

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Struktur Modal

Struktur modal berkaitan dengan sumber dana yang digunakan perusahaan untuk kegiatan operasional perusahaan baik itu sumber dana dari luar (eksternal) atau dari dalam (internal) perusahaan. Sumber dana eksternal dapat berupa hutang atau saham dari investor. Sedangkan sumber dan internal dapat berupa laba ditahan yang berasal dari keuntungan operasional perusahaan. Setiap perusahaan dalam melaksanakan kegiatan operasionalnya selalu berupaya untuk menjaga keseimbangan finansialnya. Struktur modal berasosiasi dengan profitabilitas. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi antara hutang dengan ekuitas.

Struktur modal adalah pembelanjaan permanen yang mencerminkan pertimbangan atau perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto, 1995 dalam Liem *et al.*, 2013). Struktur modal menggambarkan suatu takaran penggunaan utang untuk mendanai investasi suatu perusahaan. Dengan melihat struktur modal suatu perusahaan, investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan return yang didapat investor tersebut pada suatu perusahaan. Sedangkan menurut Nuswandari (2013), struktur modal adalah bauran penggunaan dana yang berasal dari ekuitas dan utang. Struktur modal pada suatu perusahaan bisa dikatakan sebagai investasi perusahaan tersebut untuk memperoleh return

pada masa yang akan datang. Konsekuensinya yang harus ditanggung oleh perusahaan apabila menggunakan utang sebagai sumber dananya maka perusahaan harus menaati perjanjian utang tersebut. Dan apabila perusahaan menggunakan sumber dana berupa penerbitan saham, maka konsekuensi yang harus diterima oleh perusahaan adalah memberikan imbalan berupa dividen kepada investor. Struktur modal harus disusun dan diperhitungkan dengan cermat supaya stabilitas keuangan perusahaan terjamin dan tingkat kelangsungan hidup perusahaan tinggi.

Dari beberapa pengertian mengenai struktur modal diatas dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan suatu unsur yang sangat penting dalam suatu perusahaan yang menyangkut tentang sumber dana yang diambil oleh perusahaan untuk dapat membiayai operasional perusahaan. Konsep struktur modal juga menyangkut pengambilan keputusan oleh perusahaan apakah akan menggunakan pendanaan eksternal atau internal.

2. Teori Struktur Modal

a. *Trade-off Theory*

Trade-off theory dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang (Putri, 2012). Menurut Nurrohim (2008) teori *trade-off* merupakan suatu model struktur modal yang memiliki asumsi bahwa struktur modal perusahaan merupakan perimbangan antara keuntungan penggunaan hutang dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) dan biaya keagenan (*agency cost*). Dalam teori ini perusahaan

yang tidak memiliki utang sama sekali dan perusahaan yang menggunakan utang untuk membiayai seluruh investasinya adalah buruk. Keputusan yang tepat dalam teori ini adalah perusahaan harus memberikan keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan. Hanafi (2004), menyatakan terdapat hal-hal yang membuat perusahaan tidak dapat menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Salah satu hal yang terpenting adalah dengan semakin tingginya utang akan semakin tinggi pula kemungkinan probabilitas kebangkrutan perusahaan. misalnya, dengan semakin tingginya utang, semakin besar pula bunga yang harus dibayar dan kemungkinan tidak membayar bunga yang tinggi akan semakin besar. Dan pada akhirnya pemberi pinjaman dapat membankrutkan perusahaan jika perusahaan tidak dapat membayar utang tersebut.

Trade-off theory menyatakan bahwa perusahaan yang pendanaannya menggunakan sumber dana eksternalnya seperti utang dapat melakukan penghematan pajak. Penggunaan hutang oleh perusahaan ini hanya bisa dilakukan pada batas titik tertentu, apabila penggunaannya melampaui batas tersebut justru akan dapat menurunkan nilai dari perusahaan. Sebenarnya tujuan dari *trade-off theory* adalah untuk menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat dari penggunaan utang. Menurut Riyanto (1995) dalam Nurrohim (2008), struktur modal yang optimum adalah struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal rata-rata (*average cost of capital*). Oleh sebab itu pihak manajemen dalam

menetapkan struktur modal seharusnya tidak hanya melihat dengan satu patokan tetapi disesuaikan dengan keadaan perusahaan pada masa itu. Biasanya para eksekutif keuangan dalam menetapkan struktur modal yang optimum menentukan berapa persen penggunaan utang pada rentan tertentu. Ada berapa persen batas minimal dan batas maksimal dalam penggunaan utang tersebut dalam struktur modal.

b. *Agency Theory*

Menurut Horne (1995) dalam Nurrohim (2008), menyatakan *agency theory* merupakan sebuah teori yang menjabarkan adanya pertentangan posisi antara pihak manajemen (sebagai agen) dengan pihak pemegang saham (sebagai pemilik). Para pemegang saham mempunyai keinginan supaya agen akan bertindak atas kepentingan pemegang saham sehingga perusahaan dapat meningkat nilainya, sekaligus akan memberikan keuntungan kepada pemegang saham. Sedangkan menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Prabansari dan Kusuma (2005), teori keagenan menggambarkan pihak manajemen perusahaan merupakan agen dari pemegang saham. Pihak pemegang saham bertindak sebagai pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap pihak agen akan bertindak atas kepentingan pemegang saham selaku pemilik perusahaan sehingga mendelegasikan wewenangnya kepada agen. Agar dapat menjalankan fungsi manajemen dengan baik, pihak manajemen harus diberikan pengawasan yang memadai secara berkelanjutan. Pengawasan tersebut bisa dilakukan dengan cara-cara seperti pemeriksaan laporan keuangan, pengikatan agen atau

pembatasan terhadap keputusan yang diambil oleh pihak manajemen. Kegiatan pengawasan tersebut akan memerlukan biaya yang biasanya disebut biaya agensi. Biaya agensi (*agency cost*) merupakan biaya yang muncul karena adanya pengawasan kepada pihak manajemen perusahaan untuk dapat meyakinkan pihak pemegang saham bahwa pihak manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian yang telah disepakati sebelumnya.

