

BAB II

KERANGKA TEORETIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Struktur modal

Menurut Saad (2010), struktur modal menunjukkan bagaimana perusahaan membiayai asetnya melalui berbagai kombinasi dari ekuitas, utang, dan *hybrid securities*. Salah satu tujuan manajemen struktur modal adalah mengurangi biaya modal untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Struktur modal memiliki kontribusi yang besar dalam menentukan nilai pasar perusahaan secara keseluruhan (Awan, Rashid, & Zia-ur-Rehman, 2011).

Struktur modal merupakan salah satu hal penting dalam keuangan perusahaan yang dapat mempengaruhi seluruh operasi perusahaan. Struktur modal dapat didefinisikan sebagai kombinasi dari utang dan ekuitas yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya (Nazir, Aslam, & Nawaz, 2012).

Keputusan mengenai struktur modal sangat penting bagi setiap perusahaan. Manajemen harus mampu memutuskan struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Namun, hal ini tidak mudah karena melibatkan pemilihan utang dan ekuitas dalam proporsi yang seimbang dengan mempertimbangkan perbedaan biaya dan manfaat yang didapat. Kesalahan dalam pemilihan sekuritas dapat menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan bahkan kebangkrutan (Sheikh & Wang, 2011).

Modigliani dan Miller adalah yang pertama kali mengembangkan teori struktur modal dan sekaligus merupakan pelopor untuk penelitian di bidang ini. Pada saat itu, mereka berpandangan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi

oleh pilihan modal perusahaan dengan memberikan asumsi pasar sempurna (Modigliani & Miller, 1958). Tepat setelah pembentukan teori ini, peneliti fokus pada struktur modal sebagai daerah penelitian untuk menemukan bahwa apakah ketidaksempurnaan pasar dapat mengarahkan struktur modal untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Pada penelitian selanjutnya disimpulkan bahwa dengan tingkat utang yang lebih tinggi dapat membantu meningkatkan nilai perusahaan (Modigliani & Miller, 1963). Perbedaan biaya dalam bentuk pendanaan eksternal membuat perusahaan memilih proporsi yang berbeda dari utang dan ekuitas untuk mendapatkan struktur modal optimal (Bevan & Danbolt, 2002).

Teori mendominasi lain adalah *Trade Off Theory*, yang mengasumsikan *trade off* antara keuntungan pajak dan biaya kebangkrutan pembiayaan utang. Berdasarkan teori ini, diperlukan adanya keseimbangan antara pengaruh pajak, biaya keagenan, biaya kebangkrutan, dan lainnya agar struktur modal optimal tercapai (Jensen & Meckling, 1976).

Teori lain adalah *Pecking Order Theory* yang menekankan pada perbedaan informasi. Teori ini mengasumsikan bahwa perusahaan memiliki preferensi sendiri memilih sumber internal atau eksternal pembiayaan. Informasi asimetri antara orang dalam dan orang luar memutuskan pilihan pembiayaan. Perusahaan memiliki kecenderungan untuk membiayai investasi mereka dari dana internal dan kemudian mungkin dari utang (Myers, 1984).

Teori arus kas bebas diasumsikan bahwa dengan meningkatnya proporsi utang akan menambah potensi ancaman kesulitan keuangan yang menyediakan arus kas operasi perusahaan melebihi peluang investasi yang menguntungkan.

Masalah ini memotivasi manajer untuk mendistribusikan arus kas bebas dan tidak untuk berinvestasi dalam proyek-proyek kurang menguntungkan (Myers, 2001).

Teori keagenan menjelaskan adanya biaya yang timbul akibat perbedaan kepentingan antara pemegang saham sebagai prinsipal dengan manajer sebagai agen. Biaya agensi merupakan biaya yang dikeluarkan prinsipal untuk melakukan pengawasan terhadap agen. Utang dapat membantu mengurangi biaya-biaya tersebut dengan pembayaran bunga yang menuntut manajer untuk menghasilkan arus kas dan meningkatkan kekayaan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976).

2.2 Model Penelitian Terdahulu

Wen, Rwegasira, dan Bilderbeek (2002) melakukan penelitian mengenai hubungan antara beberapa karakteristik dewan perusahaan dengan struktur modal suatu perusahaan. Variabel-variabel yang diteliti oleh Wen *et al.* (2002) adalah struktur modal sebagai dependen, variabel independen yang digunakan adalah ukuran dewan, komposisi dewan, masa jabatan CEO, dan kompensasi tetap CEO. Variabel kontrol yang digunakan oleh Wen *et al.* (2002) adalah ROA, ukuran perusahaan, keunikan aset, dan nilai jaminan aset. Wen *et al.* (2002) menggunakan sebanyak 60 sampel perusahaan China yang terdaftar selama periode 1996-1998.

Eriotis, Vasiliou, dan Ventoura-Neokosmidi (2007) melakukan penelitian mengenai pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal. Eriotis *et al.* (2007) menggunakan struktur modal sebagai variabel dependen. Variabel independen yang digunakan adalah ukuran perusahaan, likuiditas perusahaan,

interest coverage, pertumbuhan perusahaan, dan variabel *dummy*. Eriotis *et al.* (2007) menggunakan sebanyak 129 sampel perusahaan Yunani yang terdaftar di *Athens Stock Exchange* selama periode 1997-2001.

