

BAB II

KERANGKA TEORETIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Struktur Modal

Ramezanalivaloujerdi, Rasiah, dan Narayanasarny (2015) menyatakan struktur modal adalah bagaimana perusahaan mendanai investasi dimasa depan dengan utang, modal ataupun perpaduannya. Perusahaan dapat menghasilkan utang dengan mengeluarkan utang obligasi, sedangkan ekuitas perusahaan terdiri dari saham biasa dan saham istimewa (Gul, Siddiqui, & Razzay, 2013). Priya dan Nimalathasan (2013) menyatakan keputusan struktur modal merupakan hal yang diperlukan setiap perusahaan dan memiliki tingkat kepentingan yang tinggi bagi perusahaan karena struktur modal memberikan dampak langsung pada nilai perusahaan dan kekayaan pemegang saham.

Masnoon dan Saeed (2014) mengungkapkan keuntungan dari pendanaan dengan utang diantaranya adalah penghematan pajak, meningkatkan laba per saham, dan tingkat pengembalian modal namun juga dapat mengakibatkan berkurangnya fleksibilitas keuangan serta meningkatkan kesulitan keuangan. Di pihak lain, pendanaan dengan ekuitas tidak memiliki beban keuangan tetap yang perlu dikhawatirkan sehingga menyisihkan kas lebih untuk melakukan investasi serta distribusi resiko dan kerugian pada anggota pemegang saham namun hal tersebut juga dapat memberikan kesan negatif kepada investor bahwa perusahaan kesulitan dalam fleksibilitas keuangan, menolak pendanaan utang, ekuitas yang dinilai terlalu tinggi dan meningkatkan volatilitas laba. Berdasarkan pertimbangan-pertimbangan diatas, menghasilkan struktur modal terbaik menjadi

sebuah tugas yang sulit bagi pihak manajemen perusahaan dan harus dipertanggungjawabkan (Priya & Nimalathasan, 2013).

Teori mengenai struktur modal dimulai oleh Modigliani dan Miller (1958) yang membahas mengenai ketidakrelevanan tipe instrumen yang digunakan untuk membiayai investasi dengan berguna tidaknya investasi tersebut yang kemudian dikenal dengan *Theory of Irrelevance*. Dalam analisis teori Modigliani dan Miller ini, peneliti menggambarkan pasar yang tidak sempurna (pajak, asimetri informasi, biaya transaksi, dan konflik kepentingan) (Kouki & Said, 2012). Pada tahun 1963, Modigliani dan Miller (1963) melakukan penelitian dengan memasukkan keberadaan pajak menyatakan bahwa pendanaan dengan utang dapat memberikan keuntungan dari segi pajak.

Trade-off theory adalah keadaan dimana perusahaan memilih sebesar apa pendanaan dengan utang dan pendanaan dengan modal yang diperlukan dengan mengevaluasi biaya dan manfaat dari setiap tipe pendanaan (Alkhatib, 2012).

Leon (2013) menyatakan *trade-off theory* menyarankan keberadaan struktur modal yang optimal dimana terdapat manfaat dari utang yang menutupi biaya dari utang. Teori ini mencoba menjelaskan kelakuan *leverage* perusahaan dalam mempertimbangkan keuntungan dan biaya dari pendanaan utang dengan keberadaan pajak, biaya kebangkrutan, dan biaya keagenan (Kouki & Said, 2012).

Theory of financing hierarchy atau lebih dikenal dengan istilah *pecking order theory* menganjurkan perusahaan lebih tertarik menggunakan laba ditahan untuk membayar dividen dan kesempatan investasi keuangan, selain itu perusahaan akan menggunakan utang bila pendanaan eksternal diperlukan, dan pilihan terakhir adalah menerbitkan saham (Kouki & Said, 2012). Perusahaan

mungkin terpaksa secara finansial karena asimetri informasi antara manajer atau pemilik dan investor, sehingga perusahaan menggunakan hirarki dalam pemilihan sumber dananya (Serrasqueiro & Caetano, 2012). Myers dan Majluf (1984) mengungkapkan bila manajer memiliki informasi yang menguntungkan bagi pihak manajemen, manajer akan melakukan keputusan untuk kepentingan pemegang saham serta menolak penerbitan saham walaupun melewatkan kesempatan investasi yang baik.

Ross *et al.* (2002) menyatakan bahwa perusahaan yang melakukan pinjaman membayar pajak yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tidak melakukan pinjaman. Keberadaan pajak tersebut dapat menyebabkan perusahaan yang melakukan pinjaman memiliki nilai yang lebih tinggi.

Keberadaan biaya kebangkrutan juga dapat menyebabkan nilai perusahaan menjadi lebih rendah. Efek kombinasi dari pajak dan biaya kebangkrutan dapat menghasilkan struktur modal optimal.