Pada dasarnya *agency theory* membahas mengenai adanya hubungan keagenan antara prinsipal atau pemegang saham dan agen atau pihak manajemen perusahaan. Hubungan keagenan ini diartikan sebagai adanya sebuah kontrak dimana prinsipal menyewa agen untuk melakukan beberapa tugas untuk kepentingan prinsipal yaitu dengan memberikan wewenang kepada agen untuk menjalankan sebuah perusahaan. Tujuan utama dari *agency theory* yaitu untuk menjelaskan bagaimana pihak-pihak yang melakukan hubungan kontrak dapat mendesain kontrak yang tujuannya untuk meminimalkan *cost* sebagai dampak dari adanya kondisi yang tidak pasti dan pihak yang memperoleh informasi lebih banyak dibandingkan pihak lain.

c. *Pecking Order Theory*

Pecking order theory mengasumsikan bahwa perusahaan memiliki tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan dari pemegang saham. Menurut Hanafi (2004), *pecking order theory* memiliki urutan pendanaan dari pendanaan internal terlebih dahulu dan apabila dana internal tersebut tidak mencukupi, maka perusahaan baru akan

menggunakan dana eksternal. Dana internal diperoleh perusahaan dari laba yang dihasilkan dari operasional perusahaan. Sedangkan dana eksternal perusahaan dapat diperoleh dari utang, saham dan obligasi. Urut-urutan dalam pendanaan eksternal perusahaan pada awalnya akan memilih pendanaan yang dianggapnya aman terlebih dahulu seperti utang. Karena utang tidak membutuhkan biaya iklan. Kemudian pilihan kedua perusahaan akan mengeluarkan obligasi, dan pilihan yang terakhir dalam pendanaan eksternal, perusahaan akan menerbitkan saham.

Menurut Brealey dan Myer (1995) dalam Nuswandari (2013), dalam *pecking order theory* mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki keuntungan yang tinggi, dalam struktur modalnya cenderung mempunyai tingkat utang yang rendah. Hal tersebut dapat terjadi bukan disebabkan oleh target perusahaan untuk memiliki tingkat utang yang rendah, melainkan karena perusahaan tersebut memang tidak membutuhkan dana dari pihak eksternal. Dana internal yang berupa laba ditahan sudah cukup untuk membiayai investasi perusahaan tersebut.

3. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

a. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah ukuran yang menggambarkan besarnya aset atau kekayaan yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Pengukuran terhadap ukuran perusahaan mengacu pada penelitian Krishnan dan Moyer (1996) dalam Prabansari dan Kusuma (2005), di mana proxy ukuran perusahaan dihitung dengan nilai logaritma dari

total aktiva. Nuswandari, (2013), menyatakan bahwa ukuran perusahaan menggambarkan besar atau kecilnya suatu perusahaan. Skala besar atau kecilnya sebuah perusahaan dapat ditentukan berdasarkan total penjualan perusahaan, rata-rata tingkat penjualan, total aset, dan rata-rata total aset perusahaan tersebut. sedangkan Kartini dan Arianto (2008), menyatakan bahwa ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan berapa besar kebijakan keputusan pendanaan (struktur modal) dalam memenuhi ukuran atau besarnya aset perusahaan. Apabila suatu perusahaan semakin besar maka semakin besar pula dana yang akan dikeluarkan oleh perusahaan tersebut, baik itu dari kebijakan hutang maupun modal sendiri (*equity*) dalam mempertahankan atau mengembangkan ukuran perusahaan tersebut. Jadi, ukuran perusahaan merupakan skala suatu perusahaan yang dapat kita lihat melalui jumlah asetnya.

Perusahaan yang lebih besar cenderung akan mudah mendapatkan dana eksternal karena perusahaan tersebut telah mendapat kepercayaan dari investor. Dan juga sebaliknya perusahaan yang lebih kecil akan sulit mendapatkan dana dari pihak eksternal perusahaan karena mereka belum mendapatkan nama baik dari investor. Seperti dalam penelitian Bevan dan Danbolt (2002) dalam Murhadi (2011), mereka menemukan bahwa perusahaan dengan ukuran yang besar lebih cenderung untuk menggunakan utang yang lebih banyak, karena mereka dianggap "*too big to fail*" oleh para investor, sehingga mereka lebih

mudah mendapat akses yang baik ke pasar modal dari pada perusahaan yang relatif kecil.

b. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dalam satu periode tertentu. Atau dengan kata lain bisa atau tidak suatu perusahaan untuk mendapatkan keuntungan dari kegiatan operasionalnya pada suatu periode tertentu. Prabansari dan Kusuma (2005), menyatakan kemampulabaan atau profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk memperoleh laba dalam suatu periode tertentu. Dalam jurnal lain Sujoko dan Soebiantoro (2007), menyatakan bahwa profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk dapat menghasilkan laba selama satu tahun atau satu periode tertentu yang dinyatakan dalam rasio laba operasi dengan penjualan yang dapat diperoleh dari data laporan laba rugi akhir tahun perusahaan.

Brigham dan Houston (2001) dalam Prabansari dan Kusuma (2005) bahwa sering kali dari hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang relatif kecil. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi pada dasarnya tidak membutuhkan pembiayaan dengan hutang untuk memenuhi pendanaan investasi perusahaan. Laba ditahan perusahaan yang tinggi sudah memadai untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan perusahaan. Semakin tinggi profit yang diperoleh perusahaan, maka akan semakin rendah

kebutuhan hutang yang diperlukan perusahaan sehingga struktur modal perusahaan juga akan rendah.

c. Struktur Aktiva

Struktur aktiva merupakan perimbangan antara aktiva tetap perusahaan dengan total aktiva perusahaan. Menurut Bambang (1995) dalam Prabansari dan Kusuma (2005) perusahaan yang sebagian besar modalnya berupa aktiva tetap, maka perusahaan tersebut akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanen yang berupa modal sendiri, sedangkan hutang sifatnya hanya untuk pelengkap apabila modal sendiri tidak cukup. Sedangkan perusahaan yang sebagian besar aktivasnya berupa aktiva lancar akan cenderung lebih mengutamakan hutang untuk mencukupi kebutuhan pendanaannya.

d. Risiko Bisnis

Menurut Gitman (2009) dalam Nuswandari (2013) risiko bisnis adalah konsekuensi yang diperoleh perusahaan ketika tidak mampu menutupi biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya perusahaan. perusahaan yang mempunyai risiko bisnis yang tinggi akan cenderung menghindari hutang untuk mencukupi kebutuhan pendanaannya dibandingkan perusahaan yang mempunyai risiko bisnis yang rendah. Hal tersebut terjadi karena perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi pada umumnya akan lebih mengutamakan pendanaan dari internal dari pada menggunakan hutang maupun menerbitkan saham.

e. Pertumbuhan Perusahaan

Um (2001) dalam Murhadi (2011) mengungkapkan bahwa perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan akan mendapatkan tekanan untuk membiayai peluang investasinya yang melebihi laba ditahan perusahaan, maka perusahaan akan lebih senang menggunakan hutang dari pada ekuitas. Tetapi selain itu perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi juga akan memiliki risiko yang tinggi dalam hal stabilitas pendapatan. Fluktuasi dalam hal pendapatan akan mendorong perusahaan untuk tidak terlalu banyak menggunakan hutang, hal tersebut karena hutang memiliki biaya tetap.

f. *Good Corporate governance*

Konsep *Good Corporate Governance* ini timbul dikarenakan pada konsep teori keagenan adanya keterbatasan dalam mengatasi masalah keagenan. Pada dasarnya konsep *Good Corporate Governance* muncul sebagai solusi untuk mengatasi maupun mengendalikan perilaku dari pihak manajemen perusahaan yang mementingkan dirinya sendiri. Pada konsep *Good Corporate Governance* akan menciptakan mekanisme pengawasan dan alat kontrol yang memungkinkan terciptanya sistem pembagian keuntungan yang seimbang antara pihak manajemen dari perusahaan dan pihak pemegang saham. Pada dasarnya konsep ini bertujuan untuk meminimalkan kesenjangan yang terjadi antara pemegang saham sebagai prinsipal dengan pihak manajemen sebagai agen yang diberi tugas oleh prinsipal untuk menjalankan perusahaan.

Menurut Hassan dan Butt (2009), tata kelola perusahaan adalah filsafat dan mekanisme yang memerlukan proses dan struktur yang memfasilitasi penciptaan dari nilai pemegang saham melalui pengelolaan urusan perusahaan sedemikian rupa yang menjamin perlindungan kepentingan individu dan kolektif dari semua pemangku kepentingan. Menurut Sulistyanto dan Wibisono (2003) dalam Guna dan Herawaty (2010), mengungkapkan bahwa *good corporate governance* atau tata kelola perusahaan yang baik dapat diartikan sebagai suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan untuk menciptakan nilai tambah bagi setiap *Stakeholders* dan mewujudkan hak-hak yang harus didapatkan oleh para pemegang saham. Menurut *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC)* (2005) dalam Masnoon dan Rauf (2013), menyatakan *corporate governance* didefinisikan sebagai struktur, fungsi dan prosedur untuk pemeliharaan dan pengawasan organisasi. *Good corporate governance* sangat berkontribusi dalam pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan dengan memperbaiki keseluruhan aspek perusahaan. masalah yang utama dalam corporate governance ialah menentukan bagaimana perusahaan meminimalkan biaya yang timbul karena konflik keagenan (*agency cost*) dan strategi apa yang dibuat oleh manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Claessens *et al.* (2002) dalam Masnoon dan Rauf (2013), mengemukakan bahwa praktik tata kelola perusahaan yang baik membantu perusahaan untuk memiliki akses pembiayaan yang lebih baik dan mengurangi keseluruhan biaya

hutang dengan memenangkan kepercayaan investor terhadap perusahaan.

Dari beberapa pengertian tentang *good corporate governance* diatas dapat disimpulkan bahwa *good corporate governance* adalah suatu sistem yang diciptakan untuk mengatasi kesenjangan antara pihak manajemen perusahaan dengan pihak pemegang saham yang bertujuan untuk mengefisienkan operasional perusahaan. Prinsip-prinsip dari *good corporate governance* sendiri bertujuan untuk membangun fondasi kepercayaan dari perusahaan kepada investor bahwa perusahaan tersebut layak untuk diberikan kredit atau didanai.

Beberapa mekanisme dalam *corporate governance* :

1) Ukuran Dewan Direksi

Dewan direksi merupakan pihak dalam suatu entitas perusahaan yang bertugas melakukan melaksanakan operasi dan kepengurusan perusahaan. Menurut Hasan dan Butt (2009) Dewan direksi adalah badan tertinggi dari sebuah perusahaan yang bertanggung jawab untuk mengelola perusahaan dan operasionalnya. Hal ini memainkan peran penting dalam keputusan-keputusan strategis mengenai campuran keuangan. Menurut Fama dan Jensen (1993) dalam Mashayekhi dan Bazaz (2008), menunjukkan bahwa fungsi terpenting dalam dewan direksi adalah mengendalikan biaya agensi (*agency cost*) yang diakibatkan oleh pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Ukuran dewan direksi dianggap sebagai variabel yang sangat penting untuk

mempelajari dan menganalisis dampak dari penerapan tata kelola perusahaan terhadap struktur modal. Hal ini dikarenakan dewan direksi merupakan pihak yang memainkan peran sentral dalam keputusan-keputusan strategis perusahaan seperti keputusan berapa persen penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan untuk membiayai investasi perusahaan. Menurut Masnoon dan Rauf (2013), dewan direksi yang lebih besar akan lebih efektif dalam memonitoring dan menjalankan manajemen yang efektif. Dewan direksi harus efektif karena dewan direksi merupakan pihak utama yang membuat keputusan dari otoritas organisasi. Bulan dan Yuyetta (2014), menyatakan ukuran dewan direksi menunjukkan kepengurusan perseroan yang dalam mengelola perusahaan, melaksanakan keputusan-keputusan bisnis termasuk keputusan pendanaan. Ukuran dewan direksi yang besar akan mendorong tingginya tingkat hutang guna meningkatkan asset perusahaan.

Dari beberapa pembahasan mengenai dewan direksi diatas dapat disimpulkan bahwa ukuran dewan direksi merupakan jumlah anggota atau personil dalam suatu dewan direksi yang berperan penting dalam perusahaan yang bertindak sebagai agen para pemegang saham untuk memastikan sebuah perusahaan dikelola sesuai dengan tujuan perusahaan.

2) Komisaris Independen

Dewan komisaris terdiri dari individu-individu yang diambil dari pihak manajemen dan sebagian dari luar perusahaan. Individu

yang diambil dari luar perusahaan tersebut dikenal sebagai komisaris independen. Komisaris independen bertugas untuk mengawasi dan memantau pihak manajemen agar tugasnya sesuai yang diharapkan oleh pemegang saham. Dengan adanya komisaris independen dapat menghasilkan pemantauan yang efektif terhadap dewan dan membatasi sikap oportunistik pihak manajemen. Dengan demikian apabila komisaris independen dapat menjalankan peran dan memastikan bahwa dewan membuat keputusan demi kepentingan pemegang saham, perilaku oportunistik pihak manajemen dapat dihindari sehingga kinerja perusahaan akan meningkat dan pihak luar atau investor tidak akan sungkan untuk menginvestasikan dananya kepada perusahaan.

Weir (2000) dalam Wulandari (2006), menganggap dewan komisaris independen sama seperti direktur non-eksekutif. Direktur non-eksekutif ini merupakan individu-individu yang memiliki jabatan dalam perusahaan dan mereka juga tidak memiliki hubungan dengan perusahaan sebelum mereka diangkat sebagai direktur. Menurut Emiraldi (2007) dalam Cinantya dan Merkusiwati (2015), mengatakan bahwa jumlah komisaris independen dalam suatu perusahaan semakin banyak akan dapat meminimalisir kemungkinan financial distress atau kesulitan keuangan karena semakin banyak pihak independen yang mengawasi manajemen perusahaan.

3) Rapat Direksi

Menurut Rezaee (2006) dalam Bulan dan Yuyetta (2014) menyatakan dewan direksi yang proaktif berpartisipasi terhadap kebijakan-kebijakan yang strategis, mengawasi rencana, tindakan dan keputusan yang dilakukan oleh manajemen, mengajukan pertanyaan-pertanyaan manajemen yang tangguh, pelaporan keuangan, mematuhi hukum dan memonitoring perilaku yang etis akan dapat sangat efektif untuk mewujudkan *good corporate governance* dan melindungi kepentingan dari *stakeholders*. Pada konsep *pecking order theory*, perusahaan akan lebih memilih hutang dibandingkan dengan saham karena biaya hutang dipandang lebih murah dari pada biaya modal. Semakin banyak rapat direksi maka tingkat hutang akan meningkat dalam rangka mengoptimalkan struktur modal.

