

BAB II

KERANGKA TEORETIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1. Struktur Modal

Penentuan struktur modal yaitu pemilihan antara utang dan modal merupakan hal yang sangat penting dalam suatu perusahaan (Glen dan Pinto, 1994). Struktur modal merupakan gabungan antara utang dan modal yang digunakan perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Penentuan struktur modal dinilai penting dalam segala jenis bisnis, dikarenakan perusahaan perlu memaksimalkan pengembalian yang diterima oleh pihak-pihak yang berkepentingan di dalam perusahaan dan keputusan tersebut juga berdampak pada kemampuan perusahaan untuk bersaing dengan kompetitornya (Abor dan Biekpe, 2015). Menurut Short, Keasey, dan Duxbury (2010) struktur modal merupakan istilah keuangan yang berarti cara perusahaan untuk membiayai seluruh aset perusahaan dengan memilih gabungan utang (utang jangka panjang dan jangka pendek) dan modal (saham biasa dan saham preferen).

Kunci dalam pemilihan portofolio struktur modal akan menjaga keberlanjutan perusahaan dan menghasilkan laba yang lebih besar. Perusahaan mempunyai banyak alternatif dalam keputusan struktur modal. Perusahaan dapat menerbitkan utang atau obligasi dalam jumlah besar, ataupun perusahaan dapat menyusun pembiayaan dengan sewa guna usaha, menggunakan waran, menerbitkan obligasi konvertibel, dan masuk dalam perjanjian kontrak serah. Dalam penetapan struktur modal setiap perusahaan mempunyai cara tersendiri untuk mengoptimalkan struktur modalnya (Abor, 2007).

Gabungan struktur modal yang dapat memaksimumkan nilai (*value*) dari perusahaan disebut sebagai struktur modal yang optimal. Manajemen harus menyesuaikan keadaan perusahaan saat menentukan komposisi struktur modal. Dengan demikian pihak manajemen yang memiliki tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan investor dapat tercapai (Brigham dan Houston, 2006). Agyei dan Owusu (2014) juga berpendapat bahwa struktur modal yang optimal merupakan kombinasi dari utang dan modal yang dimana dapat meminimalkan *cost of capital* secara keseluruhan dan memaksimalkan nilai perusahaan. Graham dan Harvey

(2001) menyarankan bahwa perusahaan perlu mengidentifikasi struktur modal yang terbaik dan mempertahankannya.

Struktur modal didasari oleh beberapa teori diantaranya yaitu teori Modigliani dan Miller (1958), teori *trade off*, teori *pecking order*, teori asimetri informasi atau *signaling*, dan teori keagenan. Teori Modigliani dan Miller (1958) menyatakan apabila utang semakin besar maka risiko juga meningkat dan *cost of capital* yang tinggi akan meningkatkan kemungkinan *financial distress*. Teori *trade off* menegaskan bahwa entitas akan mengoptimalkan struktur modal untuk meningkatkan nilai perusahaan. Cara yang dilakukan yaitu dengan mempertimbangkan biaya dan keuntungan marjinal untuk setiap penambahan pemberian dan memilih kombinasi utang dan modal yang dapat menyeimbangkan biaya dan keuntungan marjinal (Harris dan Raviv, 1991). Menurut teori *trade off*, struktur modal yang optimum ditetapkan dengan menyetarakan penghematan pajak dari utang berlawanan dengan biaya kebangkrutan. Sebaliknya teori *pecking order* menyarankan penggunaan urutan pilihan untuk pemberian pada perusahaan, dikarenakan adanya asimetri informasi (Myers dan Majluf, 1984).

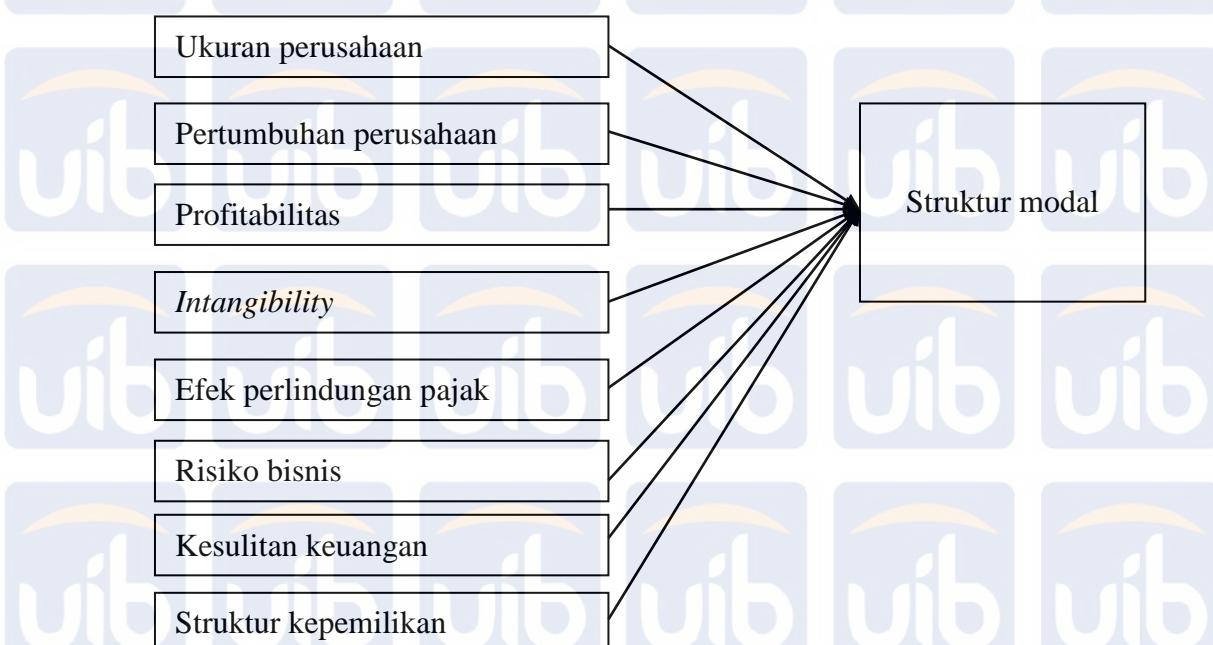
Teori *pecking order* merupakan konsep dimana awalnya perusahaan akan bergantung pada dana yang dihasilkan secara internal, yaitu laba ditahan dimana tidak ada asimetri informasi. Apabila manajemen membutuhkan dana lebih maka mereka akan berutang dengan risiko yang rendah. Jalan terakhir manajemen akan menerbitkan saham untuk menutupi kebutuhan modal (Myers, 1984). Perusahaan melakukan perubahan di rasio utang bukan karena ingin memperoleh struktur modal yang optimal, melainkan didorong oleh kebutuhan akan dana dari luar (Shyam-sunder dan Myers, 1999). Teori *signaling* atau asimetri informasi menyatakan bahwa faktanya manajemen lebih mempunyai informasi mengenai perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham, maka akan terjadi asimetri informasi (Ehrhardt dan Brigham, 2009).

Menurut Koerniadi dan Rad (2009), kebijakan pemberian perusahaan yang terdiri dari metode perusahaan membiayai investasi, struktur modal, dan *cost of capital* dipengaruhi oleh teori keagenan yang memisahkan tugas manajemen dan pemegang saham. Pemegang saham dan manajer memiliki kepentingan yang

berlainan. Di satu sisi manajer tidak ingin berkomitmen untuk pembayaran tetap atau membatasi keleluasan mereka atas sumber daya, karena hal tersebut manajer tidak cenderung untuk menggunakan utang dalam struktur modal. Pemegang saham di lain sisi ingin memaksimalkan nilai dari perusahaan dan lebih memilih menggunakan utang dibandingkan ekuitas untuk mengurangi pajak perusahaan (Butt, 2011).