Rumus yang digunakan dalam pengukuran struktur modal bervariasi. Jadarat (2015) dan Brenni (2014) menggunakan total liabilitas dibagi dengan total aset untuk mengukur struktur modal. Abdul-Qahir, Yaroson, dan Abdu (2015) dan Kajanathan (2012) mengukur struktur modal dengan rumus total utang dibagi dengan gabungan total utang dan ekuitas. Agyei dan Owusu (2014), Alqisie (2014) mengukur dengan rumus total utang dibagi dengan ekuitas. Pada dasarnya pengukuran yang digunakan untuk mengukur struktur modal adalah *leverage*. *Financial leverage* berhubungan dengan sejauh mana perusahaan mengandalkan pendanaan utang dibandingkan dengan ekuitas (Ross *et al.*, 2002). Hal ini

mencerminkan semakin tinggi struktur modal/*leverage*, maka semakin tinggi pula penggunaan utang dalam perusahaan tersebut.

Salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah tata kelola perusahaan. Agyei dan Owusu (2014) menyatakan bahwa tata kelola perusahaan yang baik dapat berpengaruh secara signifikan terhadap strategi keputusan perusahaan seperti pendanaan eksternal, biaya pendanaan, dan lain-lain yang ditangani oleh dewan. Perusahaan yang menggunakan sistem tata kelola perusahaan yang baik dapat memperoleh kepercayaan dari investor yang dapat membantu perusahaan dalam memperoleh dana dengan biaya yang layak (Bushra & Mishra, 2014). Faktor-faktor lain yang mempengaruhi struktur modal dan sering digunakan dalam penelitian terdahulu diantaranya adalah ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, dan *tangibility assets*.

2.2 Model Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai struktur modal telah banyak dilakukan oleh para peneliti sebelumnya. Abor (2008) meneliti umur perusahaan, ukuran perusahaan, struktur aset, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, utang dividen, resiko perusahaan, pajak, dan kepemilikan manajerial terhadap struktur modal. Pada tahun yang sama Al-Najjar dan Taylor (2008) meneliti struktur modal dengan variabel kebijakan dividen, kepemilikan institusional, persentase kepemilikan institusional, tingkat pengembalian modal, *tangibility*, likuiditas, *market to book ratio*, resiko usaha, dan ukuran perusahaan.

Hasan dan Butt (2009) meneliti tata kelola perusahaan pada struktur modal di *Karachi Stock Exchange* dengan ukuran dewan, komposisi dewan, dualitas CEO, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran

perusahaan, dan profitabilitas sebagai variabel independen. Bodaghi dan Ahmadpour (2010) meneliti hubungan antara tata kelola perusahaan dan struktur modal di *Tehran Stock Exchange*. Variabel independen berupa ukuran dewan, komposisi dewan, dualitas CEO, dan kepemilikan institusional sedangkan variabel kontrol berupa ukuran perusahaan dan profitabilitas. Saad (2010) meneliti dualitas kepemimpinan, ukuran dewan dan rapat dewan terhadap struktur modal. Rehman, Rehman dan Raof (2010) melakukan penelitian dengan kepemilikan terkonsentrasi, independensi dewan, kepemilikan manajerial, ukuran dewan, dan jumlah rapat setiap tahun sebagai variabel independen.

Vakilifard, Gerayli, Yanesari, dan Ma'atoofi (2011) melakukan penelitian dengan ukuran dewan, dualitas CEO, dan direktur luar sebagai variabel independen, sedangkan variabel kontrolnya berupa ukuran perusahaan, *tangibility*, *return on assets*, dan prospek pertumbuhan. Kajanathan (2012) menginvestigasi apakah terdapat hubungan antara beberapa spesifikasi tata kelola perusahaan dengan struktur modal pada 28 perusahaan manufaktur yang terdaftar di *Colombo Stock Exchange* pada periode 2009-2011 dengan variabel independen berupa gaya kepemimpinan, komite dewan, ukuran dewan, rapat dewan, dan komposisi dewan. Pada tahun berikutnya, Achchuthan, Kajanathan, dan Sivathaasan (2013) melakukan penelitian dengan menggunakan variabel yang sama.

Pada tahun 2012, Gill *et al.* (2012) melakukan penelitian pada perusahaan kecil di India dengan variabel independen yang terdiri dari masa jabatan CEO, dualitas CEO, ukuran dewan, keluarga, dan pertumbuhan usaha kecil sebagai variabel kontrol. Ahmadpour, Samimi, Golmohammadi (2012) menginvestigasi hubungan kepemilikan terkonsentrasi, dewan independen, ukuran

dewan, rasio kepemilikan institusional, dualitas CEO, dan auditor internal terhadap struktur modal pada 311 perusahaan yang terdaftar di *Tehran Stock Exchange* pada tahun 2005-2010. Ganiyu dan Abiodun (2012) meneliti variabel ukuran dewan, komposisi dewan, profitabilitas, ukuran dewan, keahlian dewan, CEO dualitas, dan pertumbuhan.