4) Kepemilikan Institusional

Menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007), kepemilikan institusional merupakan jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi atau suatu lembaga yang dapat diukur melalui prosentase dari jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi. Sedangkan menurut Wiranata dan Nugrahanti (2013), Kepemilikan institusional adalah ukuran banyaknya kepemilikan saham yang dipegang oleh institusi seperti LSM, perusahaan swasta, perusahaan efek, dana pensiun, perusahaan asuransi, bank dan perusahaan-perusahaan investasi lainnya. Selain itu menurut Siregar dan Utama

(2005) dalam Guna dan Herawaty (2010), Kepemilikan institusi merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan *investment banking* yang dapat diukur menggunakan skala rasio menggunakan jumlah saham yang dipegang oleh institusi dan dibandingkan dengan total saham yang diterbitkan oleh perusahaan. Dari beberapa pengertian mengenai kepemilikan institusional diatas dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional merupakan seluruh jumlah saham yang dipegang oleh suatu institusi atau lembaga dari keseluruhan jumlah saham yang beredar.

Kepemilikan intitusional berperan sebagai pengawas pihak manajemen karena apabila ada kepemilikan saham oleh institusi akan mendorong pengawasan yang lebih optimal. Mungkin dalam hal lain pemegang saham institusional akan mendorong pemilik untuk melakukan pinjaman kepada pihak manajemen sehingga manajemen termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya, dan selanjutnya nilai perusahaan akan meningkat. Perusahaan yang memiliki nilai perusahaan yang tinggi akan cenderung mudah untuk mendapatkan dana dari luar berupa pinjaman maupun utang, dikarenakan perusahaan tersebut sudah mendapat kepercayaan untuk dapat melunasi hutangnya.

5) Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan saham manajerial merupakan kepemilikan saham terbesar oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki manajemen. Pengukuran ini mengacu dari Sudarma (2003) dalam Sujoko dan Soebiantoro (2007). Djabid (2009), menyebutkan kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Dari beberapa pengertian diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa managerial shareholder merupakan jumlah saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajerial dalam perusahaan. Dengan meningkatkan kepemilikan manajerial berarti kekayaan pribadi pihak manajemen terikat langsung dengan kekayaan perusahaan maka pihak manajemen akan sangat berusaha untuk meminimalkan risiko kehilangan kekayaannya melalui cara mengurangi risiko keuangan perusahaan dengan menurunkan tingkat utang perusahaan.

Kepemilikan manajerial ini dapat berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini dikarenakan pihak manajemen perusahaan tidak suka berhutang karena semakin besar tingkat hutang maka akan semakin besar juga risiko kebangkrutan perusahaan. Tetapi dalam sisi lain kepemilikan manajerial dapat berpengaruh positif, karena dengan adanya kepemilikan dari manajerial merupakan salah satu solusi untuk menghindari adanya

konflik keagenan karena dengan adanya kepemilikan dari manajer akan membawa kepentingan yang sejalan antara manajer dan pemegang saham. Semakin banyaknya saham yang dipegang oleh pihak manajemen perusahaan, maka motivasi pihak manajemen untuk meningkatkan kinerjanya akan semakin tinggi. Hal ini dikarenakan pihak manajemen juga tidak ingin kekayaannya dalam perusahaan hilang.

6) Komite Audit

Menurut Rupilu (2011) dalam Bulan dan Yuyetta (2014) mengungkapkan bahwa tanggung jawab dari komite audit adalah untuk mengawasi laporan keuangan mengamati sistem pengendalian internal dan mengawasi audit eksternal akan dapat mengurangi sifat oportunistik dari pihak manajemen. Menurut Asrida (2011) dalam Bulan dan Yuyetta (2014) dengan adanya komite audit dalam suatu perusahaan akan mendorong perusahaan untuk dapat menerbitkan laporan keuangan yang lebih akurat dan akan menurunkan *default risk* serta akan menaikkan tingkat hutang perusahaan.

B. Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu yang berkaitan dengan pengaruh ukuran dewan direksi, komisaris independen, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap struktur modal adalah sebagai berikut :

1. Hasan dan Butt (2009) melakukan penelitian yang menggunakan Struktur modal sebagai variabel dependen. Sedangkan variabel independen dalam penelitian ini adalah *board size*, *non executive directors*, *chair duality*, *institutional shareholding* dan *managerial shareholding*. Dalam penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol *firm size* dan *profitability*. Hasil penelitian yang dilakukan Hasan dan Butt (2009) menyatakan *firm size* dan *institutional shareholding*, berpengaruh positif terhadap *capital structure*. *Profitability*, *managerial shareholding*, *board size* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Sedangkan *non executive directors* tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.
2. Dalam penelitian Masnoon dan Rauf (2013) yang berjudul *Impact of Corporate Governance on Capital Structure-A study of KSE listed Firms*. Penelitian ini menggunakan variabel *ownership concentration*, *board size*, *board composition*, *CEO duality*, dan *director remuneration* sebagai variabel independen, Dan *capital structure* sebagai variabel dependen. Sedangkan *profitability* dan *tangibility* sebagai variabel kontrol. Hasil dari penelitian ini adalah *board size* dan *tangibility* berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Sedangkan *board composition*, *CEO duality*, *director remuneration*, *ownership concentration* dan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*.
3. Penelitian Murhadi (2011) mengenai determinan struktur modal: studi di Asia Tenggara. Yang menggunakan variabel profitabilitas, *asset tangibility*, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan penghematan pajak sebagai variabel independen. Variabel struktur modal sebagai variabel

dependen. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa ukuran perusahaan, *asset tangibility* dan penghematan pajak berpengaruh positif terhadap struktur modal. Sedangkan profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

4. Penelitian yang dilakukan Bulan dan Yuyetta (2014) dengan judul Pengaruh *Corporate Governance* Terhadap *Capital Structure* (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI) yang menguji pengaruh variabel ukuran direksi, remunerasi direksi, rapat direksi dan komite audit terhadap struktur modal. Kesimpulan dari penelitian ini adalah rapat direksi berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Sedangkan ukuran direksi, komite audit dan remunerasi direksi tidak berpengaruh terhadap *capital structure*.
5. Pada penelitian Kartini dan Arianto (2008) yang berjudul Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur. Hasil dari penelitian ini adalah struktur kepemilikan, pertumbuhan aktiva dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Sedangkan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
6. Putri (2012) melakukan penelitian terhadap perusahaan makanan dan minuman mengenai pengaruh profitabilitas, struktur aktiva dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur sektor industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini bahwa profitabilitas, struktur aktiva dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

7. Penelitian yang dilakukan Nuswandari (2013) tentang determinan struktur modal dalam perspektif *pecking order theory* dan *agency theory*. Yang menggunakan variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, *growth opportunity* dan kepemilikan manajemen sebagai variabel independen. Sedangkan struktur modal sebagai variabel dependen. Hasil dari penelitian ini bahwa profitabilitas dan risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sedangkan ukuran perusahaan, *growth opportunity* dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
8. Dalam penelitian Prabansari dan Kusuma (2005) yang berjudul Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur *Go Public* di Bursa Efek Jakarta. Variabel independen dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aset, profitabilitas dan struktur kepemilikan. Sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal. Dari hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan, pertumbuhan aset, profitabilitas dan struktur kepemilikan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Sedangkan risiko bisnis memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.
9. Nurrohim (2008) melakukan penelitian tentang pengaruh profitabilitas, *fixed asset ratio*, kontrol kepemilikan dan struktur aktiva terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil dari penelitian ini adalah profitabilitas dan kontrol kepemilikan memiliki pengaruh negatif terhadap variabel struktur modal. Sedangkan *fixed asset ratio* dan struktur aktiva tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

C. Hubungan Antar Variabel dan Penurunan Hipotesis

1. Pengaruh ukuran dewan direksi terhadap struktur modal

Dalam sebuah perusahaan ukuran dewan direksi mampu mencerminkan konsep *good corporate governance* dapat terlaksana atau tidak dalam perusahaan tersebut. Karena peran yang sangat penting dipegang oleh dewan direksi sebagai pengambil keputusan dalam hal pendanaan perusahaan. Perusahaan dengan ukuran dewan direksi yang besar akan memiliki pengawasan yang lebih kuat terhadap manajemen perusahaan dan akan memaksa pihak manajemen untuk menurunkan tingkat *finacial distress* perusahaan dengan cara menurunkan tingkat utang perusahaan. Di sisi yang sama ukuran dewan direksi yang lebih besar mungkin menemukan kesulitan dalam mencapai suatu kesepakatan dalam pengambilan keputusan. Hal tersebut sama seperti pendapat Jensen (1993) dalam Ghazali (2010) bahwa ukuran dewan direksi yang lebih besar dapat mengakibatkan masalah dalam koordinasi kelompok dan efektivitas dalam mencapai keputusan.

Hasan dan Butt (2009) dalam penelitiannya menemukan ukuran dewan direksi berpengaruh negatif dengan rasio hutang terhadap ekuitas. Hal ini mengindikasikan bahwa dewan direksi yang lebih besar dapat digunakan sebagai tekanan kepada pihak manajer untuk mengikuti tingkat utang perusahaan yang lebih rendah dan meningkatkan kinerja perusahaan. Maka hipotesis tentang pengaruh ukuran dewan direksi terhadap struktur modal adalah sebagai berikut:

H1 : Ukuran dewan direksi mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

2. Pengaruh komisaris independen terhadap struktur modal

Konsep pada *good corporate governance* adalah konsep yang dialandaskan pada *agency theory*. Dimana konsep tersebut akan berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada pemegang saham bahwa mereka akan mendapatkan *return* atas dana yang mereka investasikan. Konsep *good corporate governance* berkaitan dengan bagaimana pihak pemegang saham yakin bahwa pihak manajer akan bekerja secara maksimal dan memberikan keuntungan kepada pihak pemegang saham. Sama seperti perihal keberadaan komisaris independen dalam sebuah perusahaan sangat penting, mengingat tugasnya sebagai pengawas pihak manajemen perusahaan agar tidak berperilaku oportunistik dan tidak merugikan pihak pemegang saham. Weir (2000) dalam Wulandari (2006), menganggap dewan komisaris independen sama seperti direktur non-eksekutif. Direktur non-eksekutif ini merupakan individu-individu yang memiliki jabatan dalam perusahaan dan mereka juga tidak memiliki hubungan dengan perusahaan sebelum mereka diangkat sebagai direktur.

Weisbach (1988) dalam Masnoon dan Rauf (2013) menyatakan apabila suatu organisasi terdiri dari direktur independen dan *outside director* (komisaris independen), maka akan lebih efektif dalam memamantau *top management (executive officer)*. Ketika sistem *good corporate governance* ada dalam sebuah perusahaan dan jumlah komisaris independen yang besar, maka disitu terdapat aktifitas pemantauan yang kuat

oleh pihak komisaris independen untuk memastikan bahwa hak pemegang saham tidak dieksploitasi oleh pihak manajemen. Pemantauan tersebut dilakukan untuk menurunkan tingkat probabilitas kebangkrutan perusahaan dengan cara menurunkan tingkat hutang yang tinggi.

Penelitian yang dilakukan oleh Wen (2002) dan Anderson *et al.* (2004) dalam Masnoon dan Rauf (2013) menemukan hubungan negatif komisaris independen terhadap rasio hutang. Masnoon dan Rauf (2013) dalam penelitiannya menemukan bahwa komisaris independen berpengaruh negatif terhadap rasio hutang perusahaan. Maka hipotesis tentang pengaruh komisaris independen terhadap struktur modal adalah sebagai berikut:

H2 : Komisaris independen mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

3. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal

Dalam pandangan teori keagenan (*agency theory*) kepemilikan institusional berperan sebagai pengawas terhadap pihak manajemen atas tindakannya yang dapat merugikan pihak pemegang saham dan memaksa pihak manajemen untuk meningkatkan kinerjanya dan mampu menaikkan nilai perusahaan. Menurut Hasan dan Butt (2009) dengan adanya kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya keagenan yang harus dikeluarkan perusahaan, karena pemegang saham secara langsung mengawasi kinerja dari manajemen perusahaan tanpa melibatkan pihak ketiga. Dengan adanya pengawasan yang kuat tersebut pihak manajemen dipaksa untuk menurunkan tingkat hutang perusahaan agar tingkat probabilitas kebangkrutan perusahaan juga menurun.

Dalam penelitian yang dilakukan Crutchley dan Jensen (1996) dalam Al-Najjar dan Taylor (2009) menemukan adanya pengaruh negatif variabel kepemilikan institusional terhadap *leverage*. Pada penelitian Al-Najjar dan Taylor (2009) ditemukannya pengaruh negatif dan signifikan variabel kepemilikan institusional terhadap *leverage*. Sujoko dan Soebiantoro (2007) juga menemukan pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap *leverage*. Maka hipotesis tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal adalah sebagai berikut:

H3 : Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

4. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal

Permasalahan dalam teori keagenan (*agency theory*) terjadi apabila pihak manajer tidak memiliki seluruh saham yang didarkan oleh perusahaan, sehingga akan membuat manajer cenderung bertindak mengejar kepentingan dirinya sendiri dan tidak memikirkan aspek dalam mengambil keputusan pendanaa untuk mencapai struktur modal yang optimum. Manajer memiliki persepsi bahwa hutang yang besar meningkatkan ancaman kebangkrutan bagi perusahaan. Dari hal tersebut manajer akan mempertimbangkan utang sebagai sumber dana eksternal dan pihak manajer akan menggunakan dana internal terlebih dahulu dari pada menggunakan dana eksternal.

Menurut Irwin dan Lang (1988) dalam Hasan dan Butt (2009) yang membahas peran manajerial dalam membuat keputusan struktur modal. Mereka menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara rasio leverage dan kepemilikan saham manajemen. Hal ini menunjukkan bahwa tidak adanya pemegang saham utama dari pihak luar kecenderungan memiliki utang yang rendah terhadap ekuitas. Maka hipotesis tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal adalah sebagai berikut:

H4 : Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

5. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal

Dalam teori *trade-off*, hutang selalu menjadi opsi pertama untuk membiayai investasi-investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan apabila tingkat utang perusahaan tersebut masih dalam batas wajar. Perusahaan besar umumnya memiliki hubungan dekat dengan pemberi pinjaman dan dapat dengan mudah untuk mendapatkan utang dari pihak eksternal dan perusahaan tersebut merasa mudah untuk mengelola utang yang diberikan kreditur sehingga dapat menguntungkan bagi perusahaan. Selain itu juga dalam pandangan *pecking order theory*, tidak dapat dipungkiri bahwa perusahaan yang besar kebutuhan modalnya juga besar, maka perusahaan tersebut cenderung menggunakan utang yang lebih besar juga. Dengan nilai aset yang besar dapat dijadikan sebagai jaminan kepada pemberi pinjaman untuk memperoleh pinjaman yang besar pula dan akan meningkatkan struktur modal perusahaan.

Rajan dan Zingales (1995) dalam Hasan dan Butt (2009), mereka menemukan bahwa sebagian perusahaan besar umumnya memiliki kinerja yang baik, hal tersebut memungkinkan mereka untuk menerbitkan ekuitas pada harga yang wajar. Hal tersebut akan lebih menarik minat para investor, karena perusahaan besar dengan harga saham yang tidak terlampau tinggi akan dianggap lebih menguntungkan bagi investor. Titman dan Wessels (1988) dalam Hasan dan Butt (2009), menyatakan bahwa perusahaan besar tidak menganggap biaya kebangkrutan dalam memutuskan tingkat *leverage* karena hal tersebut hanya sebagian kecil dari total nilai perusahaan.

Dalam penelitian yang dilakukan Prabansari dan Kusuma (2005), mereka menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Dalam penelitian lain yang dilakukan oleh Putri (2012), bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Murhadi (2011) juga menemukan hal yang sama yaitu ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Kartini dan Arianto (2008) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Maka hipotesis tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal adalah sebagai berikut:

H5 : Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

6. Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal

Pecking order theory mengungkapkan kenapa perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan yang tinggi akan cenderung memiliki tingkat utang yang rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi biasanya menggunakan dana internal sebagai opsi pertama untuk membiayai proyek sebelum beralih ke utang. Hal tersebut terjadi karena perusahaan mengalokasikan sebagian besar profitabilitas perusahaan kepada laba ditahan sehingga perusahaan akan mengandalkan pembiayaan internal sebagai prioritas pendanaan dan akan relatif rendah dalam menggunakan utang.

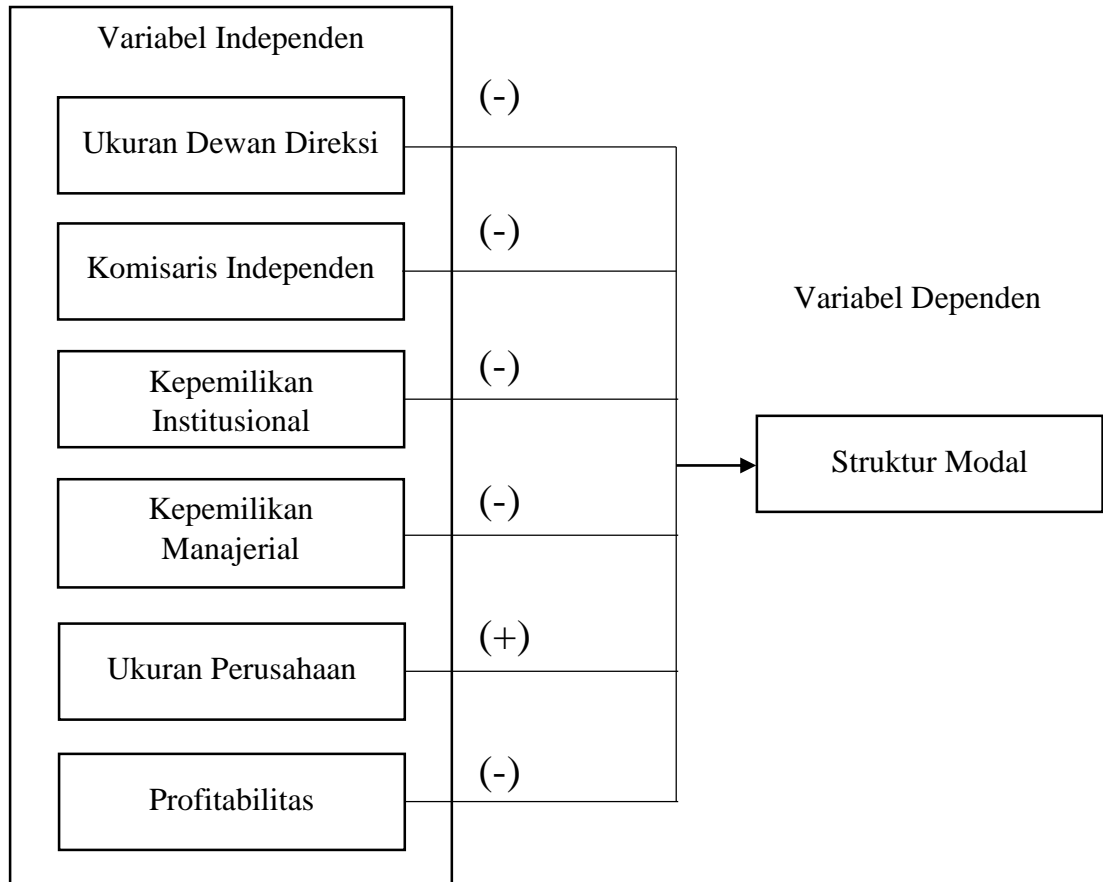
Myers dan Majluf (1984) dalam Hasan dan Butt (2009) menemukan bahwa perusahaan yang tingkat profitabilitasnya tinggi umumnya memiliki tingkat utang rendah karena perusahaan-perusahaan ini lebih memilih pembiayaan internal dari pada pembiayaan eksternal. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Nurrohim (2008), variabel profitabilitas memiliki pengaruh yang negatif terhadap struktur modal. Penelitian yang dilakukan Nuswandari (2013) juga menemukan hal yang sama yaitu variabel profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Murhadi (2011), juga menemukan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Yang dapat diartikan apabila profitabilitas suatu perusahaan naik maka struktur modal perusahaan tersebut akan turun. Maka hipotesis tentang pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal adalah sebagai berikut:

H6 : Profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

D. Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan proksi *Debt to Equity Ratio* (DER) untuk menentukan besarnya struktur modal. Hal ini dikarenakan struktur modal merupakan perbandingan antara jumlah hutang dengan modal sendiri.

Berdasarkan landasan teori yang telah dijabarkan diatas, maka faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal dalam penelitian ini adalah ukuran dewan direksi, komisaris independen, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan profitabilitas. Model pada penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 2.1 Model Penel