Salawu dan Agboola (2008) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan non keuangan di Nigeria. Pada penelitiannya, Salawu dan Agboola (2008) menggunakan struktur modal sebagai variabel dependen. Variabel independen yang digunakan adalah profitabilitas, aset berwujud, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, *non-debt tax shields*, dan dividen. Salawu dan Agboola (2008) menggunakan sebanyak 33 sampel perusahaan besar non keuangan selama periode 1990-2004.

Al-Najjar dan Taylor (2008) melakukan penelitian mengenai hubungan antara struktur kepemilikan dengan struktur modal. Al-Najjar dan Taylor (2008) menggunakan variabel independen kebijakan dividen, profitabilitas, risiko bisnis, aset berwujud perusahaan, dan kepemilikan institusional dalam penelitiannya terhadap struktur modal sebagai variabel dependen. Di samping itu, variabel kontrol yang digunakan adalah likuiditas, pertumbuhan, dan ukuran perusahaan. Al-Najjar dan Taylor (2008) menggunakan sebanyak 86 sampel perusahaan non keuangan selama periode 1994-2003.

Karadeniz, Kandir, Balcilar, dan Onal (2009) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. Struktur modal adalah variabel dependen yang digunakan oleh Karadeniz *et al.* (2009), sedangkan variabel independen yang digunakan antara lain peluang pertumbuhan, aset berwujud, tarif pajak efektif, *non-debt tax shield*, ukuran perusahaan, profitabilitas, arus kas bebas, dan posisi perdagangan komersial bersih. Karadeniz

et al. (2009) menggunakan sebanyak 5 sampel perusahaan penghapusan yang terdaftar di Bursa Efek Istanbul selama periode 1994 hingga 2006.

Bahadur dan Rijal (2010) melakukan penelitian mengenai hubungan antara beberapa karakteristik dewan dengan struktur modal perusahaan. Variabel-variabel yang diteliti oleh Bahadur dan Rijal (2010) adalah struktur modal sebagai dependen, variabel independen yang digunakan adalah ukuran dewan, komposisi dewan, keahlian dewan, dan masa jabatan CEO. Di samping itu, variabel kontrol yang digunakan oleh Bahadur dan Rijal (2010) adalah umur, *non-debt tax shield*, struktur aset, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Bahadur dan Rijal (2010) menggunakan sebanyak 11 sampel perusahaan yang terdaftar di Nepal selama periode 2002-2005.

Rehman, Rehman, dan Raof (2010) meneliti mengenai hubungan antara tata kelola perusahaan dan struktur modal. Variabel-variabel yang diteliti oleh Rehman *et al.* (2010) adalah struktur modal sebagai dependen, variabel independen yang digunakan adalah konsentrasi kepemilikan, dewan independen, kepemilikan manajerial, ukuran dewan, dan jumlah rapat.

Saad (2010) melakukan penelitian mengenai kepatuhan tata kelola perusahaan dan efeknya terhadap struktur modal di Malaysia. Dalam penelitiannya, Saad (2010) menggunakan struktur modal dan *interest coverage* sebagai variabel dependen. Variabel independen yang digunakan antara lain kepemimpinan ganda, ukuran dewan, dan rapat dewan. Saad (2010) menggunakan sebanyak 126 sampel perusahaan selama periode 1998 hingga 2006.

Bodaghi dan Ahmadpour (2010) melakukan penelitian mengenai hubungan antara tata kelola perusahaan dan struktur modal pada perusahaan yang

terdaftar di Bursa Efek Tehran. Variabel-variabel yang diteliti oleh Bodaghi dan Ahmadpour (2010) adalah struktur modal sebagai dependen, variabel independen yang digunakan adalah ukuran dewan, komposisi dewan, dualitas CEO, dan kepemilikan institusional. Variabel kontrol yang digunakan oleh Bodaghi dan Ahmadpour (2010) adalah ukuran perusahaan dan profitabilitas.

Awan *et al.* (2011) meneliti faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan industri gula dan sekutu yang terdaftar di Pakistan. Awan *et al.* (2011) menggunakan struktur modal sebagai variabel dependen. Variabel independen yang digunakan adalah aset berwujud, ukuran perusahaan, pertumbuhan, dan profitabilitas. Awan *et al.* (2011) menggunakan sebanyak 33 sampel perusahaan di sektor gula yang terdaftar di Bursa Efek Karachi selama periode 1999 hingga 2004.

Sheikh dan Wang (2011) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur di Pakistan. Pada penelitiannya, Sheikh dan Wang (2011) menggunakan struktur modal sebagai dependen. Variabel independen yang digunakan adalah profitabilitas, ukuran perusahaan, *non-debt tax shields*, aset berwujud, peluang pertumbuhan, volatilitas laba, dan likuiditas. Sheikh dan Wang (2011) menggunakan sebanyak 160 sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Karachi selama periode 2003 hingga 2007.

Vakilifard, Gerayli, Yanesari, dan Ma'atoofi (2011) melakukan penelitian mengenai pengaruh tata kelola perusahaan terhadap komposisi modal suatu perusahaan. Pada penelitiannya, Vakilifard *et al.* (2011) menggunakan struktur modal sebagai variabel dependen. Variabel independen yang digunakan

adalah ukuran dewan, dualitas CEO, dan direktur luar. Di samping itu variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan, aset berwujud, ROA, dan prospek pertumbuhan.

Lim (2012) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan jasa keuangan yang terdaftar di China. Variabel-variabel yang diteliti oleh Lim (2012) adalah struktur modal sebagai dependen, variabel independen yang digunakan adalah profitabilitas, aset berwujud, ukuran perusahaan, *non-debt tax shields*, peluang pertumbuhan, volatilitas laba, dan saham yang tidak beredar. Lim (2012) menggunakan sebanyak 36 sampel perusahaan keuangan bersaham A yang terdaftar di China selama periode 2005 hingga 2009.

Ahmadpour, Samimi, dan Golmohammadi (2012) melakukan penelitian mengenai pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal perusahaan. Variabel yang digunakan Ahmadpour *et al.* (2012) adalah struktur modal sebagai variabel dependen dan konsentrasi kepemilikan, dewan independen, ukuran dewan, rasio kepemilikan institusional, dualitas CEO, dan auditor internal sebagai variabel independen. Penelitian oleh Ahmadpour *et al.* (2012) tersebut dilakukan selama periode 2005-2010 dengan menggunakan data 311 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Tehran.

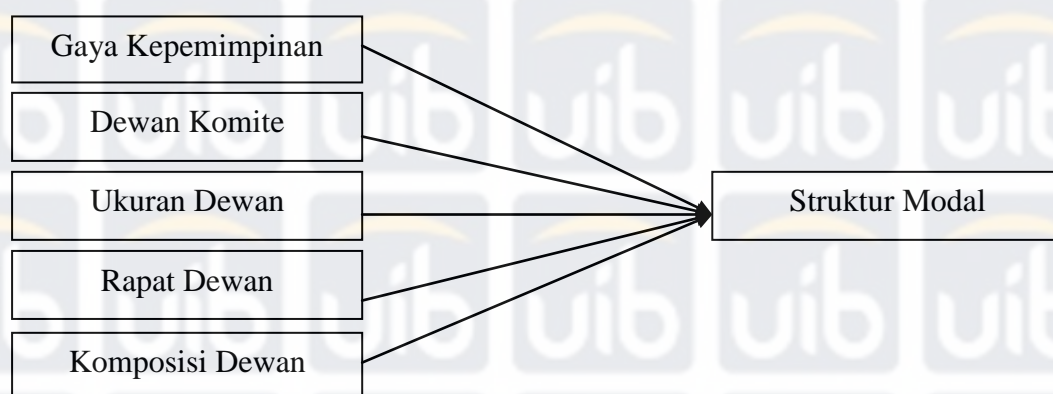
Heng, Azrbajani, dan San (2012) meneliti hubungan dewan dengan struktur modal di Malaysia. Malaysia merupakan salah satu negara berkembang pesat di Asia Tenggara yang menganut konsep tata kelola perusahaan yang baik menjelang tahun 1997 hingga 1998. Penelitian ini menggunakan 75 perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Kuala Lumpur selama periode 2005-

2008. Penelitian ini menggunakan ukuran dewan, kehadiran dewan non-eksekutif, keberadaan dewan independen, dan dualitas CEO sebagai variabel independen dalam meneliti pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal.

Ganiyu dan Abiodun (2012) melakukan penelitian mengenai pengaruh tata kelola perusahaan terhadap keputusan struktur modal di perusahaan Nigeria. Dalam penelitiannya, Ganiyu dan Abiodun (2012) menggunakan 10 sampel perusahaan sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Nigeria selama periode 2000-2009. Variabel-variabel yang diteliti adalah struktur modal sebagai dependen, ukuran dewan, komposisi dewan, profitabilitas, ukuran perusahaan, keahlian dewan, dualitas CEO, dan pertumbuhan sebagai variabel independen.

Sheikh dan Wang (2012) melakukan penelitian mengenai pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal dengan menggunakan data perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Karachi selama periode 2004-2008. Pada penelitiannya, Sheikh dan Wang (2012) menggunakan struktur modal sebagai dependen. Variabel independen yang digunakan adalah ukuran dewan, direktur luar, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial, gaji direktur, dan dualitas CEO, sedangkan variabel kontrol yang digunakan antara lain profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan aset berwujud.

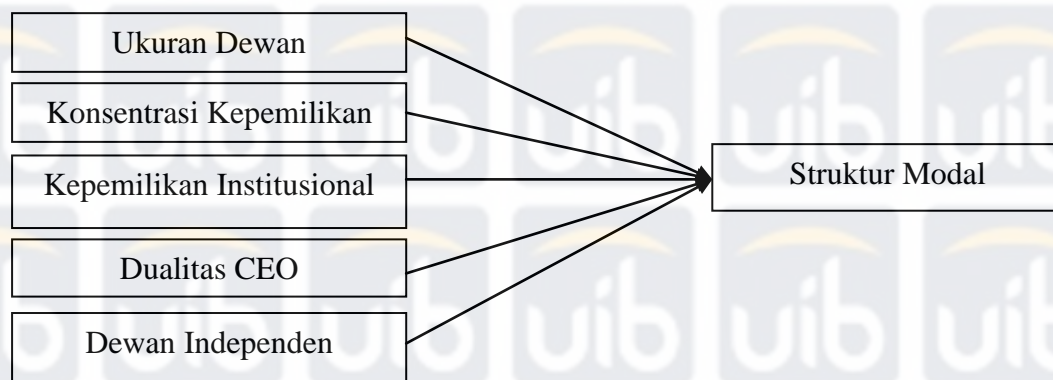
Kajananthan (2012) meneliti pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal pada 28 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Colombo selama periode 2009-2011. Penelitian Kajananthan (2012) menggunakan variabel independen yang ditampilkan pada Gambar 2.1.



Gambar 2.1 Model penelitian pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Sri Lanka, Sumber: Kajanathan (2012).

Boroujeni, Noroozi, Nadem, dan Chadegani (2013) meneliti tentang pengaruh struktur kepemilikan dan tata kelola perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Tehran. Variabel dependen pada penelitian Boroujeni *et al.* (2013) adalah struktur modal, sedangkan variabel independen terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan, *board independence*, risiko, pertumbuhan, *tangibility*, dan ukuran perusahaan.

Chitiavi, Musiega, Alala, Douglas, dan Christopher (2013) melakukan penelitian mengenai pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan yang terdaftar di Kenya. Chitiavi *et al.* (2013) menggunakan sebanyak 30 sampel perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Nairobi selama periode 2007-2011. Penelitian Chitiavi *et al.* (2013) menggunakan variabel independen yang ditampilkan pada Gambar 2.2.



Gambar 2.2 Model penelitian pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Kenya, Sumber: Chitiavi *et al.* (2013).

Akinyomi dan Olagunju (2013) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor penentu struktur modal di Nigeria. Variabel yang digunakan Akinyomi dan Olagunju (2013) adalah struktur modal sebagai variabel dependen dan ukuran perusahaan, aset berwujud, profitabilitas, perpajakan, dan pertumbuhan sebagai variabel independen.

Wellalage dan Locke (2013) melakukan penelitian mengenai hubungan antara karakteristik perusahaan, tata kelola perusahaan, dan struktur modal. Pada penelitiannya, Wellalage dan Locke (2013) menggunakan struktur modal sebagai variabel dependen. Variabel independen yang digunakan adalah ukuran perusahaan, aset berwujud, likuiditas, *non-debt tax shields*, pertumbuhan, risiko, kepemilikan direktur, kepemilikan asing, dan direktur non-eksekutif. Wellalage dan Locke (2013) menggunakan sebanyak 40 sampel perusahaan yang terdaftar di *NZX50 Stock Exchange* selama periode 8 tahun.

Aziz, Ahmad, dan Arshad (2013) meneliti tentang pengaruh struktur kepemilikan dan tata kelola perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan

sektor bangunan dan material konstruksi yang terdaftar di Pakistan. Variabel yang digunakan Aziz *et al.* (2013) adalah struktur modal sebagai dependen dan ukuran dewan, komposisi dewan, dualitas CEO, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, dan profitabilitas sebagai independen.

Alzomaia (2014) meneliti mengenai faktor penentu struktur modal pada perusahaan yang terdaftar di Arab Saudi. Alzomaia (2014) menggunakan variabel independen ukuran perusahaan, pertumbuhan, aset berwujud, profitabilitas, dan risiko dalam penelitiannya terhadap struktur modal sebagai variabel dependen.

Alzomaia (2014) menggunakan sebanyak 93 sampel perusahaan yang terdaftar di Arab Saudi selama periode 2000 hingga 2010.

Marand, Shabani, dan Hnema (2014) meneliti mengenai pengaruh mekanisme tata kelola perusahaan terhadap perusahaan induk yang terdaftar di Bursa Efek Tehran selama periode 2008-2013. Variabel independen yang diteliti adalah konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, dualitas CEO, ukuran dewan, dan *board independence* terhadap struktur modal sebagai variabel dependen.

Nishanthan, Naresh, dan Niroshan (2014) melakukan penelitian mengenai pengaruh struktur dewan dan dualitas CEO terhadap struktur modal. Nishanthan *et al.* (2014) menjadikan ukuran dewan, dewan non-eksekutif, dan dualitas CEO sebagai variabel independen dalam penelitiannya terhadap struktur modal. Sampel penelitian Nishanthan *et al.* (2014) terdiri dari 30 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Colombo selama periode 2008-2012.

Turan dan Gerayli (2014) melakukan penelitian mengenai pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan yang terdaftar

di Iran. Turan dan Gerayli (2014) menggunakan variabel independen ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, aset berwujud perusahaan, dan volatilitas laba dalam penelitiannya terhadap struktur modal sebagai variabel dependen. Turan dan Gerayli (2014) menggunakan sebanyak 460 sampel perusahaan non keuangan yang terdaftar di Iran selama periode 2009 hingga 2013.

Saeed *et al.* (2014) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal suatu perusahaan dengan menggunakan sebanyak 8 sampel perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Karachi selama periode 2004 hingga 2011. Penelitian Saeed *et al.* (2014) menggunakan variabel independen ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan, aset berwujud, likuiditas, *non-debt tax shields*, volatilitas laba, masa jabatan CEO, dualitas CEO, dan ukuran dewan.

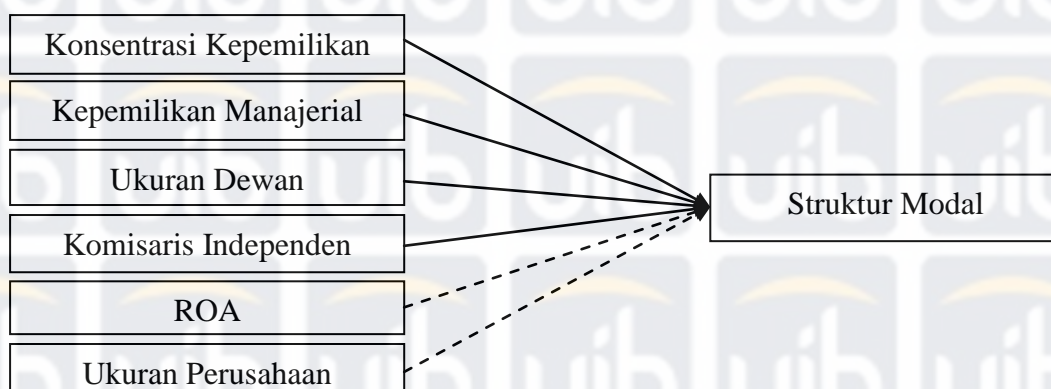
Ukaegbu, Oino, dan Dada (2014) meneliti tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal dan kinerja perusahaan di Nigeria. Dalam penelitiannya, Ukaegbu *et al.* (2014) menggunakan sampel perusahaan industri besar yang terdaftar di Nigeria selama periode 2008-2012. Variabel-variabel yang diteliti adalah struktur modal dan kinerja perusahaan sebagai dependen, ukuran dewan, komposisi dewan, dan rapat dewan sebagai variabel independen.

Kararti (2014) melakukan penelitian mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal pada perusahaan non keuangan di Turki. Variabel-variabel yang diteliti adalah struktur modal sebagai dependen, kepemilikan *external block holder* dan kepemilikan manajerial sebagai variabel independen serta ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas,

volatilitas, aset berwujud, arus kas bebas, *non-debt tax shield*, dan *intangibility* sebagai variabel kontrol.

Jaradat (2015) melakukan penelitian mengenai pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan di Yordania dengan menggunakan sebanyak 645 sampel perusahaan non keuangan selama periode 2009-2013. Pada penelitiannya, Jaradat (2015) menggunakan struktur modal sebagai variabel dependen. Variabel independen yang digunakan adalah ukuran dewan, jenis kelamin dewan, direktur luar, dan dualitas CEO, sedangkan variabel kontrol yang digunakan antara lain ukuran perusahaan, kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan ROA.

Corsi dan Prencipe (2015) melakukan penelitian mengenai pengaruh struktur kepemilikan dan *board of directors* terhadap struktur modal pada perusahaan basis teknologi baru di Italia menggunakan sebanyak 303 sampel perusahaan selama periode 2004-2013. Corsi dan Prencipe (2015) menggunakan struktur modal sebagai variabel dependen serta menggunakan variabel independen dan kontrol yang ditampilkan pada Gambar 2.3.



Gambar 2.3 Model penelitian pengaruh struktur kepemilikan dan *board of directors* terhadap struktur modal pada perusahaan basis teknologi baru di Italia, Sumber: Corsi dan Prencipe (2015).

Abdul-Qadir, Yaroson, dan Abdu (2015) melakukan penelitian mengenai kontribusi kepemilikan institusional terhadap keputusan struktur modal. Abdul-Qadir *et al.* (2015) menggunakan variabel independen ukuran dewan dan kepemilikan institusional serta variabel kontrol ukuran perusahaan dan profitabilitas dalam penelitiannya terhadap struktur modal sebagai variabel dependen. Abdul-Qadir *et al.* (2015) menggunakan sebanyak 19 sampel perusahaan non keuangan selama periode 2009-2013.

Abobakr dan Elgiziry (2016) meneliti tentang pengaruh karakteristik dewan dan struktur kepemilikan terhadap struktur modal di Mesir. Penelitian dilakukan dengan menggunakan sebanyak 36 sampel perusahaan non keuangan selama periode 2007-2011. Variabel yang digunakan Abobakr dan Elgiziry (2016) adalah struktur modal sebagai variabel dependen dan ukuran dewan, dewan non-eksekutif, dualitas CEO, dewan wanita, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *block shareholding*, dan kepemilikan pemerintah. Penelitian Abobakr dan Elgiziry (2016) ini juga menggunakan variabel kontrol seperti ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan, dan *tangibility*.

2.3 Pengaruh Karakteristik Dewan terhadap Struktur Modal

Dewan memiliki peranan penting dalam perusahaan dimana dewan direksi bertugas menjalankan kegiatan operasional, sedangkan dewan komisaris mempunyai fungsi pengawasan sehingga akan mempengaruhi pengambilan keputusan perusahaan, termasuk keputusan pendanaan. Struktur modal merupakan tanggung jawab yang besar bagi anggota dewan karena mempunyai pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan dan kekayaan pemegang saham (Priya &

Nimalathanan, 2013). Efektivitas dewan dipengaruhi berbagai karakteristik, baik dari segi jumlah, independensi, keragaman, dan lainnya. Oleh karena itu, perusahaan perlu mengambil keputusan yang tepat dalam menentukan komposisi dan menunjuk anggota dewan (Abobakr & Elgiziry, 2016).

2.3.1 Pengaruh Ukuran Dewan terhadap Struktur Modal

Dewan memiliki peranan penting bagi perusahaan, baik dalam mengawasi maupun mengambil keputusan strategis. Adams dan Mehran (2003) mengatakan bahwa kinerja manajemen dapat dipantau secara efektif oleh dewan dengan ukuran yang lebih besar. Setiap perusahaan yang sukses membutuhkan dewan yang efektif dalam merencanakan strategi utama untuk perusahaan dan menjadi petunjuk bagi setiap anggota perusahaan sehingga pada akhirnya dapat memaksimalkan pengembalian kepada pemegang saham (Jaradat, 2015). Perusahaan dengan ukuran dewan yang lebih kecil, karena tata kelola perusahaan yang lebih lemah, cenderung memilih meningkatkan utang untuk mengurangi masalah keagenan (Vakilifard *et al.*, 2011).