Ajanthan (2013) menginvestigasi 18 perusahaan hotel dan restoran yang terdaftar di *Colombo Stock Exchange* pada tahun 2007-2012. Variabel independen yang digunakan adalah ukuran dewan, komposisi dewan, dan dualitas CEO. Priya dan Nimalathasan (2013) meneliti hotel dan restoran terpilih di Sri Lanka pada tahun 2008-2012 dengan menambah variabel independen rapat dewan, direktur dalam. Do dan Wu (2013) menguji 135 perusahaan non-keuangan pada *Ho Chi Minh Stock Exchange* pada tahun 2009-2012 dengan menambah kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintahan, kesempatan pertumbuhan, *tangibility*, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Chitiavi, Musiega, Alala, Douglas, dan Christopher (2013) menambah kepemilikan terkonsentrasi dan rasio kepemilikan institusional. Gul *et al.* (2013) menambah variabel independen yaitu kepemilikan terkonsentrasi dan variabel kontrol yang terdiri ukuran perusahaan, likuiditas, *tangibility of assets*, dan profitabilitas.

Akbari dan Rahmani (2013) menguji peran struktur kepemilikan dan tata kelola perusahaan pada struktur modal dengan 78 perusahaan Iran yang terdaftar di *Tehran Stock Exchange* pada periode 2008 hingga 2012. Variabel independen dari penelitian ini adalah ukuran dewan, komposisi dewan, dualitas CEO, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial dengan profitabilitas dan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. Pada tahun yang sama, Aziz, Ahmad,

dan Arshad (2013) melakukan penelitian pada 32 perusahaan konstruksi dan material yang terdaftar di *Karachi Stock Exchange* pada periode 2007-2011 dengan menggunakan variabel yang sama. Agyei dan Owusu (2014) juga melakukan penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan dan tata kelola perusahaan dengan menggunakan variabel yang serupa pada perusahaan di *Ghana Stock Exchange*.

Pada tahun 2014, Bushra dan Mishra (2014) meneliti pengaruh tata kelola perusahaan pada keputusan struktur modal perusahaan dengan variabel independen terdiri dari ukuran dewan, independensi dewan, dan dualitas CEO sedangkan variabel kontrol terdiri dari profitabilitas dan ukuran perusahaan. Masnoon dan Saeed (2014) menggunakan profitabilitas, likuiditas, *tangibility*, ukuran perusahaan, dan volatilitas laba sebagai variabel independen. Osaretin dan Michael (2014) memusatkan analisis pada faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan di Nigeria tahun 2013 dengan profitabilitas dan ukuran perusahaan sebagai variabel independen.

Uwuigbe (2014) melakukan penelitian mengenai hubungan antara tata kelola perusahaan dan keputusan struktur modal pada 40 perusahaan yang terdaftar di *Nigerian Stock Exchange* pada tahun 2006-2011. Penelitian ini menggunakan ukuran dewan, dualitas CEO, komposisi dewan, dan kepemilikan manajemen sebagai variabel independen. Alqisie (2014) melakukan penelitian terhadap 48 perusahaan Jordanian yang terpilih secara acak di *Amman Stock Exchange*. Variabel independen yang digunakan adalah kepemilikan terkonsentrasi, ukuran dewan, dualitas CEO, dan kompensasi CEO.

Tahun berikutnya, Acaravci (2015) melakukan penelitian mengenai faktor yang mempengaruhi struktur modal di Turkey dengan sampel periode 1993-2010 pada 79 perusahaan manufaktur di *Istanbul Stock Exchange*. Variabel independen dalam penelitian ini adalah kesempatan pertumbuhan, ukuran, profitabilitas, *tangibility*, *non-debt tax shield*. Ramezanalivaloujerdi *et al.* (2015) meneliti pada perusahaan konstruksi di Malaysia dari 2005-2009 dengan variabel independen yang sama. Pada tahun tersebut juga, Abdul-Qahir *et al.* (2015) meneliti struktur modal dengan variabel independen ukuran perusahaan, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, dan profitabilitas. Jaradat (2015) melakukan penelitian dengan variabel ukuran dewan, jenis kelamin dewan, direktur luar, dualitas CEO, ukuran perusahaan, kepemilikan manajerial, profitabilitas, *return on assets*.

2.3 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

2.3.1 Pengaruh Dewan Independen terhadap Struktur Modal

Dewan independen adalah pihak luar yang tidak memiliki saham dan tidak mempunyai hubungan afiliasi dengan pemegang saham. Jaradat (2015) mengungkapkan bahwa teori agensi menjelaskan kehadiran direktur luar yang independen mengarah pada direktur yang tidak memiliki perjanjian ataupun hubungan dengan perusahaan, oleh karena itu, upaya pengawasan direktur membantu dalam mengurangi konflik agensi antara direktur perusahaan dan pemegang saham. Aziz *et al.* (2013) menyatakan tujuan dari komposisi dewan adalah membentuk direktur luar, dengan kata lain dewan tanpa direktur non eksekutif tidak dapat dikatakan sebagai dewan yang sesungguhnya.

Kehadiran direktur non eksekutif dalam dewan perusahaan memberikan isyarat kepada pasar bahwa perusahaan diawasi secara efisien sehingga peminjam menganggap perusahaan lebih pantas untuk diberikan pinjaman, hal tersebut mempermudah perusahaan dalam memperoleh dana jangka panjang melalui pendanaan utang (Akbari & Rahmani, 2013). Hasan dan Butt (2009) mengungkapkan bahwa hal ini memberikan hipotesa bahwa semakin tinggi perwakilan direktur independen mengarah kepada struktur modal yang lebih tinggi. Penelitian sebelumnya yang mengungkapkan adanya pengaruh signifikan positif terhadap struktur modal adalah Agyei dan Owusu (2014) dan Brenni (2014).

Uwuigbe (2014) dan Abdoli, Lakhary, dan Dehghani (2012) menyatakan pengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Uwuigbe (2014) menyatakan bahwa peran direktur luar yang bertindak sebagai pihak independen untuk mengurangi masalah keagenan perusahaan. Perusahaan dengan jumlah direktur luar yang tinggi akan memiliki pengawasan yang lebih baik sehingga dapat meminimalkan kemungkinan penggunaan utang tinggi. Semakin besar jumlah dewan independen, semakin ketat pengawasan dalam menggunakan utang sebagai pendanaan operasional perusahaan. Abdoli *et al.* (2012) mengungkapkan bahwa dewan independen diperusahaan Iran tidak dapat dipercaya, karena walaupun CEO independen dan bukan anggota dari dewan, sebagian besar manajer dipekerjakan berdasarkan hubungan mereka dan tidak dapat independen, sehingga hasil tersebut tidak dapat diandalkan dan berguna.

Peneliti lain mengungkapkan bahwa komposisi dewan tidak memiliki hubungan signifikan dengan struktur modal, diantaranya adalah Bodaghi dan

Ahmadpour (2010), Hasan dan Butt (2009), Kajanathan (2012), Gul *et al.* (2013).

Hasan dan Butt (2009) menyatakan bahwa hal ini dapat terjadi karena direktur independen di Pakistan tidak benar-benar independen.

2.3.2 Pengaruh Ukuran Dewan terhadap Struktur Modal

Dewan direktur merupakan puncak dalam sebuah perusahaan yang bertanggungjawab untuk mengelola perusahaan dan kegiatan operasionalnya.

Dewan direktur juga memerankan peran penting dalam keputusan strategi mengenai perpaduan pendanaan (Akbari & Rahmani, 2013). Secara teori, utang perusahaan berdasarkan keputusan dewan direktur, yang berarti jika tata kelola perusahaan baik, maka dewan akan melakukan keputusan yang baik untuk utang perusahaan (Do & Wu, 2013).

Ada pandangan bahwa semakin besar dewan maka semakin baik nilai perusahaan karena terdapat kumpulan dewan yang memiliki keahlian untuk membantu membuat keputusan yang lebih baik dan sulit untuk dikuasai oleh CEO yang sangat kuat. Apabila dewan menjadi terlalu besar, akan menjadi sulit untuk mengkoordinasi dan menyikapi masalah (Ajanthan, 2013). Jaradat (2015), Abdul-Qahir *et al.* (2015), Gill *et al.* (2012), Agyei dan Owusu (2014), Priya dan Nimalathasan (2013), Ahmadpour *et al.* (2012), Ganiyu dan Abiodun (2012), dan Gul *et al.* (2013) menemukan pengaruh signifikan positif terhadap struktur modal.

Peneliti yang menemukan pengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal adalah Vaklifard *et al.* (2011), Aziz *et al.* (2013), Alqisie (2014), Bodaghi dan Ahmadpour (2010), Abobakr dan Elgiziry (2016), Uwuigbe (2014), Do dan Wu (2013), dan Brenni (2014). Vaklifard *et al.* (2011) menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran dewan yang kecil, mengakibatkan lemahnya tata kelola

perusahaan, sehingga menggunakan jumlah utang yang banyak untuk mengurangi masalah keagenan.

2.3.3 Pengaruh Rapat Dewan terhadap Struktur Modal

Kehadiran dewan dalam rapat dewan memiliki peran penting dari sudut pandang tata kelola karena cara utama dimana direktur dapat memperoleh informasi yang dibutuhkan untuk menjalankan tugasnya adalah dengan menghadiri rapat (Adams & Ferreira, 2009). Ntim dan Osei (2011) dalam penelitiannya mencerminkan bahwa dewan yang sering melakukan rapat cenderung menghasilkan kinerja keuangan yang lebih tinggi. Secara teoretis, penelitian tersebut konsisten dengan teori agensi yang mengindikasikan bahwa dewan perusahaan yang sering melakukan rapat meningkatkan kemampuan untuk melakukan pertimbangan yang baik, pengawasan, dan kedisiplinan manajemen sehingga dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Shafana (2016) mengungkapkan rapat dewan yang diadakan setiap tiga bulan memiliki pengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. Hal ini menandakan bahwa rapat dewan memiliki peran penting dalam membuat keputusan struktur modal yang efektif. Saad (2010) mengungkapkan dalam penelitiannya bahwa terdapat perusahaan-perusahaan yang tidak melampirkan jumlah rapat dewan dalam laporan tahunan dan menganjurkan untuk menggunakan sampel yang lebih banyak. Hal ini dikarenakan pada penelitian tersebut, ditemukan hubungan antara tata kelola perusahaan dan struktur modal perusahaann. Achchuthan *et al.* (2013), Kajanathan (2012), Priya dan Nimalathan (2013), dan Rehman *et al.* (2010) mengungkapkan hubungan tidak signifikan terhadap struktur modal.

2.3.4 Pengaruh Dewan Wanita terhadap Struktur Modal

Direktur wanita dalam komite dewan memiliki pengaruh yang kuat dalam kegiatan dewan dan manajemen (Carter, Simkins, D'Souza, & Simpson, 2007). Azmi dan Barrett (2014) menyimpulkan dewan wanita paling tidak sanggup menjadi pemimpin yang membuat strategi keputusan dengan pengaruh yang besar dalam perusahaan. Adams dan Ferreira (2009) menemukan bahwa dewan wanita lebih banyak menghadiri rapat dan lebih memungkinkan untuk ditugaskan dalam pengawasan. Wanita dapat meningkatkan intensitas pengawasan pada dewan apabila wanita berpartisipasi secara aktif dalam dewan dan rapat komite pengawasan.

Jaradat (2015) mengungkapkan dewan wanita berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. Penelitian Pfeffer pada tahun 1972 mengungkapkan bahwa hal ini sesuai dengan *resource dependence theory* yang mengindikasikan bahwa keberadaan diversitas dewan memberikan perusahaan keuntungan dalam akuisisi pendanaan eksternal (sebagaimana yang dikutip dalam Jaradat, 2015). Berbeda dengan Abobakr dan Elgiziry (2016) yang mengungkapkan berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Hal ini memberikan kesan bahwa dewan wanita mencurahkan lebih banyak usaha untuk mengawasi direktur eksekutif dan mempraktekkan tekanan untuk membebaskan manajer sehingga menurunkan penggunaan utang.

2.3.5 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal

Muazeib, Chairiri, dan Ghozali (2015) memperoleh informasi kepemilikan institusional berdasarkan total persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak institusional. Bodaghi dan Ahmadpour (2010) menyatakan

keberadaan kepemilikan institusional pada perusahaan membantu mendapatkan pendanaan jangka panjang dengan biaya yang rendah. Pada satu sisi, investor institusional bertindak sebagai sumber utang jangka panjang dan dengan sukarela memberikan pinjaman karena investor institusional ingin mempengaruhi dewan yang terdapat dalam suatu perusahaan. Di lain sisi, investor institusional berperan sebagai pengawasan yang efektif pada keputusan strategi perusahaan. Investor institusional juga menurunkan biaya keagenan dan mengurangi kesempatan bagi pihak manajemen sehingga publik dan peminjam akan lebih percaya dan mempermudah perusahaan untuk memperoleh pinjaman.

Agyei dan Owusu (2014) dan Abdoli *et al.* (2012) mengungkapkan pengaruh positif terhadap struktur modal. Penelitian Bansal pada tahun 2005 memberikan teori bahwa pemegang saham institusional sangat perhatian dalam mendapatkan perlakuan yang adil dari pemegang saham yang berkuasa dan pihak manajemen, sehingga mempengaruhi keputusan *leverage* (sebagaimana yang dikutip dalam Agyei & Owusu, 2014). Peneliti yang mengungkapkan pengaruh negatif pada struktur modal yaitu Muazeib *et al.* (2015), Akbari dan Rahmani (2013), Ahmadpour *et al.* (2012), Yaseen dan Al-Amarneh (2015), Al-Najjar dan Taylor (2008), dan Hussainey dan Aljifri (2012). Hal ini disebabkan oleh pengawasan yang tidak efisien sehingga meningkatkan biaya agensi dan kesempatan manajerial (Akbari & Rahmani, 2013).

2.3.6 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal

Hasan dan Butt (2009) mengukur kepemilikan manajerial dengan persentase saham yang dipegang oleh anggota dewan yang diungkapkan dalam laporan keuangan tahunan. Abor (2008) menyatakan perusahaan dengan

pemegang saham manajerial yang tinggi akan lebih hati-hati dalam menggunakan utang jangka panjang untuk membatasi resiko kebangkrutan dan menghindari tekanan akibat penggunaan utang. Abor (2008) juga menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dapat memberikan dorongan kepada manajer untuk menggunakan utang dengan jumlah yang tepat pada struktur modal perusahaan karena manajer yang memiliki saham perusahaan akan mengalami kerugian jika perusahaan menggunakan lebih sedikit dari jumlah yang optimal untuk pendanaan utang. Hasan dan Butt (2009) mengungkapkan bahwa meningkatnya kepemilikan manajerial cenderung menurunkan utang perusahaan untuk mengurangi resiko dan biaya kebangkrutan. Jaradat (2015), Akbari dan Rahmani (2013), Uwuigbe (2014), Hasan dan Butt (2009) mengungkapkan pengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal.

Agyei dan Owusu (2014) menemukan pengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. Dewan memiliki anggota yang mewakili kepemilikan pemerintah yang mengarah ke tingginya kepemilikan manajerial yang menandakan tingginya konsentrasi utang. Hal ini menyebabkan manajer memilih untuk menggunakannya baik untuk kepentingan manajer ataupun pihak yang diwakili. Argumentasi yang digunakan adalah utang yang tinggi hingga mencapai titik tertentu dapat mengurangi laba karena biaya utang yang berperan dalam mengurangi (Do & Wu, 2013). Peneliti yang menemukan pengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal yaitu Kouki dan Said (2012), Abobakr dan Elgiziry (2016), dan Do dan Wu (2013).

2.3.7 Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Struktur Modal

Abobakr dan Elgiziry (2016) menghitung persentase saham yang dimiliki pemerintah sebagai kepemilikan pemerintah dalam penelitiannya. Penelitian tersebut juga mengungkapkan kepemilikan pemerintah cenderung meningkatkan total utang dikarenakan mudahnya mendapatkan berbagai sumber utang dan kesempatan untuk meminjam dengan tingkat suku bunga yang menguntungkan serta terjamin oleh pemerintah. Hussainey dan Aljifri (2012), Abobakr dan Elgiziry (2016), dan Do dan Wu (2013) mengungkapkan pengaruh yang tidak signifikan pada struktur modal. Hussainey dan Aljifri (2012) menyatakan bahwa hal ini dikarenakan oleh faktor hukum, institusional, dan budaya yang berbeda yang membentuk pengaruh mekanisme tata kelola dalam keputusan struktur modal, seperti tidak adanya pajak sehingga tidak ada penghematan pajak atas penggunaan utang.

2.3.8 Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Struktur Modal

Le (2013) yang berpendapat bahwa pemilik asing dengan pengalaman, pengetahuan, dan insentif dapat membantu perusahaan untuk mengurangi biaya agensi melalui pengawasan dan manajemen yang aktif. Permintaan untuk pengajuan utang perusahaan dengan kepemilikan asing dapat dikurangi karena investor asing yang berperan dalam membantu ekuitas perusahaan. Kepemilikan asing juga mengurangi pengaruh kepemilikan manajerial dalam struktur modal. Hal ini menyebabkan hubungan negatif antara kepemilikan asing dan struktur modal.

AlNodel dan Hussainey (2010) menyatakan bahwa kepemilikan asing dibutuhkan untuk menjalankan aktivitas penting yang tidak dapat dijalankan oleh

perusahaan lokal. Perusahaan asing juga dapat menerima pengembalian pajak sebesar 40% dari pajak perusahaan apabila keuntungan perusahaan diinvestasikan kembali. Hal ini menyebabkan perusahaan asing lebih tertarik dengan pinjaman lokal karena tingkat bunga yang istimewa. Yaseen dan Al-Amarnah (2015) menyatakan kepemilikan asing tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal sedangkan Sivathaasan (2013) mengungkapkan pengaruh positif yang tidak signifikan terhadap struktur modal.

2.3.9 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan dapat diukur dengan total aset yang dimiliki perusahaan tersebut (Brenni, 2014). Ukuran perusahaan yang besar cenderung lebih tidak rentan terhadap kebangkrutan (Abdul-Qadir, Yaroson, & Abdu, 2015).

Do dan Wu (2013) mengungkapkan bahwa sebagian besar pinjaman memerlukan aset jaminan, oleh karena itu, perusahaan besar memiliki aset lebih untuk dijadikan jaminan dan memenuhi syarat pinjaman terutama utang jangka panjang.

Perusahaan besar biasanya memiliki koneksi yang dekat dengan peminjam dan mudah melakukan pinjaman dengan syarat-syarat yang menguntungkan (Akbari & Rahmani, 2013). Hal ini dapat dibuktikan dengan banyaknya penelitian yang menemukan pengaruh signifikan positif terhadap struktur modal yaitu Vaklifard *et al.* (2011), Jaradat (2015), Abdul-Qahir *et al.* (2015), Aziz *et al.* (2013), Agyei dan Owusu (2014), Akbari dan Rahmani (2013), Ramezanalivaloujerdi *et al.* (2015), Bodaghi dan Ahmadpour (2010), Hasan dan Butt (2009) dan Al-Najjar dan Taylor (2008).

Ada pula peneliti yang menemukan pengaruh signifikan negatif yaitu Kouki dan Said (2012), Do dan Wu (2013) dan Acaravci (2015). Acaravci (2015)

mengungkapkan hasil negatif ini sesuai dengan *pecking order theory*. Kouki dan Said (2012) mengungkapkan dalam hal ini, perusahaan besar lebih memilih mengisus saham saat kondisi pasar perusahaan bagus.

2.3.10 Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Brenni (2014) mengukur profitabilitas dengan rasio laba operasional pada total aset. Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan akan terlebih dahulu mendanai proyek dengan laba ditahan sebelum mengajukan utang. Penggunaan ekuitas hanya akan dilakukan di bawah tekanan atau saat investasi jauh melebihi kapasitas utang yang dapat menyebabkan tingginya *leverage* (Fama & French, 2005). Perusahaan yang memiliki laba lebih akan mengurangi penggunaan dana eksternal sehingga memiliki *leverage* yang rendah (Abdul-Qahir *et al.*, 2015). Jaradat (2015), Aziz *et al.* (2013), Agyei dan Owusu (2014), Akbari dan Rahmani (2013), Ramezanalivaloujerdi *et al.* (2015), Do dan Wu (2013), Masnoon dan Saeed (2014), dan Acaravci (2015), Hasan dan Butt (2009) dan Al-Najjar dan Taylor (2008) mengungkapkan pengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal.

Berdasarkan model penghematan pajak, perusahaan yang memiliki laba akan menggunakan lebih banyak utang karena perusahaan lebih mungkin untuk memiliki beban pajak yang tinggi dan resiko kebangkrutan yang rendah. Perusahaan yang memiliki laba lebih mampu menghadapi utang karena perusahaan tersebut berada pada posisi dimana perusahaan sanggup melunasi utang dengan mudah dan tepat waktu (Abor, 2008). Acaravci (2015) mengungkapkan dalam *trade off theory*, perusahaan dengan laba yang lebih banyak seharusnya memiliki *leverage* yang lebih tinggi karena mereka memiliki

pendapatan lebih untuk dilindungi dari pajak. Beberapa penelitian yang menemukan pengaruh signifikan positif yaitu Abdul-Qahir *et al.* (2015), Kouki dan Said (2012), Bodaghi dan Ahmadpour (2010), dan Ganiyu dan Abiodun (2012).

2.3.11 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Struktur Modal

Pertumbuhan perusahaan dapat diketahui dari perbandingan nilai pasar ekuitas dengan nilai buku ekuitas (Vakilifard *et al.*, 2011). Perusahaan yang menunjukkan pertumbuhan biasanya cenderung menghadapi variasi dan fleksibilitas yang lebih besar yang mengindikasikan semakin besar pula resiko dan masalah keagenan. Untuk menghindari kemungkinan tersebut, perusahaan bergantung pada utang jangka pendek selama pertumbuhannya dan menghindari utang jangka panjang agar terhindar dari masalah keagenan (Yusuf, Al-Attar dan Al-Shattarat, 2015).

Pertumbuhan yang lebih pesat dapat meningkatkan kebutuhan perusahaan dengan pendanaan eksternal. Hal ini karena semakin kuat pertumbuhan aset perusahaan, semakin banyak masalah keuangan yang akan dihadapi, sehingga mengakibatkan pengaruh positif terhadap *leverage* (Kouki & Said, 2012). Gill *et al.* (2012), Kouki dan Said (2012), Ramezanalivaloujerdi *et al.* (2015), Do dan Wu (2013), dan Acaravci (2015) menemukan pengaruh positif terhadap struktur modal.

Vakilifard *et al.* (2011) dan Abobakr dan Elgiziry (2016) memperoleh hasil yang berbeda yaitu pengaruh negatif terhadap struktur modal. Vakilifard *et al.* (2011) mengungkapkan bahwa hasil ini mencerminkan perusahaan dengan

pertumbuhan yang tinggi memiliki *leverage* yang rendah dalam struktur modal perusahaan tersebut.

2.3.12 Pengaruh *Tangibility Assets* terhadap Struktur Modal

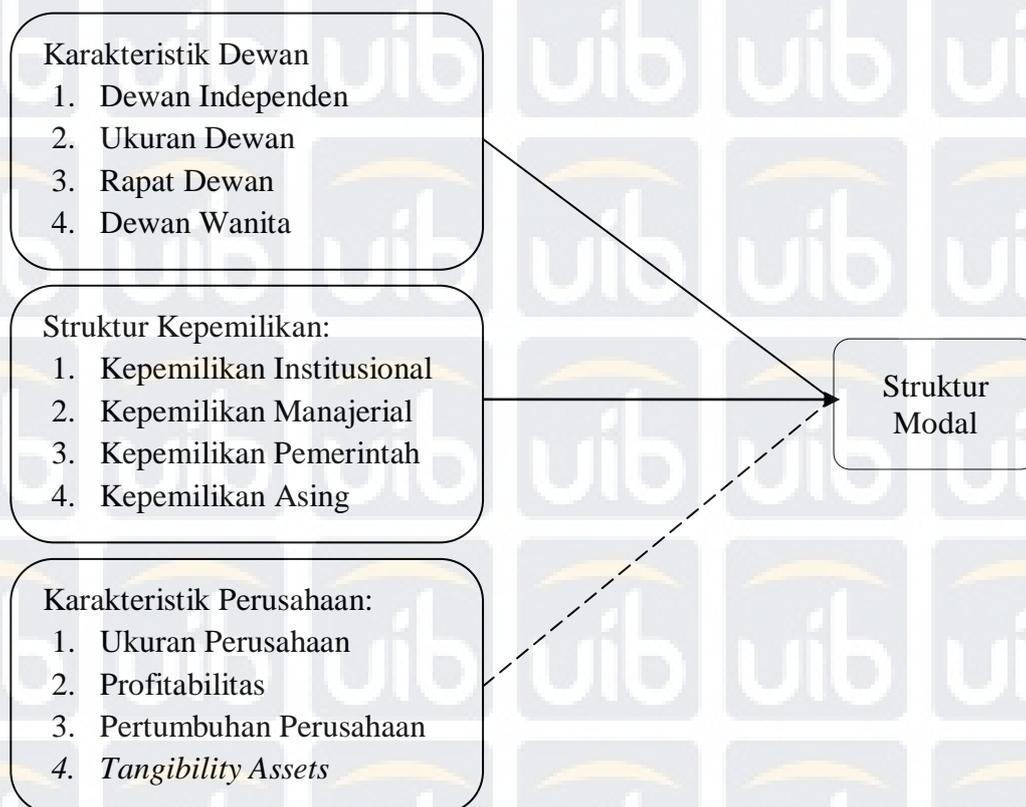
Tangibility assets dapat diukur dengan rasio aset tetap pada total aset yang dimiliki perusahaan (Vakilifard *et al.*, 2011). Dalam dunia ketidakpastian, dengan asimetri informasi, aset tetap merupakan sumber yang paling banyak diterima oleh bank untuk melakukan pinjaman dan menjaminkan utang. Tingkat bunga untuk perusahaan dengan aset tetap lebih akan semakin rendah karena perusahaan dapat menggunakan aset tetap dalam jumlah besar sebagai sekuritas kepada kreditor. Di lain sisi, perusahaan dengan jaminan aset tetap yang sedikit menghadapi kesulitan untuk memperoleh dana melalui utang karena tingginya biaya utang (Gul *et al.*, 2013). Al-Najjar dan Taylor (2008) dan Vakilifard *et al.* (2011) mengungkapkan pengaruh positif terhadap struktur modal.

Kouki dan Said (2012) dan Acaravci (2015) mengungkapkan pengaruh negatif. Kouki dan Said (2012) mengungkapkan dalam permasalahan ini, dimana *leverage* tidak memiliki strategi untuk target jangka panjang, menyebabkan *tangibility asset* memberikan pengaruh negatif terhadap kebutuhan pendanaan eksternal. Adapula penelitian yang mengemukakan pengaruh tidak signifikan pada struktur modal yaitu Ramezanalivaloujerdi *et al.* (2015), Do dan Wu (2013), dan Masnoon dan Saeed (2014). Masnoon dan Saeed (2014) menyatakan alasan untuk hasil ini dapat dikarenakan oleh perbedaan industri dan periode penelitian. Ramezanalivaloujerdi *et al.* (2015) juga mengungkapkan bahwa pengaruh signifikan bisa terjadi pada industri lain.

2.4 Model Penelitian

Berdasarkan uraian yang telah dikemukakan diatas, maka hubungan antar variabel dalam penelitian ini dapat dinyatakan dalam sebuah model penelitian.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal. Variabel independen adalah dewan independen, ukuran dewan, rapat dewan, dewan wanita, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, dan kepemilikan asing. Variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, dan *tangibility assets*. Hal tersebut menghasilkan model penelitian yang dapat dilihat pada gambar berikut.



Gambar 1 Tampilan model penelitian, sumber: Data diolah, 2017.

2.5 Perumusan Hipotesis

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

H₁ : Dewan independen berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal.

H₂ : Ukuran dewan berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal.

H₃ : Rapat dewan berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal.

H₄ : Dewan wanita berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal.

H₅ : Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal.

H₆ : Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal.

H₇ : Kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal.

H₈ : Kepemilikan asing berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal.