temuan yang sama, bahwa *managerial ownership* berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Dalam hal ini keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme *monitoring* yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan keputusan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba. Kebijakan kepemilikan saham oleh institusional, juga akan berpengaruh negatif terhadap hutang perusahaan. Meningkatnya kepemilikan saham oleh institusional akan dapat mendorong menurunnya hutang perusahaan. Temuan Bathala *et al.* (1994) menunjukkan bahwa *institusional investor* mempunyai pengaruh negatif terhadap *debt ratio*. Demikian pula hasil penelitian Short, Keasey dan Duxbury (2002), Wahidahwati (2002), dan Al Najjar dan Taylor (2008) memberikan bukti, bahwa *institutional investor* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*.

Menurunnya jumlah hutang sebagai akibat kepemilikan manajerial dan institusional, diharapkan akan menjadi insentif bagi upaya meminimalisir risiko konflik hubungan keagenan antara pihak manajemen dengan pemilik perusahaan. Namun demikian pada kenyataannya, sampai saat ini temuan hasil riset masih menunjukkan adanya inkonsistensi dalam hal pola hubungan antar variabel tersebut. Hasil riset pengaruh kepemilikan manajerial dan institusional terhadap kebijakan hutang dari bebarapa ahli masih ada yang menunjukkan temuan sebaliknya dari uraian di muka. Hasil riset yang dilakukan oleh Agrawal dan Mendelker (1987) menunjukkan bahwa *manajerial ownership* berpengaruh positif terhadap *debt ratio*. Demikian pula Short, Keasey dan Duxbury (2002), menemukan bahwa struktur kepemilikan (*managerial ownership* dan *institutional investor)* berpengaruh positif terhadap *debt ratio*. Bahkan Brailsford dkk. (2002), dan Warokka (2008), menunjukkan bukti lain, yakni bahwa kepemilikan manajerial berhubungan lengkung *(curved)* dengan *debt ratio*. Sedangkan hasil penelitian Dutta (1999) menunjukan bahwa *managerial ownership (insider holdings)* tidak berhubungan terhadap *debt ratio*. Sama halnya dengan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *debt ratio*, hasil penelitian pengaruh kepemilikan institusional terhadap *debt ratio* juga masih menunjukkan adanya inkonsistensi. Hasil penelitian Brailsford *et. al.* (2002), Joher *et al.* (2006) menunjukkan, bahwa *institutional investor* berpengaruh positif terhadap *debt ratio*. Bahkan Putri dan Nasir (2006) Suyatmini (2007), Hasan dan Butt (2009) menunjukkan, bahwa *institutional investor* tidak berpengaruh terhadap *debt ratio*.

Dipindai dengan CamScanner

Kontroversi hasil temuan di atas, menarik untuk dikaji lebih lanjut, dengan mengakomodir *corporate governance* dalam model empiris penelitian. Menurut Shleiver dan Vishny (1997) *corporate governance* dimaknai sebagai serangkaian mekanisme yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas *(outside investors/ minority shareholders)* dari eksplorasi yang dilakukan oleh manajer dan pemegang saham pengendali (*insider)*, dengan penekanan pada mekanisme legal. Pendekatan legal pada *corporate governance* memiliki arti bahwa mekanisme kunci dari *corporate governance* adalah proteksi investor eksternal *(outside investors)*, baik pemegang saham maupun kreditor melalui sistem legal yang dapat diartikan dengan hukum dan pelaksanaannya. Dalam hal ini, Abor (2007), menjelaskan bahwa *corporate governance* menunjuk pada bagaimana perusahaan seharusnya berjalan, diatur dan dikontrol. *Corporate governance* dipercaya akan menyebabkan *goodwill* dan kepercayaan investor. Senada dengan temuan Gompers *et al.* (2003) dalam Abor (2007) juga menjelaskan, bahwa *good corporate governance* dipahami dapat meningkatkan penilaian dan dukungan dari bawah. Dalam hal ini dukungan dari bawah dapat berasal dari manajemen bawah *(lower management)*, maupun dukungan dari karyawan atau pekerja.

Munculnya *research gap* atas temuan empiris peneliti terdahulu berkaitan dengan keberadaan variabel *managerial ownership* dan *institutional investor* dalam menjelaskan variabel kebijakan hutang *(debt ratio)* diduga karena belum diperhatikannya peran variabel perantara (*intervening variable) corporate governance* sebagaimana di uraikan di atas. Struktur kepemilikan yang memberikan porsi bagi pihak manajemen dan institusional untuk berpartisipasi dalam kepemilikan modal, memang dapat dipahami akan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Dalam hal ini kebijakan hutang yang diproksikan dalam variabel *debt ratio* akan cenderung berada pada posisi yang terkendali atau menurun seiring dengan meningkatnya besaran kepemilikan saham oleh manajerial dan institusional. Namun demikian pengaruh tersebut akan lebih signifikan jika berperan melalui berlakunya prinsip-prinsip *corporate governance*. Bila prinsip-prinsip *corporate governance* dapat berjalan dengan optimal dalam praktik operasi perusahaan, maka kebijakan hutang cenderung akan lebih terkendali. Namun sebaliknya jika implementasi prinsip-prinsip *corporate governance* tidak berjalan secara optimal maka kebijakan hutang secara signifikan tidak akan terkendali, sekalipun struktur kepemilikan telah memberi porsi bagi kepemilikan manajerial dan investor institusional.

Selama ini *corporate governance* belum menjadi fokus peneliti dalam membangun model empiris *(emipirical model)* bersama-sama variabel *managerial ownership, institutional investor* dan variabel *debt policy*. Tidak jauh berbeda dengan kondisi ini, Rocca (2007) mengungkapkan, bahwa selama ini juga telah tejadi kontradiksi hasil temuan empiris berkaitan dengan hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan *(firm value)*. Dalam kondisi semacam ini Rocca (2007) memunculkan variabel *corporate governance* sebagai variabel moderating untuk menjelaskan kontradiksi hasil temuan empiris yang terjadi.

Merujuk pada pemikiran Rocca (2007) seperti di muka, maka penelitian kali ini mencoba untuk mengurai perdebatan *research gap* seperti yang telah diilustrasikan dimuka. Perbedaan hasil temuan riset terdahulu yang menunjukkan

Dipindai dengan CamScanner

adanya pengaruh positif, negatif, tidak berpengaruh signifikan, bahkan hubungan lengkung antara kepemilikan manajerial dan institusional terhadap kebijakan hutang *(debt ratio)* diharapkan akan dapat dijelaskan secara empiris, dengan menganalisis berlakunya prinsip-prinsip *corporate governance* dalam operasi perusahaan. Oleh karena itu penelitian ini mencoba mengembangkan model empiris baru yang mengakomodir variabel *corporate governance* sebagai *intervening variable* dalam kaitannya dengan pengaruh *managerial ownership* dan *institutional investor* terhadap variabel kebijakan hutang *(debt policy)*

Secara khusus penelitian ini bertujuan untuk mempelajari dan menganalisis (1) pengaruh *managerial ownership* terhadap *transparency, independency, accountability, responsibility,* dan *fairness,* (2) pengaruh *institutional investor* terhadap *transparency, independency, accountability, responsibility,* dan *fairness,* (3) pengaruh *transparency, independency, accountability, responsibility,* dan *fairness* terhadap kebijakan hutang *(debt ratio),* (4) pengaruh *managerial ownership* terhadap kebijakan hutang *(debt ratio)* melalui *transparency, independency, accountability, responsibility,* dan *fairness* dan (5) pengaruh *institutional investor* terhadap kebijakan hutang *(debt ratio)* melalui *transparency, independency, accountability, responsibility,* dan *fairness.*

Secara teoritis hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat dalam upaya pengembangan ilmu pengetahuan, utamanya dalam pengembangan ilmu akuntansi,dan khususnya pada disiplin akuntansi manajemen. Secara praktis hasil penelitian ini diharapkan akan dapat memberikan kontribusi bagi manajer, pemilik perusahaan dan institusi luar perusahaan dalam mengembangkan hubungan keagenan yang lebih sinergis dan fungsional dalam penciptaan *corporate governance* yang lebih baik, untuk meningkatkan nilai perusahaan *(firm value)* dan mendapatkan keuntungan yang optimum bagi semua pihak.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain penelitian *hypothesis testing study*, untuk menguji pengaruh antar variabel yang dihipotesiskan dalam penelitian. Variabel penelitian terdiri dari independen, yakni *managerial ownership* dan *institutional investor,* variabel intervening meliputi *transperency, accountability, independency, responsibility* dan *fairness* dan variabel dependen *debt ratio.* Indikator yang digunakan untuk mengukur *managerial ownership* adalah persentase jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar. Sedangkan indikator yang digunakan untuk mengukur variabel *institutional investor* adalah persentase jumlah saham yang dimiliki investor institusional dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar. Indikator *transparency, accountability, independency, responsibility,* dan *fairness* merujuk pada indikator keterbukaan menurut *Annual Report Award* yang diterbitkan olah Bapepam (2011). Sedangkan variabel *debt policy* diukur dengan *debt ratio* yang diperoleh dari total hutang dibagi dengan total ekuitas.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) per 31 Desember 2010. Teknik pengambilan sampel adalah *purposive sampling*. Kriteria penentuan sampel dalam penelitian ini didasarkan pada beberapa petimbangan: (1) Perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2009 dan 2010; (2) Perusahaan telah menyampaikan laporan keuangan dan laporan tahunan

Dipindai dengan CamScanner

per 31 Desember 2009 dan 2010; (3) Perusahaan yang memiliki data yang terkait dengan variabel *managerial ownership* dan *good corporate governance*. Ada dua alat analisis data yang digunakan yakni analisis data statistik deskriptif dan analisis data dengan statistik inferensial analisis jalur *(path analysis)*.

Hasil penelitian menunjukkan, **pertama**, bahwa *Managerial Ownership* berpengaruh secara positif terhadap implementasi prinsip *Transparency* dan prinsip *Aaccountability* dalam kerangka tata kelola perusahaan yang baik *(good corporate governance)*. Hasil ini memberikan makna, bahwa semakin besar prorporsi kepemilikan manajerial dalam perusahaan, maka akan semakin besar pula tingkat implementasi prinsip *Transparency* (keterbukaan) dan *Accountability* (akuntabilitas) perusahaan dalam kerangka tata kelola perusahaan yang baik. Hasil penelitian juga menujukkan, bahwa *Managerial Ownership* tidak berpengaruh terhadap implementasi prinsip *Responsibility, Independency* dan *Fairness*, dalam kerangka tata kelola perusahaan yang baik *(good corporate governance)*.

Kedua, *Institutional Investor* berpengaruh positif terhadap implementasi prinsip *Transparency, Responsibility, Independency* dan *Fairnes* dalam kerangka tata kelola perusahaan yang baik *(good corporate governance)*. Hasil ini memberikan makna, bahwa semakin besar prorporsi Kepemilikan Institusional *(Institutional Investor)* dalam perusahaan, maka akan semakin besar pula tingkat implementasi prinsip *Transparency* (keterbukaan), *Responsibility* (pertanggungjawaban), *Independency*, (kemandirian) dan *Fairness* (kesetaraan dan kewajaran) yang dapat dilaksanakan pada perusahaan dalam kerangka implementasi tata kelola perusahaan yang baik *(good Corporate Governance)*. Berbeda dengan temuan tersebut, hasil penelitian menunjukkan bahwa *Institutional Investor* tidak berpengaruh terhadap implementasi prinsip *Accountability* perusahaan, dalam kerangka tata kelola perusahaan yang baik *(good corporate governance)*.

Ketiga, bahwa implementasi prinsip *Transparency* dan *Responsibility*, dalam kerangka tata kelola perusahaan yang baik *(good corporate governance)* secara signifikan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang *(Debt Policy)* yang diproksikan dalam variabel *Debt Ratio*. Hasil ini memberikan bukti, bahwa semakin tinggi tingkat implementasi prinsip *Transparency* (keterbukaan) dan *Responsibility* (pertanggungjawaban) dalam perusahaan, maka akan semakin tinggi pula tingkat *Debt Ratio* yang dimiliki perusahaan. Berbeda dengan temuan tersebut, berkaitan dengan variabel *Accountability, Responsibility, Independency* dan *Fairness*, hasil penelitian menunjukkan bukti, bahwa implementasi prinsip *Accountability, Responsibility, Independency* dan *Fairness* dalam kerangka pelaksanaan tata kelola perusahaan yang baik *(good corporate governance)* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang *(Debt Policy)* yang diproksikan oleh variabel *Debt Ratio*.

Keempat, Secara langsung *(direct effect) Managerial Ownership* tidak berpengaruh terhadap *Debt Ratio*. Hasil peneltian menunjukan, bahwa secara tidak langsung *(indirect effect)*, melalui variabel *Transparency* variabel *Managerial Ownership* berpengaruh positif terhadap *Debt Ratio*. Temuan ini memberikan makna, bahwa variabel *Transparency* menunjukkan perannya sebagai variabel intervening. Berbeda dengan peran variabel *Transparency* yang

Dipindai dengan CamScanner

terbukti secara empiris menjadi variabel intervening dalam kaitannya pengaruh variabel *Managerial Ownership* terhadap variabel *Debt Ratio*, variabel *Accountability, Responsibility, Independency* dan *Fairness*, tidak terbukti sebagai variabel intervening di antara pengaruh variabel *Managerial Ownership* terhadap variabel *Debt Ratio*.

Kelima, bahwa secara langsung *Intitutional Investor* tidak berpengaruh terhadap *Debt Ratio*. Namun demikian *Tranasparency* dan *Responsilbility* secara signifikan berpengaruh positif terhadap *Debt Ratio*. Secara tidak langsung *(indirect effect,)* melalui variabel *Transparency* dan *Responsibility*, variabel *Intitutional Investor* berpengaruh positif terhadap terhadap *Debt Ratio*. Hal ini memberikan bukti, bahwa variabel *Transparency* dan *Responsibility* menunjukkan perannya sebagai variabel intervening. Hasil yang berbeda diketahui, bahwa variabel *Accountability, Independency* dan *Fairness*, terbukti tidak berperan sebagai variabel intervening di antara pengaruh variabel *Managerial Ownership* terhadap variabel *Debt Ratio*.

Agenda penelitian mendatang tema penelian ini masih menarik untuk dilakukan. Dari aspek data penelitian, pengambilan data variabel *Corporate Governance* bisa lebih ditingkatkan akurasinya melalui pengambilan data primer, yang memungkinkan untuk mendapatkan konfirmasi akurasi data secara langsung kepada responden. Pengukuran variabel penelitian *Debt Ratio* melalui indikator *Debt to Assets Ratio* perlu juga diakomodir dalam agenda penelitian mendatang. Hal ini penting, agar hasil penelitian variabel *Debt Ratio* dengan proksi *Deb to Equity Ratio* dan *Debt to Assets Ratio* dapat diperbandingkan, sehingga implikasi kebijakan manajemennya juga dapat dirumuskan secara lebih komprehensip. Penelitian mendatang juga perlu dipertimbangkan untuk mengakomodir variabel prinsip-prinsip *Corporate Governanve* dalam posisinya yang tidak saja sebagai *intervening variable*, namun juga kemungkinannya sebagai varaiabel moderating. Kajian ini di masa mendatang masih menarik untuk dilakukan, agar kontribusi pemikiran hasil riset tentang kebijakan hutang *(Debt Policy)*, struktur kepemilikan *(Ownership Stucture)* dan *Corporarte Governance* dalam kerangka *agency theory* akan memberikan informasi yang lebih komprehensip lagi.

Dipindai dengan CamScanner

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL i
LEMBAR PENGESAHAN ii
PERNYATAAN KEASLIAN DISERTASI iii
KATA PENGANTAR iv
ABSTRAK viii
ABSTRACT ix
RINGKASAN EKSEKUTIF x
DAFTAR ISI xvi
DAFTAR TABEL xvii
DAFTAR GAMBAR xix
DAFTAR LAMPIRAN xx

BAB I PENDAHULUAN 1
1.1. Latar Belakang Masalah 1
1.2. Perumusan Masalah 12
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian 14
1.4. Orisinalitas Penelitian 17

BAB II TELAAH PUSTAKA 20
2.1. Teori Keagenan 20
2.2. Struktur Kepemilikan 23
2.3. Kepemilikan Manajerial 27
2.4. Kepemilikan Institusional 30
2.5. *Corporate Governance* 34
2.6. Kebijakan Hutang 50
2.7. Model Teoritikal Dasar *(Grand Theoritical Model)* 57
2.8. Model Penelitian Empiris *(Empirical Research Model)* 70
2.9. Pengembangan Hipotesis Penelitian 80

Dipindai dengan CamScanner

BAB III. METODE PENELITIAN 110
3.1. Desain Penelitian 110
3.2. Operasionalisasi Variabel Penelitian 111
3.3. Populasi dan Sampel Penelitian 117
3.4. Metode Pengambilan Sampel 118
3.5. Jenis dan Sumber Data 118
3.6. Metode Pengumpulan Data 119
3.7. Metode Analisis Data 120

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN 125
4.1. Hasil Penelitian 125
4.1.1. Profil Perusahaan Sampel Penelitian 125
4.1.2. Deskripsi Variabel Penelitian 128
4.1.3. Hasil Pengujian Model Penelitian (*Goodness of Fit*) 131
4.1.4. Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian 133
4.2. Pembahasan dan Temuan Penelitian 152
4.2.1. Pengaruh *Managerial Ownership* terhadap Implementasi Prinsip *Transparency*, *Accountability*, *Responsibility*, *Independency*, dan *Fairness* 152
4.2.2. Pengaruh *Institutional Investor* terhadap Implementasi Prinsip *Transparency*, *Accountability*, *Responsibility*, *Independency*, dan *Fairness* 161
4.2.3. Pengaruh *Transparency*, *Accountability*, *Responsibility*, *Independency*, dan *Fairness* dalam *Corporate Governance* terhadap *Debt Policy* 164
4.2.4. Pengaruh *Managerial Ownership* terhadap *Debt Policy* 169
4.2.5. Pengaruh *Institutional Investor* terhadap *Debt Policy* 175

BAB V. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBUJAKAN 180
5.1. Kesimpulan 180

Dipindai dengan CamScanner

5.2. Implikasi Kebijakan Manajemen 183
5.3. Implikasi Teoritis 185
5.4. Keterbatasan Penelitian 187
5.5. Agenda Penelitian Mendatang 187

DAFTAR PUSTAKA 189
GLOSARIUM 197
DAFTAR SINGKATAN 199
LAMPIRAN 200

Dipindai dengan CamScanner

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 *Research Gap – Penelitian Terdahulu* 66
Tabel 3.1 Operasionalisasi Variabel Penelitian 116
Tabel 3.2 Uji *Goodness of Fit* Model Penelitian 224
Tabel 4.1 Proses Penentuan Sampel Penelitian 126
Tabel 4.2 Bidang Usaha Perusahaan Sampel Penelitian 127
Tabel 4.3 Deskripsi Variabel Penelitian 129
Tabel 4.4 Hasil Uji *Goodness of Fit* Model Penelitian 133
Tabel 4.5 Output *Standardized Estimates* – Pengaruh *Managerial Ownership* terhadap Prinsip-prinsip *Corporate Governance* 134
Tabel 4.6 Output *Standardized Estimates* – Pengaruh *Institutional Investor* terhadap Prinsip-prinsip *Corporate Governance* 136
Tabel 4.7 Output *Standardized Estimates* – Pengaruh Prinsip-prinsip *Corporate Governance* terhadap *Debt Policy* 139
Tabel 4.8 Output *Direct and Indirect Effect Managerial Ownership* terhadap *Debt Policy* 142
Tabel 4.9 Output *Direct and Indirect Effect Institutional Investor* terhadap *Debt Policy* 146
Tabel 4.10 Ringkasan Hasil Uji Hipotesis 149
Tabel 4.11 Ringkasan Hasil Pengujian Variabel Intervening dalam Model Penelitian 151

Dipindai dengan CamScanner

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Hubungan *Agent* dan *Principal* 23
Gambar 2.2 Model Teoritikal Dasar 69
Gambar 2.3 Model Penelitian Empiris 80
Gambar 4.1 Diagram Jalur dan *Goodness of Fit* Model Penelitian 132

Dipindai dengan CamScanner