2.2. Model Penelitian Terdahulu

Chen, Jiang, Lin, dan Chen (2015) berargumen dalam penentuan struktur modal ditentukan oleh variabel ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, *intangibility*, efek perlindungan pajak, risiko bisnis, kesulitan keuangan, dan struktur kepemilikan. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa perusahaan besar lebih mendukung pembiayaan melalui utang. Sementara itu perusahaan yang memiliki laba besar lebih mengandalkan akumulasi modal internal. *Intangibility* dan risiko meningkatkan tingkat pembiayaan utang, tetapi pajak memiliki dampak yang kecil terhadap struktur modal. Perusahaan dengan kepemilikan negara cenderung meminjam lebih banyak, sementara perusahaan dengan kepemilikan asing memilih lebih banyak pembiayaan dengan ekuitas.



Gambar 2.1 Model faktor-faktor penentuan struktur modal di China, sumber:

Chen *et al.* (2015).

Wellalage dan Locke (2015) melakukan studi dengan variabel *inside ownership*, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko perusahaan, profitabilitas, tangibilitas aset, dan industri operasi perusahaan. Kebutuhan pinjaman perusahaan kecil bervariasi tergantung tipe industri dan tipe perusahaan sehingga kebijakan pendanaan juga berbeda-beda. Peneliti ini menemukan bahwa adanya pengaruh signifikan negatif antara *inside ownership* dan rasio utang perusahaan. Apabila tingkat kepemilikan manajerial meningkat, kontrol perusahaan berpindah dari pemegang saham eksternal ke manajer. Sampai pada titik tertentu, manajemen *entrenchment* timbul dan menyebabkan manajer untuk mengadopsi utang yang rendah sehingga menghindari risiko besar.

Koneksi politik dapat mempengaruhi struktur modal (Fraser, Zhang, dan Derashid, 2005). Penelitian ini berkesimpulan bahwa koneksi politik berpengaruh positif terhadap struktur modal. Fraser *et al.* (2005) menggunakan tiga proksi untuk mengukur *political patronage* yaitu kepemilikan pemerintah, kepemilikan investor institusional, dan hubungan informal yang dimiliki oleh tiga politisi yang berperan penting di Malaysia pada 1990. Peneliti menggunakan data dari 1990 sampai dengan 1999 yang diterbitkan di *Kuala Lumpur Stock Exchange* (KLSE).

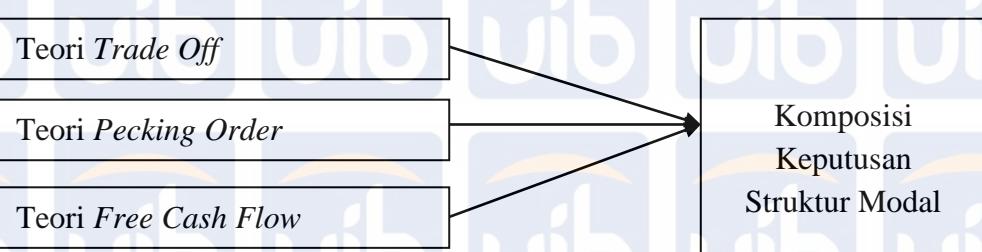
Alabass, Harjan, Teng, dan Shah (2019) menyelidiki apakah faktor koneksi politik dapat mempengaruhi keputusan pendanaan di perusahaan China. Penelitian ini mengungkapkan bahwa perusahaan dengan koneksi politik cenderung memiliki utang yang lebih tinggi. Pada dasarnya, hasil ini mengkonfirmasi teori berbasis sumber daya, yaitu mendukung keberadaan direktur yang mempunyai latar belakang politik dimana akan lebih mudah dalam mengakses sumber daya eksternal bagi perusahaan.

Berlainan dengan studi sebelumnya, penelitian ini mengkaji pengaruh *corporate diversification* dan praktik manajemen laba pada struktur modal. Ajay dan Madhumathi (2015) berargumen bahwa entitas yang mempunyai jenis produk bervariasi, tingkat utang yang dimiliki lebih rendah di bandingkan perusahaan yang berfokus hanya pada satu produk. Variabel yang digunakan yaitu diversifikasi internasional, diversifikasi produk, manajemen laba berbasis aset, dan manajemen laba berbasis proyek. Benz dan Hoang (2019) meneliti bagaimana diversifikasi perusahaan dapat mempengaruhi utang finansial. Hasil penelitian

menunjukkan perusahaan diversifikasi secara ekonomi memiliki keuntungan pendanaan yang lebih besar, dimana akan mengizinkan mereka untuk meminjam lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan fokus.

Al-Najjar dan Hussainey (2011) membahas hubungan antara tata kelola internal dan eksternal terhadap penentuan struktur modal di perusahaan yang terdaftar di *United Arab Emirates* tahun 2006. Sehingga dapat disimpulkan adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dan rasio utang. Chang, Chen, Chou, dan Huang (2014) membahas efek dari tata kelola perusahaan dalam mencapai struktur modal yang optimal. Hasil penelitian ditemukan bahwa perusahaan yang berada pada industri yang kompetitif dan memiliki tata kelola yang lemah, pemegang sahamnya cenderung akan memberikan insentif yang tinggi untuk manajemen sehingga mengarahkan manajemen untuk meyesuaikan struktur modal yang optimal secara cepat.

McCumber (2015) melakukan studi empiris di perusahaan swasta Amerika Serikat. Variabel yang digunakan yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, *tangibility*, likuiditas, diversifikasi bisnis, dan peringkat kredit jangka panjang. Hasil penelitian menunjukkan perusahaan yang besar, tingkat profitabilitas tinggi, dan lebih lancar (*liquid*) memiliki utang yang rendah. Sedangkan perusahaan yang lebih transparan dan jumlah aset tetapnya banyak, memiliki utang yang lebih tinggi. Eldomiaty (2008) melakukan penelitian tentang pengaruh tiga teori struktur modal (*tradeoff*, *pecking order*, dan *free cash flow*) terhadap keputusan komposisi struktur modal. Dari penelitian tersebut, dapat disimpulkan bahwa hanya teori *pecking order* dan *trade off* yang berpengaruh signifikan terhadap penentuan struktur modal.



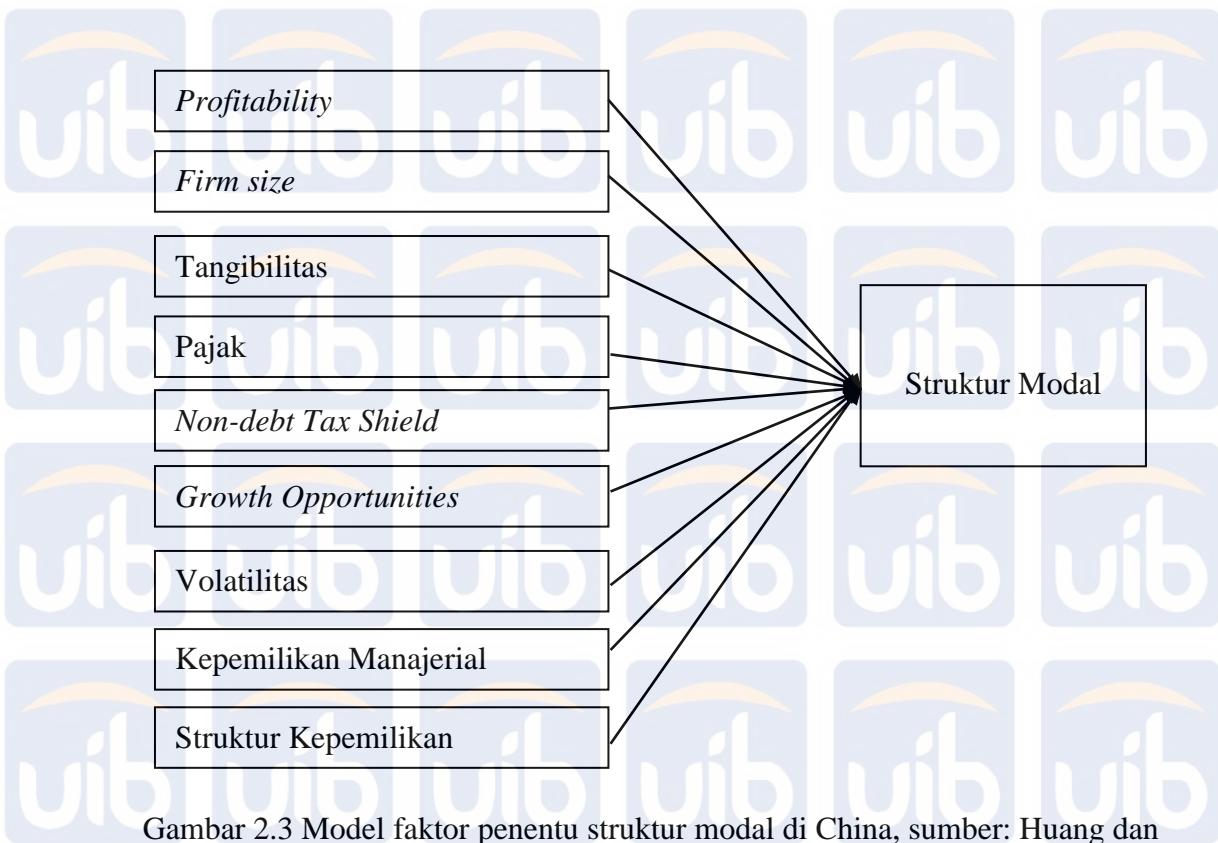
Gambar 2.2 Model pengaruh tiga teori struktur modal, sumber: Eldomiaty (2008).