Saeed *et al.* (2014), Ranti (2013), Vakilifard *et al.* (2011), Bodaghi dan Ahmadpour (2010), Greene (2011), Aziz *et al.* (2013), Berger, Ofek, dan Yenmark (1997), Heng *et al.* (2012), Abobakr dan Elgiziry (2016), Hasan dan Butt (2009), dan Ukaegbu *et al.* (2014) menemukan pengaruh signifikan negatif antara ukuran dewan dengan struktur modal. Abor (2007), Bokpin dan Arko (2009), Ahmadpour *et al.* (2012), Sheikh dan Wang (2012), Jaradat (2015), Bukahri dan Ansari (2008), Njuguna dan Obwogi (2015), Boroujeni *et al.* (2013), Abdul-Qadir *et al.* (2015), Gill, Biger, Mand, dan Shah (2012), dan Agyei dan Owusu (2014) menemukan pengaruh signifikan positif antara ukuran dewan

dengan struktur modal. Marand *et al.* (2014), Chitiavi *et al.* (2013), Rehman *et al.* (2010), Ajanthan (2013), Ganiyu dan Abiodun (2012), Kajanathan (2012), Wen *et al.* (2002), Saad (2010), Bahadur dan Rijal (2010), dan Nishantan *et al.* (2014) tidak menemukan pengaruh signifikan antara ukuran dewan dengan struktur modal.

2.3.2 Pengaruh *Board Gender* terhadap Struktur Modal

Board gender adalah proporsi dewan yang berjenis kelamin perempuan dari total anggota dewan (Jaradat, 2015). Keberadaan dewan wanita yang menambah perbedaan dalam anggota dewan akan meningkatkan efisiensi dan menurunkan informasi asimetris di antara manajemen perusahaan dan pemegang saham. Hal tersebut mengarahkan pada struktur modal yang menggunakan sedikit utang jangka pendek dan lebih banyak sumber utang jangka panjang (Alves, Cuoto & Francisco, 2014). Carter, Simkins, dan Simpson (2003) menemukan dengan adanya perbedaan dalam dewan dapat mengembangkan pemahaman pasar dan memperbaiki metode pemecahan masalah.

Jaradat (2015), Alves *et al.* (2014), Nyamweya (2015) serta Emoni, Muturi, dan Wandera (2017) menemukan pengaruh signifikan positif antara *board gender* dengan struktur modal, sedangkan Harris (2014) menemukan pengaruh signifikan negatif antara *board gender* dengan struktur modal. Abobakr dan Elgiziry (2016) tidak menemukan pengaruh signifikan antara *board gender* dengan struktur modal.

2.3.3 Pengaruh Masa Jabatan CEO terhadap Struktur Modal

CEO (*Chief Executive Officer*) adalah jabatan tertinggi pada dewan eksekutif sebuah perusahaan yang bertanggung jawab dalam mengelola keseluruhan operasional dan mengambil keputusan penting perusahaan. Masa jabatan CEO merupakan jangka waktu seorang CEO bekerja pada suatu perusahaan. Seorang CEO mempunyai wewenang untuk menjalankan suatu perusahaan sehingga nilai suatu perusahaan akan dipengaruhi oleh keputusan seorang CEO (Abor, 2007). CEO dengan masa jabatan yang lebih lama cenderung lebih percaya diri dan berani mengambil tantangan dalam keputusan pendanaan (Orens & Reheul, 2013).

Bahadur dan Rijal (2010) menemukan pengaruh signifikan positif antara masa jabatan CEO dengan struktur modal. Berger *et al.* (1997), Abor (2007), Wen *et al.* (2002), dan Saeed *et al.* (2014) menemukan pengaruh signifikan negatif antara masa jabatan CEO dengan struktur modal, sedangkan Gill *et al.* (2012) tidak menemukan pengaruh yang signifikan.

2.3.4 Pengaruh Komisaris Independen terhadap Struktur Modal

Berdasarkan Peraturan Bapepam Nomor IX.I.5 tahun 2012 tentang Pembentukan dan Pedoman Pelaksanaan Kerja Komite Audit, komisaris independen merupakan komisaris yang berasal dari luar perusahaan publik, tidak mempunyai saham baik secara langsung maupun tidak langsung pada perusahaan publik, tidak mempunyai hubungan afiliasi dengan perusahaan, komisaris, direksi atau pemegang saham utama perusahaan publik, dan tidak mempunyai hubungan usaha baik langsung maupun tidak langsung yang berkaitan dengan kegiatan

usaha perusahaan publik. Pengawasan oleh komisaris independen dapat memberikan kontribusi dalam mengurangi konflik keagenan antara direktur dan pemegang saham (Jaradat, 2015). Kehadiran komisaris independen pada jajaran anggota dewan perusahaan memberikan sinyal kepada pasar bahwa perusahaan diawasi secara efisien sehingga memberikan kesan baik terhadap kreditor (Bodaghi & Ahmadpour, 2010). Perusahaan dengan komisaris independen yang lebih banyak menciptakan pengawasan yang efektif sehingga memudahkan perusahaan untuk mendapatkan utang (Sheikh & Wang, 2012).

Jaradat (2015), Sheikh dan Wang (2012), Bahadur dan Rijal (2010), Ukaegbu *et al.* (2014), Bukahri dan Ansari (2008), Berger *et al.* (1997), dan Njuguna dan Obwogi (2015) menemukan pengaruh signifikan positif antara komisaris independen dengan struktur modal. Wen *et al.* (2002) menemukan pengaruh signifikan negatif antara komisaris independen dengan struktur modal. Marand *et al.* (2014), Chitiavi *et al.* (2013), Rehman *et al.* (2010), Ahmadpour *et al.* (2012), Ajanthan (2013), Ganiyu dan Abiodun (2012), Kajanathan (2012), Wellalage dan Locke (2013), Vakilifard *et al.* (2011), Bodaghi dan Ahmadpour (2010), Greene (2011), Aziz *et al.* (2013), Abobakr dan Elgiziry (2016), Nishanthan *et al.* (2014), dan Corsi dan Prencipe (2015) tidak menemukan pengaruh signifikan antara komisaris independen dengan struktur modal.

2.4 Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Struktur Modal

Struktur kepemilikan adalah ilustrasi proporsional dari kepemilikan saham sehubungan dengan hak suara dan modal (Greene, 2011). Perusahaan dengan kepemilikan saham yang terkonsentrasi pada orang akan berbeda

dibandingkan dengan investor eksternal dan akan mempengaruhi perilaku manajerial dan kinerja perusahaan (Brailsford, Oliver, & Pua, 2002). Investor institusi dianggap sebagai pemain utama di pasar keuangan dan memiliki pengaruh dalam tata kelola perusahaan. Pemegang saham institusi mempunyai peran penting dalam mengawasi perusahaan. Pemegang saham suatu perusahaan memiliki hak yang berbeda, seperti pemilihan anggota dewan dan siapa yang akan bertindak untuk mengawasi kinerja manajemen (Al-Najjar & Taylor, 2008). Oleh karena itu, keputusan yang diambil dalam perusahaan dapat dipengaruhi berbagai pihak termasuk pemegang saham.

2.4.1 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh pengelola atau manajer. Kepemilikan saham manajerial dimaksudkan untuk mengurangi insentif manajerial untuk menggunakan penghasilan tambahan dan pengalihan atas kekayaan pemegang saham serta hasil dalam penyelarasan kepentingan manajemen dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Pengurus perusahaan yang memiliki saham cenderung mengurangi tingkat utang karena mempertimbangkan risiko kebangkrutan serta mengurangi tekanan pada kinerja perusahaan (Al-Fayoumi & Abuzayed, 2009).

Greene (2011), Bokpin dan Arko (2009), dan Aziz *et al.* (2013) menemukan pengaruh signifikan positif antara kepemilikan manajerial dengan struktur modal. Brailsford *et al.* (2002), Jaradat (2015), Corsi dan Prencipe (2015), Agca dan Mansi (2006) serta Al-Fayoumi dan Abuzayed (2009) menemukan pengaruh signifikan negatif antara kepemilikan manajerial dengan struktur modal. Rehman *et al.* (2010), Wellalage dan Locke (2013), Sheikh dan

Wang (2012), dan Abobakr dan Elgiziry (2016) tidak menemukan pengaruh signifikan antara kepemilikan manajerial dengan struktur modal.

2.4.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal

Pemegang saham institusi akan mencegah perusahaan untuk mendanai operasionalnya melalui utang karena perusahaan harus mendahulukan utang dibanding pembayaran dividen sehingga tidak sesuai dengan pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham institusi (Greene, 2011). Perusahaan dengan proporsi pemegang saham institusi yang besar lebih memilih pendanaan dari sumber internal sesuai dengan *pecking order theory* (Hussainey & Aljifri, 2012).

Abdoli, Lashkary, dan Dehghani (2012) dan Huang dan Song (2006) menemukan pengaruh signifikan positif antara kepemilikan institusional dengan struktur modal. Ahmadpour *et al.* (2012) dan Crutchley dan Jensen (1996) menemukan pengaruh signifikan negatif antara kepemilikan institusional dengan struktur modal. Marand *et al.* (2014), Chitiavi *et al.* (2013), Bodaghi dan Ahmadpour (2010), Greene (2011), Hussainey dan Aljifri (2012), Aziz *et al.* (2013), Abobakr dan Elgiziry (2016), Abdul-Qadir *et al.* (2015), Masood (2014), dan Magdalena (2012) tidak menemukan pengaruh signifikan antara kepemilikan institusional dengan struktur modal.

2.4.3 Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Struktur Modal

Zouping (2009) mengatakan bahwa perusahaan yang dikendalikan oleh pemerintah mempunyai tingkat utang yang lebih rendah karena pendanaan dari modal saham yang lebih tinggi. Huang dan Song (2006) dan Su (2010)

menemukan pengaruh signifikan negatif antara kepemilikan pemerintah dengan struktur modal. Li *et al.* (2009), Do dan Wu (2013), Nguyen dan Ramachandran (2006), Alipour, Mohammadi, dan Derakhshan (2015), dan Abobakr dan Elgiziry (2016) menemukan pengaruh signifikan positif antara kepemilikan pemerintah dengan struktur modal, sedangkan Hussainey dan Aljifri (2012) tidak menemukan pengaruh yang signifikan.

2.4.4 Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Struktur Modal

Menurut Hussain dan Nivorozhkin (1997), kepemilikan asing pada suatu perusahaan dapat memberikan dampak positif dalam hal peminjaman dana. Perusahaan dengan kepemilikan asing yang besar memiliki performa yang lebih baik dibanding perusahaan dengan kepemilikan domestik sehingga cenderung mempunyai rasio utang yang lebih tinggi. Wellalage dan Locke (2013), Gurunlu dan Gursoy (2010), Aroob (2011), Kocenda dan Svejnar (2002), dan Li *et al.* (2009) menemukan pengaruh signifikan negatif antara kepemilikan asing dengan struktur modal. Hussain dan Nivorozhkin (1997) menemukan pengaruh signifikan positif antara kepemilikan asing dengan struktur modal, sedangkan Sivathasaan (2013) tidak menemukan pengaruh signifikan antara kepemilikan asing dengan struktur modal.

2.4.5 Pengaruh *Block Shareholding* terhadap Struktur Modal

Block shareholding menggambarkan adanya pemegang saham dengan persentase yang besar dibandingkan pemegang saham lainnya. *Block shareholding* ini mungkin dapat membantu mengurangi konflik keagenan antara manajer dan

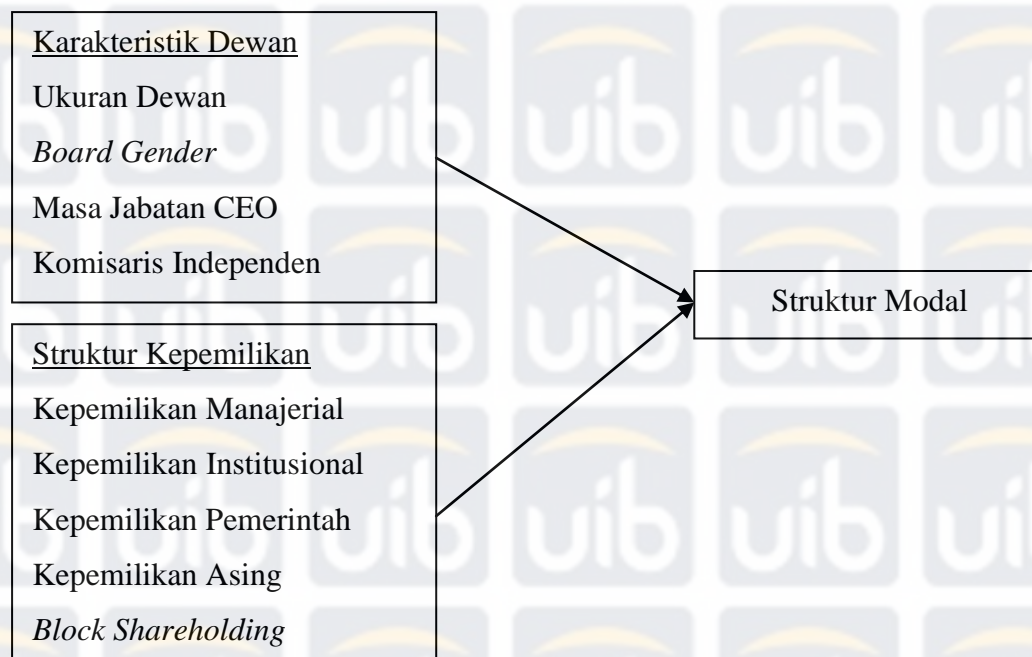
pemegang saham. Pemegang saham terbesar dapat mendorong manajemen untuk mengambil keputusan yang dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Pemegang saham besar akan memilih tingkat utang yang lebih tinggi karena biaya yang lebih rendah dibandingkan dengan penerbitan saham baru (Sheikh & Wang, 2012). Pemegang saham besar biasanya menghindari pendanaan melalui ekuitas agar tidak mengurangi kontrol pada suatu perusahaan (Claessens *et al.*, 2002).

Brailsford *et al.* (2002), Su (2010), Marand *et al.* (2014), Ahmadpour *et al.* (2012), dan Sheikh dan Wang (2012) menemukan pengaruh signifikan positif antara *block shareholding* dengan struktur modal. Corsi dan Prencipe (2015) menemukan pengaruh signifikan negatif antara *block shareholding* dengan struktur modal. Chitiavi *et al.* (2013), Rehman *et al.* (2010), Abobakr dan Elgiziry (2016) serta Masood (2014) tidak menemukan pengaruh signifikan antara *block shareholding* dengan struktur modal.

2.5 Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan model penelitian dari Wellalage dan Locke (2013), Saeed *et al.* (2014), Kararti (2014), Corsi dan Prencipe (2015), Jaradat (2015), Abdul-Qadir *et al.* (2015), dan Abobakr dan Elgiziry (2016) sebagai referensi. Penelitian ini menggunakan variabel independen ukuran dewan, *board gender*, masa jabatan CEO, komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, dan *block shareholding* dalam pengaruhnya terhadap struktur modal sebagai dependen.

Model penelitian yang akan diteliti digambarkan pada Gambar 2.4.



Gambar 2.4 Model penelitian analisis pengaruh ukuran dewan, *board gender*, masa jabatan CEO, komisararis independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, dan *block shareholding* terhadap struktur modal.

2.6 Perumusan Hipotesis

Berdasarkan uraian dan kerangka model di atas maka hipotesis untuk penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

- H₁: Ukuran dewan memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal
- H₂: *Board gender* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap struktur modal
- H₃: Masa jabatan CEO memiliki pengaruh signifikan positif terhadap struktur modal

H₄: Komisaris independen memiliki pengaruh signifikan positif terhadap struktur modal

H₅: Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal

H₆: Kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal

H₇: Kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal

H₈: Kepemilikan asing memiliki pengaruh signifikan positif terhadap struktur modal

H₉: *Block shareholding* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap struktur modal