Phung, Phuong, dan Le (2013) dan Mishra (2013) meneliti mengenai hubungan kepemilikan asing terhadap utang. Kesimpulannya yaitu kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil studi ini kontras dengan studi Li, Yue, dan Zhao (2009) dimana kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap struktur modal, namun studi ini menggunakan sampel perusahaan yang tidak *go public*.

Gurunlu dan Gursoy (2010) meneliti pengaruh kepemilikan asing dan struktur modal dengan menggunakan sampel perusahaan non keuangan di *Instabul Stock Exchange* tahun 2007 hingga 2008. Variabel yang digunakan yaitu kepemilikan asing, profitabilitas, tangibilitas aset, ukuran perusahaan, pertumbuhan, volatilitas laba, *non debt tax shield*, keunikan, klasifikasi industri. Menurut Ezeoha dan Okafor (2010), perusahaan yang didominasi kepemilikan lokal memiliki utang yang lebih tinggi daripada perusahaan yang didominasi oleh kepemilikan asing.

Zhengwei (2013) meneliti perbedaan komposisi modal yang ada di perusahaan negara dan perusahaan swasta. Penelitian ini menemukan bahwa perusahaan milik negara memiliki utang yang lebih rendah. Selama penyesuaian struktur modal, perusahaan swasta lebih cepat dalam mencapai struktur modal yang optimal dibandingkan perusahaan milik negara. Hubungan antara struktur kepemilikan dan utang diteliti oleh Ganguli (2013) dengan menggunakan sampel di perusahaan India dari tahun 2005 hingga 2009. Hasil penelitian yaitu struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap tingkat utang, namun tidak sebaliknya.

Huang dan Song (2006) melakukan studi pada 1.200 perusahaan publik di China untuk mengetahui karakteristik struktur modalnya. Mereka menemukan bahwa tingkat utang di perusahaan China meningkat apabila ukuran perusahaan dan tangibilitas aset meningkat. Tingkat utang juga meningkat apabila diiringi dengan penurunan profitabilitas, *non-debt tax shield*, *growth opportunities*, dan kepemilikan manajerial.



Gambar 2.3 Model faktor penentu struktur modal di China, sumber: Huang dan

Song (2006).

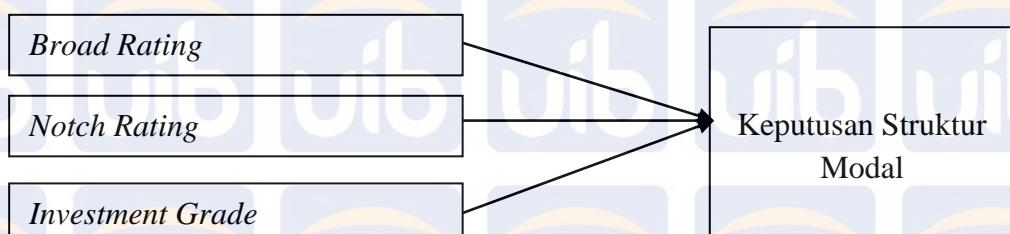
Penelitian yang menggunakan perkembangan penjualan, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan struktur aset sebagai variabel bebas dilakukan oleh Naibaho, Topowijono, dan Azizah (2015). Dalam penelitian ini disimpulkan bahwa pertumbuhan aset dan struktur aset memiliki pengaruh yang signifikan. Kariuki dan Kamau (2014) meneliti penentuan struktur modal pada perusahaan tertutup di Kenya. Variabel bebas yang digunakan yaitu *growth opportunities*, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan tangibilitas aset. Sampel penelitian menggunakan 121 perusahaan tertutup yang bergerak dibidang *food and beverage*.

Penelitian yang dilakukan Kouki dan Said (2012) memanfaatkan sampel perusahaan yang terregistrasi di Bursa Efek Perancis periode 1997 hingga 2007. Melalui hasil empiris disimpulkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara kondisi pasar dengan rasio utang. Berkman, Iskenderoglu, Karadeniz, dan Ayyildiz (2016) meneliti pengaruh *return on equity*, likuiditas, struktur aset dan *turnover* terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil penelitian ditemukan bahwa

penurunan tingkat utang dipengaruhi oleh kenaikan likuiditas yang dimana konsisten dengan teori *pecking order*.

Aktan, Celik, Abdulla, dan Alshakhoori (2019) menyelidiki efek dari perubahan peringkat kredit pada keputusan struktur modal. Penelitian ini menggunakan tiga model untuk menguji dampak peringkat kredit terhadap keputusan struktur modal yaitu *broad rating*, *notch rating* dan *investment grade*.

Implikasi utama dari penelitian ini yaitu perusahaan harus benar-benar memperhatikan peringkat kredit saat mengambil keputusan yang berkaitan dengan struktur modal. Studi ini menunjukkan bahwa peringkat kredit berpotensi untuk mempengaruhi *cost of capital*, proses investasi, aksesibilitas ke pasar keuangan, dan akhirnya berdampak pada nilai perusahaan.



Gambar 2.4 Model efek perubahan peringkat kredit pada keputusan struktur modal, sumber: Aktan *et al.* (2019).

Ye dan Zhang (2019) meneliti dampak dari sifat-sifat manajerial yaitu optimis, percaya diri, dan *risk averse* pada struktur modal dengan menggunakan kerangka prinsipal dan agen. Melalui penelitian ini ditemukan bahwa manajer yang optimis memandang nilai ekuitas lebih rendah dibandingkan utang. Sementara manajer yang percaya diri menganggap nilai utang lebih rendah dari ekuitas. Al Abbadi (2019) melakukan studi dengan menggunakan 15 perusahaan industri di Yordania periode 2014 hingga 2016. Dari penelitian tersebut terdapat dampak signifikan oleh profitabilitas, suku bunga, dan jumlah aset berwujud. Bayyurt dan Basti (2019) menemukan profitabilitas, pertumbuhan, tangibilitas, dan *industry median leverage* efektif dalam menjelaskan struktur pendanaan perusahaan yang terdaftar di Turki. Data yang digunakan yaitu perusahaan non keuangan agar mendapatkan tingkat pertumbuhan produk domestik bruto (PDB) dan inflasi.

2.3. Hubungan antar Variabel

2.3.1. Pengaruh Komisaris Independen terhadap Struktur Modal

Komisaris independen menurut UU No. 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas Pasal 120 Ayat 2 merupakan posisi yang ditetapkan atas keputusan RUPS dimana pemegang posisi ini tidak boleh memiliki afiliasi dengan pemegang saham utama, anggota direksi, ataupun anggota komisaris lainnya. Komisaris independen bebas dari ikatan bisnis atau ikatan lainnya yang dapat mempengaruhi keputusan yang akan diambil. Kebanyakan penelitian terdahulu berkesimpulan bahwa komisaris independen berpengaruh positif terhadap struktur modal, yaitu penelitian Tarus dan Ayabei (2016), Mudalige dan Ekanayake (2015), Ali dan Ahmed (2016), Kalyanaraman dan Altuwaijri (2016), Jaradat (2015), Byrd dan Hickman (1992), Anderson, Mansi, Reeb, dan Tech (2003), Abor (2007), Siromi dan Chandrapala (2017), dan Kyriazopoulos (2017). Namun juga terdapat beberapa penelitian yang menunjukkan hubungan negatif yaitu Wen, Rwegasira, dan Bilderbeek (2002), dan Al-Najjar dan Hussainey (2011). Penelitian yang menunjukkan komisaris independen tidak berpengaruh pada struktur modal yaitu penelitian Bokpin dan Arko (2009), Anizar (2017), dan Khan dan Wasim (2016).

Tarus dan Ayabei (2016) meneliti tentang pengaruh komposisi direksi terhadap struktur modal di Kenya. Penelitian ini menggunakan data dari *Nairobi Securities Exchange* dari periode 2004 hingga 2012. Tarus dan Ayabei (2016) menyimpulkan komisaris independen memiliki pengaruh positif. Peneliti berargumen komisaris independen dapat efektif dalam memonitor perilaku manajemen dan mengontrol penggunaan utang oleh manajemen, sehingga konsisten dengan teori agensi.

Mudalige dan Ekanayake (2015) juga berpendapat sama dengan Tarus dan Ayabei (2016), yaitu dimana dewan independen memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap penentuan struktur modal dalam perusahaan. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan di Sri Lanka. Variabel yang digunakan yaitu komisaris independen, jumlah RUPS yang diselenggarakan dalam satu tahun, kepemilikan manajerial, kepemilikan institutional, dan nilai perusahaan.

Kalyanaraman dan Altuwaijri (2016) melakukan penelitian mengenai dewan independen dan struktur modal di Saudi Arabia. Hasil penelitian yaitu dewan

komisaris independen secara positif mempengaruhi struktur modal namun tidak signifikan. Hasil ini dapat dijelaskan melalui dua kemungkinan: pertama, anggota dewan independen tidak memiliki kepentingan atas perusahaan. Dewan independen ini pasti akan memperhatikan reputasi dan hasil kerja mereka. Mereka berorientasi pada performa keuangan perusahaan dan oleh karena itu akan memaksa manajemen untuk meningkatkan utang. Utang akan meningkatkan risiko kebangkrutan, sehingga dewan independen ini akan menekan manajemen untuk bekerja lebih baik dan menghasilkan laporan yang bagus. Kreditur akan lebih yakin terhadap perusahaan yang didalamnya terdapat dewan independen, karena adanya pemantauan yang bagus terhadap manajer sehingga kreditur bersedia menawarkan lebih banyak utang. Sebaliknya keberadaan dewan dengan mayoritas orang dalam sebagai anggota dewan, akan berfokus pada pemeliharaan modal dan dapat menggunakan utang yang tidak optimal.

Jaradat (2015) berargumen bahwa semakin banyak jumlah komisaris independen maka mereka bisa lebih mengendalikan tindakan manajemen, dan mendesak mereka untuk memilih kebijakan yang dapat memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Apabila dewan didominasi oleh komisaris independen maka tindakan dewan akan selalu mementingkan pemegang saham, sehingga utang akan naik (Byrd dan Hickman 1992). Teori ini juga didukung oleh penelitian Anderson *et al.* (2003), Ali dan Ahmed (2016), dan Abor (2007). Siromi dan Chandrapala (2017) melakukan penelitian pada perusahaan terbuka di Sri Lanka dengan menggunakan sampel dari tahun 2009 hingga 2013. Peneliti tersebut menemukan bahwa saat perusahaan memiliki lebih banyak komisaris independen, mereka akan melindungi perusahaan dari ketidakpastian dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk menggunakan utang eksternal yang lebih tinggi.

Terdapat juga beberapa penelitian yang mengemukakan pengaruh negatif antara komisaris independen dan struktur modal, antara lain Wen *et al.* (2002) dan Al-Najjar dan Hussainey (2011). Komisaris independen cenderung untuk lebih aktif dalam memonitor manajemen sehingga menyebabkan manajer menggunakan utang yang rendah demi mencapai performa perusahaan yang baik. Penemuan ini juga memiliki kemungkinan bahwa semakin tinggi proporsi dari komisaris

independen, dewan cenderung mengejar utang finansial yang rendah dan nilai pasar ekuitas yang tinggi (Wen *et al.*, 2002). Al-Najjar dan Hussainey (2011) meneliti mengenai pengaruh variabel komisaris independen menggunakan rumus yang berbeda yaitu rasio utang jangka panjang dan ekuitas, rasio utang dan *capital*, rasio utang, dan ekuitas. Penelitian ini mengungkapkan bahwa komisaris *non-executive* mempengaruhi rasio *debt to equity* secara negatif.

Menurut Bokpin dan Arko (2009), komisaris independen bukan faktor esensial dalam penetapan struktur modal di Ghana. Hal ini ditunjukkan dalam penelitian tentang struktur kepemilikan, tata kelola, dan struktur modal pada entitas di Ghana. *Inside ownership*, kepemilikan asing, pajak, ukuran direksi, komisaris independen, dan dualitas CEO merupakan variabel bebas yang digunakan.

Anizar (2017) menemukan tidak ada hubungan yang signifikan antara komisaris independen dan struktur modal. Keberadaan komisaris independen dianggap masih belum efektif karena keberadaan komisaris independen hanya untuk mematuhi aturan, dimana sekurang-kurangnya suatu perusahaan wajib memiliki 30% komisaris independen dari total komisaris. Khan dan Wasim (2016) berargumen komisaris independen tidak terlalu penting dalam penentuan struktur modal di Pakistan, karena komisaris dan komisaris independen mengambil keputusan struktur modal berdasarkan faktor internal dan eksternal terlepas dari ukuran dewan dan jumlah komisaris independen dalam dewan tersebut.

2.3.2. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan terhadap Struktur Modal

Konsentrasi kepemilikan dalam penelitian ini mengacu pada pihak-pihak yang memegang kontrol atas mayoritas maupun seluruh saham di suatu perusahaan, serta pemegang kendali atas aktivitas bisnis suatu perusahaan (Budiman dan Helena, 2017). Konsentrasi kepemilikan memberikan pemegang saham besar hak kontrol dan insentif untuk mengejar kepentingan pribadi dengan mentransfer atau menyalurkan sumber daya keluar dari perusahaan (Lin, Ma, Malatesta, dan Xuan, 2012). Beberapa penelitian sebelumnya telah meneliti pengaruh konsentrasi kepemilikan dengan struktur modal dan menemukan hubungan yang positif (Haque, Gopinath, dan Kirkpatrick, 2011; Sheikh dan

Wang, 2012; Noghondari, 2018; Zeitun, 2014, dan Rahadian dan Hadiprajitno, 2014).

Penelitian Haque *et al.* (2011) menggunakan indeks tata kelola perusahaan dan konsentrasi kepemilikan sebagai variabel bebas. Hasil penelitian mengindikasi konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap rasio utang. Pemegang saham pengedali dari perusahaan keluarga yang dikendalikan dengan buruk cenderung akan mempertahankan otoritasnya, dengan memilih menggunakan utang dalam memenuhi sumber pendanaan mereka. Dimana hal ini akan mempertahankan ataupun meningkatkan kepemilikan atau kontrol terhadap perusahaan.

Sheikh dan Wang (2012) berargumen bahwa kepemilikan *blockholder* dapat mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemilik saham. Secara umum, *blockholder* lebih mampu untuk mempengaruhi keputusan yang akan diambil oleh manajemen. Contohnya *blockholder* dapat mendesak manajemen untuk mengambil keputusan yang dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Mereka dapat menuntut utang yang tinggi karena biayanya lebih rendah dibandingkan penerbitan saham baru. Terlepas dari pertimbangan perlindungan pajak, *blockholder* dapat memaksa manajemen untuk menggunakan lebih banyak utang karena akan mengurangi kontrol manajemen atas arus kas, dan menghentikan mereka untuk menggunakan sumber daya untuk aktivitas yang tidak efisien.

Noghondari (2018) menemukan bahwa semakin banyak saham yang dimiliki pemegang saham, maka keinginan untuk berutang akan semakin tinggi. Pendapat ini juga didukung oleh Zeitun (2014). Pemegang saham yang besar tentunya dapat mengatur perusahaan sehingga mereka lebih memilih pendanaan melalui utang. Pemegang saham yang besar lebih memilih menggunakan utang dikarenakan mereka tidak ingin kepemilikan saham mereka berkurang akibat penambahan jumlah saham (Rahadian dan Hadiprajitno, 2014).

Penelitian yang menyanggah teori sebelumnya yaitu menyatakan adanya pengaruh negatif antara konsentrasi kepemilikan dan struktur modal, antara lain penelitian Huang, Boateng, dan Newman (2016), Masnoon dan Rauf (2013), Marand, Shabani, dan Mahmoud (2014), Shahar, Adzis, dan Baderi (2016),

Farooq (2015), dan Corsi dan Prencipe (2015). Huang *et al.* (2016) melakukan penelitian tentang struktur modal di China dengan menggunakan prespektif teori keagenan. Variabel yang digunakan yaitu kepemilikan manajerial, kompensasi kas, konsentrasi kepemilikan, *tradeable share*, kepemilikan institusional. Peneliti menemukan konsentrasi kepemilikan mempengaruhi struktur modal secara signifikan negatif. Hal ini mengartikan bahwa pemegang saham yang dominan akan melakukan pemantauan internal yang efisien di perusahaan GEM (*Growth Enterprise Market*) untuk melindungi saham mereka dan kontrol agar tidak terdilusi.

Masnoon dan Rauf (2013) mengemukakan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh negatif terhadap rasio utang. Peneliti tersebut menegaskan bahwa *blockholder* memiliki peran penting dalam mempengaruhi keputusan manajer, mereka akan membuat manajer bekerja dengan baik demi kepentingan perusahaan. Apabila kepemilikan perusahaan tersebar ke banyak pemegang saham, maka mereka akan lebih memilih menggunakan utang karena proporsi saham mereka terbatas di perusahaan tersebut. Kepemilikan yang terkonsentrasi ke beberapa pemegang saham dan memiliki proporsi saham yang besar, sebaliknya akan menghindari risiko dan mengurangi utang.

Marand *et al.* (2014) meneliti struktur modal yang ada pada perusahaan logam, semen, dan biji logam dengan menggunakan variabel independen berupa dualitas CEO, kepemilikan institusional, konsentrasi kepemilikan, jumlah CEO, dan anggota dewan independen. Hasil penelitian menunjukkan konsentrasi kepemilikan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Teori ini didukung oleh penelitian Farooq (2015) dan Shahar *et al.* (2016). Farooq (2015) menyatakan semakin tingginya utang maka pemantauan dari peminjam dan kreditur akan semakin tinggi. Pemegang saham yang terkonsentrasi mungkin saja ingin memilih mengurangi tingkat utang agar terbebas dari pemantauan kreditur.

Corsi dan Prencipe (2015) mengemukakan konsentrasi kepemilikan berpengaruh negatif terhadap struktur modal dalam perusahaan berbasis teknologi. Penelitian ini dilakukan pada 303 perusahaan berbasis teknologi yang berada di negara Italia periode 2004 hingga 2013. Hasil penelitian menunjukkan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi memiliki tingkat utang yang

rendah. Kasbi (2009) dalam Corsi dan Prencipe (2015) mengemukakan bahwa pemegang saham terbesar cenderung untuk menghindari seluruh pilihan pemberian yang kedepannya bisa mengendalikan perusahaan, salah satunya yaitu menurunkan utang.

Lean, Ting, dan Kweh (2015) mengkaji tentang pengaruh konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan keluarga terhadap struktur modal. Hasil penelitian menyatakan bahwa pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap struktur modal lebih kecil di perusahaan keluarga dibandingkan dengan perusahaan *non-family*. Mousavi, Jari, dan Aliahmadi (2012) menemukan bahwa konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh secara simultan terhadap struktur modal.

Wiliandri (2011) tidak menemukan adanya pengaruh yang signifikan antara konsentrasi kepemilikan dan utang. Walaupun semakin besar kepemilikan saham *blockholder*, tidak akan meningkatkan fungsi pengawasan terhadap kinerja perusahaan karena fungsi pengawasan oleh *blockholder* belum optimal. Dengan demikian berapapun jumlah saham yang dimiliki oleh *blockholder* tidak mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan.

2.3.3. Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap Struktur Modal

Dewan komisaris yang efektif penting untuk kesuksesan suatu perusahaan, karena dewan ditugaskan untuk memonitor dan mendisiplinkan manajemen senior (Sheikh dan Wang, 2012). Dewan komisaris merupakan pihak yang berkewajiban dalam mengatur aktivitas perusahaan dan mengambil keputusan yang strategis, contohnya mengoptimalkan gabungan struktur modal (Hussainey dan Aljifri, 2012). Menurut Adams dan Mehran (2003), semakin besar ukuran dewan komisaris maka semakin efektif dewan tersebut dalam mengawasi tindakan manajemen. Sebaliknya Lipton dan Lorsch (1992) menegaskan ukuran dewan komisaris yang besar kurang efektif dikarenakan beberapa komisaris mungkin hanya menumpang atas usaha orang lain. Terdapat beberapa penelitian yang menyimpulkan hasil penelitian yang berbeda-beda, disatu sisi mengemukakan hubungan negatif antara ukuran dewan komisaris dan struktur modal, yaitu penelitian Anderson *et al.* (2003), Naseem, Zhang, Malik, dan Rehman (2017), Ranti (2013), Vakilifard, Gerayli, Yanesari, dan Ma'atoofi (2011), Hasan dan Butt (2009), Uwuwigbe, Ranti, dan Sunday (2014), dan Alnori dan Shaddady (2019).

Anderson *et al.* (2003) menemukan bahwa ukuran dewan komisaris yang besar lebih efektif dalam memantau pelaporan keuangan dan penambahan anggota dewan dapat menurunkan pembiayaan melalui utang. Pendapat ini juga didukung oleh Naseem *et al.* (2017). Penelitian oleh Vakilifard *et al.* (2011) menyimpulkan adanya pengaruh negatif antara ukuran dewan komisaris dan rasio utang. Hal ini menunjukkan perusahaan yang ukuran dewannya kecil dan memiliki tata kelola perusahaan yang lemah, perlu untuk menggunakan lebih banyak utang dalam mengurangi masalah keagenan.

Hasan dan Butt (2009) menyatakan bahwa manajer akan semakin ditekan apabila ukuran dewan semakin besar dan dewan tersebut akan memaksa manajemen untuk mengikuti *level gearing* yang lebih rendah dan meningkatkan kinerja perusahaan, sehingga dapat disimpulkan adanya korelasi negatif. Aspek pengamatan ini adalah perusahaan yang besar memiliki dewan yang besar, perusahaan besar dengan basis aset lebih besar cenderung mengadakan utang dengan persyaratan yang menguntungkan. Peneliti lainnya yaitu Ranti (2013) juga menemukan adanya pengaruh negatif pada perusahaan yang *go-public* di Nigeria. Perusahaan dengan ukuran dewan yang besar cenderung memiliki rasio utang yang rendah dalam komposisi modalnya. Menurut Alnori dan Shaddady (2019) ukuran dewan yang besar lebih memilih menggunakan utang yang sedikit agar dapat memajukan kinerja perusahaan.

Penelitian lain yang menentang teori sebelumnya yaitu penelitian Abor (2007), Ahmadpour, Samimi, dan Golmohammadi (2012), Coles, Daniel, dan Naveen (2008), Gill, Biger, dan Mand (2012), Sheikh dan Wang (2012), dan Akgul dan Sigali (2018) berargumen adanya hubungan positif antara ukuran dewan dengan struktur modal. Abor (2007) meneliti faktor yang mempengaruhi keputusan pembiayaan dengan mempertimbangkan tata kelola perusahaan pada perusahaan yang terdapat di bursa efek Ghana. Penelitian menunjukkan hasil positif dikarenakan untuk mengakses lebih banyak instrumen utang perusahaan kemungkinan harus menambah jumlah dewan komisaris, dengan demikian dapat memberikan tekanan kepada direktur untuk mengejar kebijakan utang yang tinggi dalam meningkatkan nilai perusahaan. Bertambahnya jumlah dewan juga harus diimbangi dengan bertambahnya komisaris *non-executive*. Hubungan positif

antara ukuran dewan dan struktur modal konsisten dengan teori ketergantungan sumber daya. Teori ini menunjukkan bahwa dewan yang besar dapat berfungsi sebagai sarana untuk mendapatkan dukungan dari eksternal (Sheikh dan Wang, 2012).

Wellalage dan Locke (2012), Hussainey dan Aljifri (2012) dan Hafez (2017) tidak menemukan adanya hubungan yang signifikan. Hal ini disebabkan karena terdapat perbedaan hukum, institusional, dan faktor kultural di Arab Saudi (Hussainey dan Aljifri, 2012). Hafez (2017) menemukan bahwa ukuran dewan tidak berpengaruh signifikan terhadap total pembiayaan utang pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek Mesir.

2.4. Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Struktur Modal

2.4.1. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Kebanyakan penelitian sebelumnya menemukan adanya pengaruh positif antara ukuran perusahaan dan struktur modal (Bevan dan Danbolt, 2004; Shahzad, Shahid, Sohail, dan Azeem, 2015; Min, 2016; Degryse, Goeij, dan Kappert, 2012; Sogorb-mira, 2005; Voulgaris, Asteriou, dan Agiomirgianakis, 2004; dan Chakrabarti dan Chakrabarti, 2018). Perusahaan kecil tidak mampu mengakses pembiayaan utang jangka panjang, sehingga mereka meningkatkan utang jangka pendeknya (Bevan dan Danbolt, 2004). Hubungan positif mengindikasi bahwa perusahaan besar sebaiknya berutang lebih banyak karena mereka memiliki kemampuan untuk mendiversifikasi risiko dengan asetnya dan dapat memanfaatkan pembayaran bunga dari utang tersebut untuk menghindari pajak (Shahzad, Shahid, Sohail, dan Azeem, 2015).

Hubungan yang positif juga mengindikasi bahwa perusahaan besar meningkatkan utang untuk memanfaatkan peluang investasi dan nilai agunan yang menguntungkan. Ukuran perusahaan yang besar juga menunjukkan asimetri informasi terhadap peminjam rendah, dan kemudian akan mempermudah pinjaman perusahaan (Min, 2016). Perusahaan besar lebih mengerti metode pendanaan mana yang lebih baik, karena mereka mempekerjakan lebih banyak staf keuangan dan administrasi dan mungkin memiliki posisi tawar yang lebih kuat terhadap peminjam. Sehingga apabila ukuran perusahaannya besar maka utang yang dimiliki juga akan tinggi dan sebaliknya (Degryse *et al.*, 2012).

Sogorb-mira (2005) menemukan adanya pengaruh positif, dimana penyebab perusahaan besar menggunakan lebih banyak utang secara independen karena mereka memiliki daya tawar yang lebih besar terhadap kreditur. Fakta bahwa ukuran perusahaan berkorelasi positif terhadap total utang sejalan dengan teori asimetri informasi dan menyimpulkan bahwa perusahaan besar lebih memiliki akses pendanaan melalui bank karena kredibilitas yang tinggi dan penggunaan jaminan (Voulgaris *et al.*, 2004). Pendapat sebelumnya didukung oleh penelitian Chakrabarti dan Chakrabarti (2018) yang menemukan bahwa ketika perusahaan bertumbuh, kebutuhan pembiayaannya dijamin dengan dana pinjaman.

Penelitian yang dilakukan Alipour, Farhad, Mohammadi, dan Derakhshan (2013) menyatakan hubungan negatif, bertentangan dengan penelitian sebelumnya. Hasil ini mengindikasi bahwa perusahaan kecil kemungkinan tidak memiliki pilihan lain lagi selain menggunakan utang. Sehingga perusahaan kecil akan memiliki utang yang tinggi. Ukuran perusahaan memiliki signifikansi yang lemah, karena kemungkinan bank tidak mempertimbangkan ukuran perusahaan saat meminjamkan dana kepada perusahaan (Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera, dan Pietro, 2013).

2.4.2. Pengaruh Tangibilitas Aset terhadap Struktur Modal

Tangibilitas aset diukur menggunakan perbandingan antara total aset tetap dan total aset. Terdapat penelitian yang menemukan bahwa adanya korelasi positif antara tangibilitas aset dan struktur modal (Huang dan Song, 2006; Noulas dan Genimakis, 2011; Mateev, Poutziouris, dan Ivanov, 2013; Ramaratnam dan Jayaraman, 2013; dan Palacín-Sánchez *et al.*, 2013). Namun Abor (2008) berpendapat sebaliknya yaitu menyatakan adanya hubungan negatif.

Noulas dan Genimakis (2011) berpendapat adanya korelasi positif karena mudahnya menjadikan aset berwujud sebagai jaminan utang sehingga utang akan meningkat. Menurut Mateev *et al.* (2013), hubungan positif ini mengkonfirmasi prinsip *maturity matching*, dan menyakinkan bahwa perusahaan yang jumlah aset berwujudnya banyak (dan karenanya memiliki potensi jaminan yang tersedia bagi kreditur) juga berutang lebih banyak dibanding perusahaan lain, sebagaimana yang dibahas pada teori *trade off*. Ramaratnam dan Jayaraman (2013) menemukan tangibilitas aset mempengaruhi utang secara positif. Alasannya yaitu semakin

meningkatnya persentase aset tetap, dapat menjamin perusahaan untuk berutang lebih banyak karena perusahaan perlu membiayai aset tetapnya.

Penelitian yang dilakukan Abor (2008) bertentangan dengan penelitian terdahulu yang membuktikan adanya hubungan positif. Abor (2008) melakukan penelitian pada perusahaan usaha kecil menegah (*small medium enterprise*) di Ghana dan menemukan adanya hubungan negatif antara tangibilitas aset dan rasio utang. UKM yang proporsi aset tetapnya tinggi akan mengurangi penggunaan utang. Hal ini disebabkan karena UKM dengan proporsi aset tetap yang tinggi dapat dikatakan mengalami stabilitas dalam pendapatannya, sehingga mereka mampu untuk menghasilkan dana internal dan akan menghindari pendanaan dari luar.

2.4.3. Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Profitabilitas merupakan kapabilitas suatu perusahaan untuk menghasilkan profit. Armelia (2016) dan Margaritis dan Psillaki (2007) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Namun Shyu (2013), Daskalakis dan Psillaki (2008), Correia, Cerqueira, dan Brandao (2015), Sharma (2018), Masnoon dan Anwar (2012), dan Wasim, Alam, dan Saeed (2016) berpendapat sebaliknya, menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sedangkan menurut Shahzad *et al.* (2015) profitabilitas tidak mempengaruhi struktur modal secara signifikan. Margaritis dan Psillaki (2007) mengemukakan adanya hubungan yang positif, dimana entitas yang mempunyai laba tinggi dapat mengoptimalkan rasio utang terhadap modal karena apabila profitabilitas meningkat, biaya kebangkrutan dan *financial distress* akan berkaitan dengan tingkat utang yang tinggi.

Shyu (2013) meneliti mengenai korelasi antara profitabilitas dan struktur modal pada perusahaan grup afiliasi di Taiwan dan ditemukan bahwa adanya hubungan yang negatif. Struktur modal pada perusahaan grup afiliasi tidak hanya bergantung pada transfer dalam pasar modal internal, namun juga kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit. Penelitian Daskalakis dan Psillaki (2008) searah dengan penelitian sebelumnya, menurutnya perusahaan menghasilkan dana internal yang relatif tinggi cenderung menghindari *gearing* (pinjaman). Pendapat ini juga didukung oleh Correia *et al.* (2015).

Penelitian oleh Masnoon dan Anwar (2012) ditemukan profitabilitas berhubungan negatif terhadap struktur modal. Bukti empiris mengenai hubungan ini menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih untuk mempertahankan dividen yang stabil untuk meminimalkan sinyal negatif di pasar. Dikarenakan dividen yang stabil berkaitan dengan profitabilitas yang tinggi, maka memungkinkan perusahaan untuk mendanai aktivitasnya menggunakan ekuitas internal, sehingga utangnya rendah.

Korelasi negatif antara profitabilitas dan utang juga ditemukan pada penelitian Wasim *et al.* (2016). Hal ini mengindikasi bahwa perusahaan harus menjauhkan diri dari utang yang tinggi, karena profitabilitasnya juga akan turun apabila utangnya tinggi. Perusahaan harus menganggap utang sebagai pilihan terakhir dalam pendanaan.

Shahzad *et al.* (2015) menemukan bahwa profitabilitas dan likuiditas dalam variabel kontrol memiliki pengaruh negatif terhadap utang. Perusahaan yang memiliki laba tinggi dan lebih *liquid* cenderung berutang dalam jumlah yang lebih sedikit apabila dibandingkan dengan perusahaan yang labanya rendah. Perusahaan seperti ini juga akan meningkatkan pembiayaan internal seperti laba ditahan. Lain halnya dengan penelitian Shahzad *et al.* (2015) yang mengemukakan hubungan profitabilitas dan utang tidak signifikan.

2.4.4. Pengaruh Non Debt Tax Shield terhadap Struktur Modal

Non debt tax shield (NDTS) merupakan penghematan pajak yang bukan berasal dari utang, namun melalui beban amortisasi dan penyusutan. Penyusutan dan amortisasi merupakan arus kas sebagai sumber modal dari internal perusahaan dan dapat mendorong perusahaan tidak berutang. Penyusutan dan amortisasi merupakan *non cash expense* yang dapat dikurangkan dalam laporan laba rugi, sehingga dapat menurunkan pajak penghasilan yang harus dibayar (Djumahir, 2005). DeAngelo dan Masulis (1980) berargumen bahwa NDTS merupakan pengganti dari pengurangan bunga yang berkaitan dengan utang, oleh karena itu jumlah optimal utang dalam struktur modal perusahaan akan mengurangi fungsi NDTS.

Penelitian Bathala *et al.* (1994) ditemukan bahwa NDTS berpengaruh positif terhadap struktur modal. Namun DeAngelo dan Masulis (1980), Lopez-

Gracia dan Sogorb-mira (2008), Dammon dan Senbet (1988), Cortez dan Susanto (2012), dan Ariffin (2010) berpendapat sebaliknya yaitu menyatakan adanya hubungan negatif. Di lain sisi Michaelas, Icos, Chittenden, dan Poutziouris (1999), Djumahir (2005), dan Susilowibowo dan Sundari (2016) berpendapat tidak adanya hubungan yang signifikan antara NDTs dan struktur modal.

Bathala *et al.* (1994) berargumen adanya pengaruh positif ini dikaitkan dengan kemungkinan bahwa variabel penyusutan menangkap nilai angunan aset, yang dimana menurut Scott (1977) memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan utang dengan persyaratan yang menarik. Menurut DeAngelo dan Masulis (1980), struktur pajak perusahaan diasumsikan lebih kompleks dan keberadaan NDTs seperti penyusutan ataupun pajak investasi kredit juga harus mempengaruhi keputusan struktur modal yang terbaik. Ketika perusahaan meningkatkan NDTs, perusahaan tampak kurang tertarik dengan utang. Kesimpulannya perusahaan akan mengurangi beban pajak dengan menggunakan NDTs dibandingkan utang, untuk menghindari *financial distress* (Dammon dan Senbet, 1988).

Lopez-Gracia dan Sogorb-mira (2008) menemukan adanya pengaruh negatif karena keberadaan NDTs berupa penyusutan membuat keuntungan pajak melalui utang menjadi kurang relevan. Hubungan negatif juga ditemukan oleh Cortez dan Susanto (2012) pada penelitian yang dilakukan di perusahaan manufaktur Jepang. Menurut model tersebut, semakin besar beban penyusutan maka semakin sedikit utang yang akan digunakan. Argumennya yaitu apabila beban penyusutan besar, maka keinginan perusahaan untuk memanfaatkan beban bunga dari utang sebagai perlindungan pajak juga akan mengecil.

Michaelas, Icos, Chittenden, dan Poutziouris (1999) menemukan bahwa NDTs tidak mempengaruhi struktur modal. Efek pajak tidak terlalu diperhatikan oleh pemilik bisnis kecil dalam penentuan struktur modal. Dalam penelitian Djumahir (2005) ditemukan bahwa NDTs berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan.

Susilowibowo dan Sundari (2016) meneliti mengenai pengaruh NDTs pada struktur modal di perusahaan keuangan. Hasil studi menunjukkan tidak ada pengaruh yang penting dikarenakan rata-rata perusahaan keuangan memiliki aset

tetap yang tidak banyak, sehingga jumlah penyusutannya pun kecil. Hal ini mengakibatkan perusahaan sektor keuangan tidak terlalu memperhatikan beban penyusutan sebagai pengganti beban bunga utang untuk menghindari pajak.

2.4.5. Pengaruh *Growth Opportunities* terhadap Struktur Modal

Growth opportunities dapat diukur menggunakan *Tobin's Q*. Terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang menyimpulkan *growth opportunities* memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal (Dejong dan Veld, 2000; Mateev *et al.*, 2013; Chen dan Chen, 2011; dan Fama dan French, 2002) Sedangkan penelitian yang dilakukan Dasilas dan Papasyriopoulos (2015), Eriotis, Vasiliou, dan Ventoura-Neokosmidi (2007), Huang dan Song (2006), dan Rajan dan Zingales (1995) membuktikan bahwa adanya pengaruh negatif antara *growth opportunities* dan struktur modal.

Menurut teori *pecking order*, peluang pertumbuhan dan struktur modal memiliki hubungan positif. Perusahaan yang mempunyai peluang pertumbuhan cenderung untuk mengumpulkan dana baru dibandingkan dengan perusahaan yang tidak ada peluang pertumbuhan (Dejong dan Veld, 2000). Menurut Mateev *et al.* (2013), perusahaan yang bertumbuh cenderung untuk mengalami tekanan pada dana internal dan mereka lebih memilih untuk menggunakan dana eksternal, yaitu menggunakan utang. Perusahaan dengan pertumbuhan rendah akan menjaga utang agar tetap rendah. Hal ini dilakukan agar perusahaan memiliki kapasitas risiko utang yang tersedia tetap rendah dan dapat membiayai pertumbuhan dimasa depan (Fama dan French, 2002).

Korelasi antara *growth opportunity* dan struktur modal adalah signifikan positif (Chen dan Chen, 2011). Pertumbuhan perusahaan cenderung memberikan tekanan pada laba ditahan dan mendorong perusahaan untuk meminjam. Pendapat ini searah dengan teori *pecking order* dimana perusahaan yang bertumbuh akan memiliki permintaan pendanaan yang lebih tinggi sehingga mereka cenderung mencari dana eksternal untuk membiayai pertumbuhannya.

Dasilas dan Papasyriopoulos (2015) mengemukakan bahwa *growth opportunities* yang diukur menggunakan *Tobin's Q* memiliki dampak negatif terhadap utang. Penyebabnya yaitu mayoritas perusahaan yang *go-public* di Yunani memiliki konsentrasi kepemilikan yang tinggi dan asimetri informasi yang

rendah, maka berdampak pada biaya ekuitas yang lebih rendah. Dengan demikian mayoritas investor di Yunani lebih memilih suntikan ekuitas dalam meningkatkan pertumbuhan perusahaan dibanding menggunakan utang.

Korelasi negatif mengartikan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi berpotensi menggunakan utang yang rendah dalam komposisi struktur modalnya. Dalam penelitian ini pertumbuhan diproksikan dengan perubahan laba pertahun. Jadi pertumbuhan yang tinggi memiliki arti variasi laba yang tinggi dan dapat diartikan sebagai risiko yang tinggi. Perusahaan yang berisiko umumnya sulit untuk meningkatkan utang, karena kreditur akan menuntut pengembalian yang lebih tinggi dan membuat modal utang menjadi lebih mahal (Eriots *et al.*, 2007).

Perusahaan yang memiliki *growth opportunities* yang bagus di masa depan (*Tobin's Q* tinggi) cenderung memiliki utang yang rendah. Perusahaan akan menjaga utangnya agar tetap rendah sehingga mereka tidak akan mengabaikan investasi yang menguntungkan karena transfer kekayaan dari pemegang saham ke kreditur. Alasan lainnya yaitu *growth opportunities* merupakan aset tidak berwujud, yang kemungkinan akan terpengaruh oleh *financial distress* (Huang dan Song, 2006). Perusahaan dengan *growth opportunities* yang tinggi akan memiliki utang rendah (Rajan dan Zingales, 1995). Penjelasan mengenai hubungan tersebut yaitu perusahaan berusaha menentukan waktu yang tepat untuk menerbitkan saham, yaitu saat harga dirasa tinggi. Sehingga untuk sementara perusahaan memiliki utang yang rendah.

2.4.6. Pengaruh Volatilitas Laba terhadap Struktur Modal

Volatilitas laba merupakan tingkat fluktuasi dari laba (Mahadwarta, 2002). Variabel ini juga dikenal sebagai risiko bisnis usaha ataupun biaya kebangkrutan. Alipour *et al.* (2013), Din, Javid, dan Imran (2013), Bhaduri (2002), Rahman (2017), dan De dan Banerjee (2016) melakukan studi mengenai pengaruh volatilitas laba terhadap struktur modal. Hasil penelitian mengindikasi bahwa volatilitas laba berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Peneliti lainnya yaitu Soykan dan Ulucak (2016) menemukan volatilitas laba berpengaruh positif. Sedangkan dalam penelitian yang dilakukan Yousefzadeh, Aazami, Shamsadini,

dan Abousaiedi, (2014) dan Khan (2018) ditemukan bahwa volatilitas laba tidak berpengaruh secara signifikan.

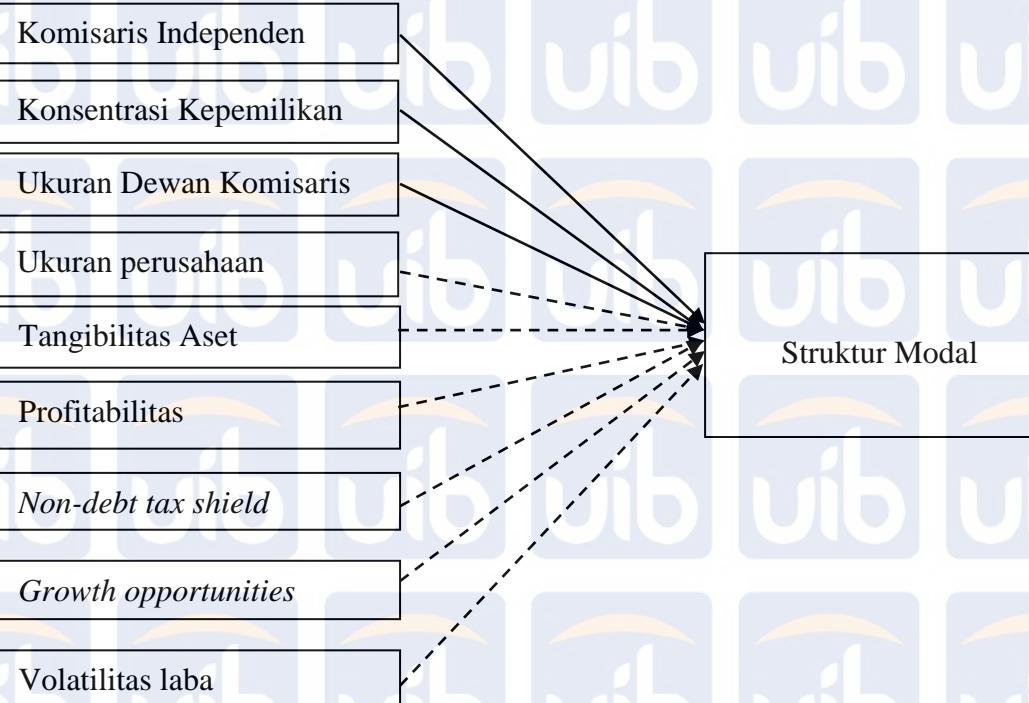
Risiko bisnis perusahaan yang tinggi dan adanya kemungkinan untuk bangkrut, lazimnya kurang layak untuk berutang (Alipour *et al.*, 2013). Pendanaan dengan utang melibatkan komitmen pembayaran bunga secara periodik. Perusahaan yang rasio utangnya tinggi cenderung menghadapi biaya kebangkrutan yang tinggi. Jadi, perusahaan dengan volatilitas laba tinggi berkemungkinan memiliki utang yang lebih rendah (Bhaduri, 2002). Argumen tersebut searah dengan studi Din *et al.* (2013).

Menurut Rahman (2017), volatilitas laba berelasi negatif terhadap struktur modal. Semakin tinggi biaya kebangkrutan dan biaya agensi mencerminkan semakin sedikitnya penggunaan utang. Pendapatan operasional yang tidak konsisten meningkatkan peluang gagal bayar akibatnya perusahaan tidak akan mengandalkan pembiayaan dari luar dengan jumlah besar.

Penelitian Yousefzadeh *et al.* (2014) tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya, dimana peneliti ini menyimpulkan volatilitas laba tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Volatilitas laba merupakan indeks pengukur kemungkinan kebangkrutan suatu perusahaan. Tidak signifikannya hasil ini bisa dikarenakan kreditur tidak terlalu mempertimbangkan faktor ini pada saat memberikan pinjaman.

2.5. Model Penelitian dan Perumusan Hipotesis

Berdasarkan penjelasan sebelumnya maka dapat ditarik kesimpulan bahwa faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah komisaris independen, konsentrasi kepemilikan, dan ukuran dewan. Beberapa variabel kontrol juga dipertimbangkan, antara lain ukuran perusahaan, tangibilitas aset, profitabilitas, *non-debt tax*, *growth opportunities*, dan volatilitas laba. Penelitian ini diadopsi dari penelitian yang dilakukan oleh Boateng, Cai, Borgia, Bi, dan Ngwu (2017) mengenai pengaruh tata kelola internal perusahaan terhadap penentuan struktur modal di China dan mengambil variabel “Ukuran dewan” yang terdapat pada penelitian Sheikh dan Wang (2012).



Gambar 2.5 Pengaruh konsentrasi kepemilikan, komisaris independen, ukuran

dewan, ukuran perusahaan, tangibilitas aset, profitabilitas, *non-debt tax shield*,

growth opportunities, dan volatilitas laba terhadap struktur modal, sumber:

Boateng *et al.* (2017) dan Sheikh dan Wang (2012).

Berdasarkan model penelitian diatas maka peneliti merumuskan tiga hipotesis dalam penelitian ini. Hipotesis yang dirumuskan menggunakan dua sumber penelitian terdahulu yaitu penelitian Boateng *et al.* (2017) dan Sheikh dan Wang (2012). Berikut hipotesis dalam penelitian ini:

H₁ : Komisaris independen berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal.

H₂: Konsentrasi kepemilikan berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal.

H₃: Ukuran dewan berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal.