



## **PENGARUH STRUKTUR *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP STRUKTUR MODAL (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di PT. Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016)**

**Niken Saraswati, Harjum Muharam<sup>1</sup>**  
niken.sarass@gmail.com

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50275, Phone: +622476486851

### **ABSTRACT**

*The purpose of this research was to examine the effect of corporate governance structures, represented by the number of commissioners, number of board of directors, institutional ownership, government ownership, and concentration of share ownership on the capital structure of manufacturing companies in Indonesia.*

*The population in this research are manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange in 2014-2016 by taking samples based on certain criteria. To test the hypothesis, the research uses multiple regression analysis techniques with a sample of 249 companies.*

*The results showed that the number of commissioners, the number of directors, and government ownership had no significant effect on the capital structure. Institutional ownership has a positive and significant influence on the capital structure of the capital structure. While the concentration of share ownership has a significant negative effect on the capital structure.*

*Keywords: corporate governance, capital structure, agency theory, manufacturing companies.*

### **PENDAHULUAN**

Modal merupakan sebuah komponen yang sangat penting bagi suatu perusahaan. Karena dengan adanya pendanaan tersebut maka perusahaan dapat menjalankan kegiatan operasionalnya sehingga dapat mengembangkan usahanya serta meningkatkan kinerja perusahaan. Teori struktur modal terus mengalami perkembangan, salah satunya ialah teori struktur modal yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) mengenai *agency theory*. Dalam *agency theory* dijelaskan bahwa terjadi pemisahan antara pemegang saham dengan pihak manajerial. Dimana kedua belah pihak sering terjadi perbedaan kepentingan yang menyebabkan adanya *agency conflict*, sehingga diharapkan suatu perusahaan memiliki sistem *good corporate governance*.

Pada penelitian ini, penulis akan menguji apakah struktur *corporate governance* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki pengaruh terhadap struktur modal, dimana struktur modal di proksikan dari *debt equity ratio*. Alasan memilih perusahaan manufaktur dikarenakan perusahaan manufaktur merupakan industri terbesar di Bursa Efek Indonesia yang melakukan kegiatan produksi yang besar pula dan membutuhkan modal yang besar.

---

<sup>1</sup> Corresponding author

---

Tabel 1

**Mean jumlah dewan komisaris, jumlah dewan direksi, kepemilikan institusional, kepemilikan pemerintah, konsentrasi kepemilikan saham, *debt equity ratio* perusahaan manufaktur tahun 2014-2016**

Keterangan	2014	2015	2016
Jumlah dewan komisaris (orang)	4	4	4
Jumlah dewan direksi (orang)	5	6	5
Kepemilikan Institusional (%)	66	64,31	63,57
Kepemilikan pemerintah (%)	2,66	2,66	2,66
Konsentrasi kepemilikan saham (%)	51,01	52,91	54,21
<i>Debt Equity Ratio</i> (%)	0,84	1,07	2,72

Sumber : data laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2014-2016 yang diolah kembali

Berdasarkan Tabel 1 dapat disimpulkan bahwa rata-rata (*mean*) *debt equity ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2014-2016 mengalami peningkatan. Hal ini menggambarkan bahwa keadaan perusahaan manufaktur di Indonesia kurang baik. Dengan meningkatnya *debt equity ratio* maka hutang perusahaan lebih banyak dibandingkan dengan ekuitas perusahaan. Oleh karena itu dibutuhkan mekanisme *corporate governance* yang mumpuni supaya perusahaan lancar dalam mengembalikan utang perusahaan tersebut.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menganalisis pengaruh struktur *corporate governance* terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia, misalnya Nugroho (2013), Kurniawan (2014), Anggraini (2015) dan Iryanti (2016). Namun, hasil dari penelitian tersebut berbeda-beda. Melihat pentingnya peran *corporate governance* dan struktur modal bagi perusahaan, serta adanya perbedaan hasil penelitian yang ada, maka penelitian tentang pengaruh *corporate governance* terhadap struktur modal perlu dilakukan.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

### Pengaruh Jumlah Dewan Komisaris terhadap *Debt to- Equity Ratio*

Jensen (1993) dan Lipton dan Lorsch (1992) dalam Beiner dkk (2003) merupakan peneliti yang pertama menyatakan bahwa jumlah dewan komisaris adalah bagian dari mekanisme *corporate governance*. Dewan komisaris digambarkan oleh Undang-Undang nomor 40 tahun 2007 yang mengatur perseroan terbatas sebagai suatu bagian perusahaan yang memiliki tugas *monitoring* baik secara umum maupun secara khusus untuk memberikan nasihat kepada dewan direksi berdasarkan anggaran dasar yang di tetapkan. Banyaknya jumlah dewan komisaris pada penelitian ini dihitung berdasarkan jumlah seluruh dewan komisaris yang ada pada perusahaan. Lebih lanjut hasil penelitian dari Jensen (1986) menjelaskan apabila perusahaan mempunyai jumlah dewan komisaris yang besar, maka akan cenderung untuk membiayai kegiatan perusahaan dengan tingkat utang yang lebih besar dibandingkan menggunakan ekuitas. Hal ini dikarenakan dengan jumlah dewan komisaris yang tinggi, maka akan memonitor manajemen lebih aktif dan memaksa manajemen untuk memilih tindakan-tindakan yang memaksimalkan kekayaan pemegang saham sehingga dapat menambah sumber pendanaan perusahaan dari pihak luar yang dapat meningkatkan rasio hutang.

Oleh karenanya dapat disimpulkan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia yang memiliki ukuran dewan komisaris yang lebih besar akan memiliki kemungkinan untuk menggunakan pinjaman dibandingkan ekuitas dalam hal pembiayaan kegiatan operasional perusahaan. Maka hipotesis pertama dapat diformulakan sebagai:

H1: Jumlah dewan komisaris berpengaruh positif terhadap *debt-to-equity ratio*.

### Pengaruh Jumlah Dewan Direksi terhadap *Debt to- Equity Ratio*

Dewan direksi memiliki dua fungsi utama yaitu fungsi *monitoring* dan membuat kebijakan manajemen. Fungsi *monitoring* dilakukan dengan tujuan mencegah para manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri, supaya tidak ada *agency conflict* yang timbul antara pemegang saham dengan manajemen. Jumlah dewan direksi yang lebih besar dapat mengendalikan dan mengawasi praktik manajemen dengan lebih efektif dan performa manajemen akan meningkat (Adams dan Mehran, 2003). Dengan adanya jumlah dewan direksi yang tinggi, maka mereka mempunyai jaringan yang lebih besar dan keahlian yang lebih baik terhadap bidangnya sehingga pengelolaan

perusahaan akan menjadi lebih efektif dan efisien. Hal ini memberikan kepercayaan di mata investor untuk meminjamkan dananya bagi perusahaan. Selain itu hutang dipandang lebih menguntungkan dibanding saham biasa atau preferen karena hutang memberi prioritas utama dalam hal laba dan juga likuidasi. Sehingga perusahaan memiliki kecenderungan untuk lebih memilih strategi pendanaan melalui hutang dibanding menerbitkan saham. Sehingga berdasarkan penjelasan diatas, maka hipotesis kedua diformulasikan sebagai:

*H2 : Jumlah dewan direksi berpengaruh positif terhadap debt-to-equity ratio.*

**Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Debt to- Equity Ratio**

Besaran kepemilikan institusional menunjukkan besaran kepemilikan perusahaan oleh institusi. Menurut Jensen (1986) kegiatan pengawasan dapat menjadi lebih efektif apabila persentase saham investor institusional semakin besar, sehingga akan mengendalikan para manajer untuk menggunakan dana yang kurang efisien. Sehingga dengan adanya pengawasan yang efektif akan membuat kreditor untuk semakin percaya memberikan pinjaman.

Berdasarkan penjelasan diatas, pengawasan terhadap kinerja manajer akan semakin ketat apabila jumlah kepemilikan institusional dalam perusahaan semakin tinggi. Sehingga hipotesis ketiga dapat diformulasikan sebagai:

*H3: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap debt-to-equity ratio*

**Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Debt to-Equity Ratio**

Aljifri dan Moustafa (2007) menyatakan bahwa apabila dalam perusahaan terdapat kepemilikan pemerintah, maka akan memberikan dampak positif dengan mendapatkan sumber pendanaan yang aman dari berbagai sumber. Akan tetapi tidak jarang adanya kepemilikan pemerintah didasari oleh mendapatkan dukungan perusahaan untuk tujuan politik dan hukum. Penelitian sebelumnya oleh Gul (1999) menemukan bahwa pembiayaan utang dan pemerintah memiliki hubungan yang positif. Dengan adanya kepemilikan pemerintah, pihak kreditor lebih percaya untuk memberikan pinjaman utang kepada perusahaan karena kinerja perusahaan yang bersangkutan diawasi langsung oleh pemerintah.

Berdasarkan uraian penelitian sebelumnya maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan akan memilih sumber pendanaan dari utang apabila presentase kepemilikan pemerintah semakin tinggi. Oleh karena itu, hipotesis keempat dapat diformulasikan sebagai berikut:

*H4: Kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap debt-to-equity ratio*

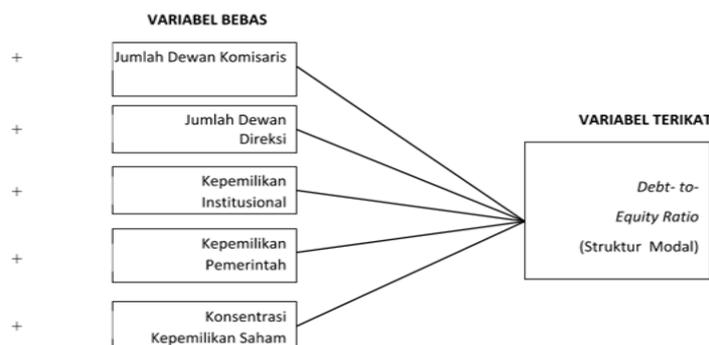
**Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Saham terhadap Debt-to-Equity Ratio**

Konsentrasi kepemilikan merupakan kepemilikan saham yang dimiliki pemegang saham mayoritas di dalam perusahaan tersebut. Kehadiran dan hak suara dari beberapa pemegang saham besar memungkinkan untuk mengurangi perilaku yang terlalu konservatif dari pemegang saham pengendali terbesar. Dengan adanya kepemilikan saham mayoritas perusahaan, *agency conflict* dapat lebih tertangani dengan baik karena pengambilan keputusan berdasarkan instruksi pemilik saham mayoritas. Sehingga dapat diformulasikan hipotesis sebagai berikut:

*H5: Konsentrasi kepemilikan saham berpengaruh positif terhadap debt-to-equity ratio.*

Hipotesis yang dikemukakan dapat dijelaskan dengan gambar tentang kerangka hipotesis pada Gambar 1 di bawah ini:

**Gambar 1**  
**Kerangka Pemikiran**



Sumber : hasil kajian penulis, 2008

**METODE PENELITIAN**  
**Variabel Penelitian**

**Tabel 2**  
**Definisi Variabel Penelitian**

VARIABEL	SIMBOL	PRED	DEFINISI PENGUKURAN VARIABEL
<b>Variabel Dependen</b>			
<i>Debt-to-Equity Ratio</i> (Struktur Modal)	DER		Total utang dibagi dengan total ekuitas.
<b>Variabel Independen</b>			
Jumlah Dewan Komisaris	CS	+	Jumlah seluruh dewan komisaris baik independen maupun non-independen yang terdapat pada perusahaan.
Jumlah Dewan Direksi	BS	+	Jumlah seluruh dewan direksi yang ada di perusahaan.
Kepemilikan Institusional	IO	+	Menghitung proporsi antara jumlah saham biasa yang dimiliki oleh institusi dibagi dengan total saham perusahaan.
Kepemilikan Pemerintah	GO	+	Menghitung proporsi antara jumlah saham yang dimiliki pemerintah dibagi dengan total saham perusahaan
Konsentrasi Kepemilikan Saham	OC	+	Menghitung proporsi antara jumlah saham yang dimiliki perusahaan pengendali dibagi dengan total perusahaan

**Penentuan Sample**

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dalam Pemilihan sampel digunakan sebuah metode yakni metode *purposive sampling*, yaitu cara menentukan sebuah sampel dari populasi dengan memiliki kriteria-kriteria tertentu dan telah ditetapkan sebelumnya dengan tujuan agar mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria penarikan sampel yang diterapkan antara lain: (i) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014-2016 dan (ii) Perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan tahunan (*annual report*) secara lengkap di periode tahun pengamatan secara berturut-turut.

**Metode Analisis**

Pengujian hipotesis dilakukan dengan analisis regresi berganda. Analisis regresi berguna untuk menguji pengaruh variabel independen yaitu jumlah dewan komisaris, jumlah dewan direksi, kepemilikan institusional, kepemilikan pemerintah, dan konsentrasi kepemilikan saham, terhadap variabel dependen yaitu yaitu struktur modal yang diprosikan dengan menggunakan *debt-to-equity ratio*. Berikut ini adalah persamaan regresinya:

$$DER_{it} = \alpha + \beta_1 (CS_{it}) + \beta_2 (BS_{it}) + \beta_3 (IO_{it}) + \beta_4 (GO_{it}) + \beta_5 (OC_{it}) + \varepsilon_{it}$$

**Keterangan:**

- DER = Struktur modal yang diprosikan dengan *debt to- equity ratio*
- CS = Jumlah dewan komisaris
- BS = Jumlah dewan direksi
- IO = Kepemilikan institusional

GO	=	Kepemilikan pemerintah
OC	=	Konsentrasi kepemilikan saham
$\alpha$	=	Konstanta.
$\beta_{1-6}$	=	Koefisien regresi.
$\varepsilon$	=	Error.
i, t	=	Index perusahaan dan tahun perusahaan.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Responden

Data dari perusahaan sampel yang dapat digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini berjumlah 102 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2016 (3 tahun) sehingga keseluruhan sampel adalah sebanyak 306 data.

### Analisis Statistik Deskriptif

**Tabel 3**  
**Hasil Analisis Deskriptif Statistik**  
**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Struktur modal	249	,04	3,03	1,0189	,68727
Jumlah Dewan Komisaris	249	2,00	8,00	4,1325	1,59716
Jumlah Dewan direksi	249	2,00	10,00	4,7912	2,13188
Kepemilikan institusional	249	8,29	96,31	68,7558	20,07943
Kepemilikan pemerintah	249	,00	23,34	,2812	2,55155
Konsentrasi kepemilikan saham	249	10,17	96,31	51,7918	23,60215
Valid N (listwise)	249				

Tabel 3 merupakan hasil pengamatan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2014-2016. Dari jumlah data sebanyak 306 data, sebanyak 57 data di outlier karena memiliki hasil  $Z > 3$  pada saat pengujian uji normalitas yang menunjukkan data tidak normal. Uji normalitas semua data untuk mencapai hasil dibawah 3 setelah dilakukan proses uji normalitas sebanyak empat kali, sehingga data yang digunakan menjadi sebanyak 249 data.

Berdasarkan tabel diatas rata-rata struktur modal ialah 1,018 kali, hal ini menunjukkan bahwa hutang perusahaan sampel rata-rata sebanyak 1,018 kali dari total asetnya. Hal ini menggambarkan keadaan perusahaan berada dalam kondisi yang kurang baik. Hal ini dikarenakan hutang perusahaan lebih banyak dibandingkan dengan ekuitas perusahaan. Sedangkan hasil standar deviasi dari struktur modal adalah sebanyak 0,68 kali. Hal ini menunjukkan bahwa variasi data variabel dari struktur modal kecil dikarenakan nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-rata.

Nilai rata – rata jumlah dewan komisaris adalah sebesar 4,13 atau 5 orang. Sedangkan standar deviasi jumlah dewan komisaris adalah sebesar 2 orang. Nilai rata – rata jumlah dewan direksi adalah sebesar 4,79 atau 5 orang. Sedangkan standar deviasinya adalah sebesar 3 orang. Nilai rata-rata atas kepemilikan institusional sebesar 68,75%. Selain itu, standar deviasi atas kepemilikan institusional yang mencerminkan sebaran data terhadap rata-ratanya yaitu sebesar 20,07%. Nilai rata-rata kepemilikan pemerintah adalah sebanyak 0,28%, hal ini dapat terjadi karena hanya 5 perusahaan dari seluruh perusahaan sampel yang memiliki kepemilikan pemerintah. Sebaran data kepemilikan pemerintah memiliki standar deviasi terhadap rata-rata sebanyak 2,55%. Nilai rata – rata konsentrasi kepemilikan saham adalah sebesar 51,79%. Sedangkan standar deviasi konsentrasi kepemilikan saham yang menggambarkan sebaran data terhadap rata – ratanya adalah sebesar 23,60%.

Dari tabel diatas menunjukkan bahwa variasi data jumlah dewan komisaris, jumlah dewan direksi, kepemilikan institusional dan konsentrasi kepemilikan saham tidak terlalu besar, hal ini dikarenakan nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-rata. Sedangkan variabel kepemilikan pemerintah lebih bervariasi berdasarkan dari hasil yang menampilkan variasi data variabel, karena memiliki nilai standar deviasi yang lebih besar dari nilai rata-rata.

Uji Normalitas

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Kolmogorov**

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		249
Normal Parameters <sup>ab</sup>	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,65735255
Most Extreme Differences	Absolute	,079
	Positive	,079
	Negative	-,060
Kolmogorov-Smirnov Z		1,243
Asymp. Sig. (2-tailed)		,091

a. Test distribution is Normal.  
b. Calculated from data.

Pada Tabel 4 menunjukkan residu terdistribusi secara normal, hal ini dapat dilihat dari adanya nilai signifikansi yang lebih besar 0,05 , yaitu sebesar 0,0916. Berdasarkan hasil uji normalitas tersebut didapatkan hasil uji dengan distribusi normal, sehingga sampel yang ada dapat disebut telah memenuhi kriteria untuk melakukan penelitian lebih lanjut..

Uji Multikolinieritas

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Multikolinieritas**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
Jumlah dewan komisaris	,627	1,594
Jumlah dewan direksi	,617	1,621
Kepemilikan institusional	,794	1,260
Kepemilikan pemerintah	,988	1,013
Konsentrasi kepemilikan saham	,780	1,282

a. Dependen Variabel : Struktur modal

Sebuah model dapat dikatakan bebas multikolinieritas apabila nilai *tolerance* yang diperoleh diatas 0,1 sementara nilai VIF dibawah 10. Berdasarkan tabel koefisien di atas menunjukkan bahwa jumlah dewan komisaris, jumlah dewan direksi kepemilikan institusional, kepemilikan pemerintah, dan konsentrasi kepemilikan saham terhadap Struktur modal memenuhi ketentuan nilai toleransi dan nilai VIF.

Uji Heteroskedastisitas

**Tabel 6**  
**Hasil Uji Glejser**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,204	,103		1,974	,050
Jumlah Dewan Komisaris	,016	,018	,066	,852	,395
Jumlah Dewan direksi	,011	,014	,064	,811	,418
Kepemilikan institusional	,004	,013	,211	,304	,265
Kepemilikan pemerintah	-,020	,092	-,135	-,216	,314
Konsentrasi kepemilikan saham	-,001	,001	-,065	-,925	,356

a. Dependent Variable: Abs

Berdasarkan hasil uji Glejser, terlihat bahwa seluruh variabel bebas memiliki nilai signifikansi  $> 0,05$ , sehingga tidak terdapat heteroskedastisitas dalam model ini.

**Uji Autokorelasi**

Alat analisis yang digunakan dalam pengujian ini adalah uji Durbin Watson. Uji Durbin Watson digunakan pada first order *autocorrelation* dan mensyaratkan tidak adanya lag di antara variabel independen. Tujuan uji Durbin Watson adalah untuk memastikan agar model bebas dari gangguan yang muncul akibat residual tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Berikut adalah hasil uji Durbin Watson.

**Tabel 7**  
**Hasil Uji Autokorelasi**

dU	DW	4-dU	Kesimpulan
1,8253	1,970	2,1747	Tidak ada autokorelasi positif atau negatif

Sumber : Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan hasil yang ditunjukkan pada tabel 4.6 diatas, Nilai Durbin-Watson penelitian ini adalah 1,970. Karena D-W model berada di antara D-W tabel yaitu  $dU=1,8253$  dan  $4-dU=2,1747$  dengan  $n = 143$  dan  $k = 5$ . Maka tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi.

**Uji F**

**Tabel 8**  
**Goodness of Fit**  
**ANOVA<sup>b</sup>**

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	9,976	5	1,995	4,524	,001 <sup>a</sup>
Residual	107,164	243	,441		
Total	117,140	248			

a. Predictors: (Constant), Konsentrasi kepemilikan saham, Kepemilikan pemerintah, Jumlah Dewan Komisaris, Kepemilikan institusional, Jumlah Dewan direksi

b. Dependent Variable: Struktur modal

Berdasarkan tabel di atas menunjukkan bahwa hasil perhitungan yang telah dilakukan diperoleh nilai F sebesar 4,524 dengan hasil signifikasinya sebesar  $0,001 < 0,05$  yang menunjukkan bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi struktur modal.

**Analisis Koefisien Determinasi**

**Tabel 9**  
**Koefisien Determinasi**  
**Model Summary<sup>a</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,292 <sup>a</sup>	,085	,066	,66408	1,970

a. Predictors: (Constant), Konsentrasi kepemilikan saham, Kepemilikan pemerintah, Jumlah Dewan Komisaris, Kepemilikan institusional, Jumlah Dewan direksi

b. Dependent Variable: Struktur modal

Berdasarkan tabel di atas menunjukkan bahwa besarnya nilai koefisien determinasi ditunjukkan oleh nilai *Adjusted R Square* yaitu sebesar 0,066, hal ini berarti bahwa variasi struktur modal mampu dijelaskan oleh jumlah dewan direksi, jumlah dewan komisaris, kepemilikan institusional, konsentrasi kepemilikan saham, dan kepemilikan pemerintah sebesar 6,6%. Sedangkan sisanya dapat dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Analisis Regresi Linier Berganda

**Tabel 10**  
**Hasil Perhitungan Analisis Regresi Berganda**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1. Constant)	,697	,186		3,739	,000		
Jumlah Dewan Komisaris	,010	,033	,023	,299	,766	,627	1,594
Jumlah Dewan direksi	-,004	,025	-,012	-,157	,875	,617	1,621
Kepemilikan institusional	,009	,002	,272	3,950	,000	,794	1,260
Kepemilikan pemerintah	-,028	,017	-,105	-1,706	,089	,988	1,013
Konsentrasi kepemilikan saham	-,006	,002	-,220	-3,168	,002	,780	1,282

a. Dependent Variable: Struktur modal

Persamaan regresi yang terbentuk dari hasil penelitian adalah sebagai berikut:

$$Y = 0,023X_1 - 0,012X_2 + 0,272X_3 - 0,105X_4 - 0,220X_5$$

Dari persamaan regresi berganda tersebut di atas menunjukkan bahwa : (i)  $b_1$  (nilai koefisien regresi jumlah dewan komisaris) sebesar 0,023 mempunyai arti jika jumlah dewan komisaris meningkat, sedangkan variabel yang lain adalah tetap (konstan), maka struktur modal akan meningkat, (ii)  $b_2$  (nilai koefisien regresi jumlah dewan direksi) sebesar -0,012 mempunyai arti jika jumlah dewan direksi meningkat, sedangkan variabel yang lain adalah tetap (konstan), maka struktur modal akan menurun, (iii)  $b_3$  (nilai koefisien regresi kepemilikan institusional) sebesar 0,272 mempunyai arti jika risiko kepemilikan institusional meningkat, sedangkan variabel yang lain adalah tetap (konstan), maka struktur modal akan meningkat, (iv)  $b_4$  (nilai koefisien regresi kepemilikan pemerintah) sebesar -0,105 mempunyai arti jika proporsi kepemilikan pemerintah meningkat, sedangkan variabel yang lain adalah tetap (konstan), maka struktur modal akan menurun, (v)  $b_5$  (nilai koefisien regresi konsentrasi kepemilikan saham) sebesar -0,220 mempunyai arti jika konsentrasi kepemilikan saham meningkat, sedangkan variabel yang lain adalah tetap (konstan), maka struktur modal akan menurun.

**Intepretasi Hasil**

**Pengaruh Jumlah dewan komisaris terhadap Struktur modal**

Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan menunjukkan jumlah dewan komisaris memiliki t sebesar 0,299 dan nilai probabilitas sebesar 0,766 > 0,05. Sehingga dapat dikatakan hipotesis yang menyatakan jumlah dewan komisaris berpengaruh positif terhadap struktur modal ditolak (**H<sub>1</sub> ditolak**) dan Ho diterima.

Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan jumlah dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap struktur modal manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2016. Dewan komisaris merupakan organ dalam sebuah perusahaan yang memiliki tugas dan tanggung jawab secara bersama-sama untuk melakukan tindakan pengawasan dan pemberian nasihat kepada dewan direksi perusahaan tersebut serta untuk memberikan kepastian jika perusahaan tersebut telah melakukan praktik *corporate governance*. Dewan komisaris adalah salah satu mekanisme yang digunakan untuk memonitor manajer. Dalam penelitian ini jumlah dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Munculnya struktur modal adalah akibat dari adanya keputusan strategik yang diambil oleh manajemen atau dewan direksi terkait pada aktivitas keputusan pengambilan hutang atau penggunaan modal sendiri untuk usaha. Dewan komisaris sebagai pengawas tidak memiliki wewenang dalam membuat keputusan-keputusan manajerial dalam perusahaan manufaktur karena hanya berperan sebagai pengawas saja. Hasil ini sesuai dengan penelitian Kurniawan (2014) yang menyatakan bahwa jumlah dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

### **Pengaruh Jumlah dewan direksi terhadap Struktur modal**

Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan menunjukkan jumlah dewan direksi memiliki  $t$  sebesar  $-0,157$  dan nilai probabilitas sebesar  $0,875 > 0,05$  pada tabel 4.10. Sehingga dapat dikatakan hipotesis yang menyatakan jumlah dewan direksi berpengaruh positif terhadap struktur modal dapat ditolak (**H<sub>2</sub> ditolak**) dan  $H_0$  diterima.

Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan menunjukkan jumlah dewan direksi tidak berpengaruh terhadap struktur modal manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2016. Dewan direksi memiliki tugas dalam penentuan kebijakan-kebijakan yang akan diambil atau strategi dalam jangka panjang maupun jangka pendek. Dalam penelitian ini jumlah dewan direksi tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini dapat terjadi karena dewan direksi bertindak secara profesional dalam memutuskan tindakan bisnis yang diambilnya dan jumlah dewan direksi tidak selalu menunjukkan adanya pengaruh dalam keputusan strategik yang dibuatnya. Dewan direksi akan selalu berusaha untuk membuat keputusan terbaik berdasarkan kondisi yang ada. Adanya kemauan setiap dewan direksi untuk menjaga agar keputusan bisnis yang diambilnya sesuai untuk strategi jangka panjang perusahaan membuat jumlah dewan direksi tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil ini sesuai dengan penelitian Nugroho (2013) yang menyatakan bahwa jumlah dewan direksi tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

### **Pengaruh Kepemilikan institusional terhadap Struktur modal**

Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan menunjukkan kepemilikan institusional memiliki  $t$  sebesar  $3,950$  dan nilai probabilitas sebesar  $0,000 < 0,05$  yang menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap struktur modal. Sehingga dapat dikatakan hipotesis yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap struktur modal dapat diterima (**H<sub>3</sub> diterima**) dan  $H_0$  ditolak.

Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap struktur modal manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2016. Semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional maka kegiatan *monitoring* menjadi semakin efektif sehingga akan mengendalikan para manajer untuk menggunakan dana yang kurang efisien. Dengan adanya pengawasan yang efektif akan membuat kreditor untuk semakin percaya memberikan pinjaman. Pemegang saham akan memilih sumber pendanaan melalui utang daripada menggunakan ekuitas atau dengan menerbitkan saham baru. Hal ini dikarenakan melakukan pendanaan dalam bentuk utang dianggap memiliki beberapa keuntungan seperti lebih mudah, praktis, dan lebih menguntungkan. Karena tingkat return yang akan didapatkan oleh investor tidak akan berkurang apabila dibandingkan dengan menerbitkan saham baru. Semakin tinggi kepemilikan institusional dalam perusahaan maka kegiatan pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional atas kinerja manajer akan semakin ketat, hal ini membuat direksi mengambil keputusan untuk menggunakan hutang dalam membiayai operasionalnya dibandingkan dengan menggunakan modalnya sendiri. Hasil ini sesuai dengan penelitian Nugroho (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap struktur modal.

### **Pengaruh Kepemilikan pemerintah terhadap Struktur modal**

Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan menunjukkan kepemilikan pemerintah memiliki  $t$  sebesar  $-1,706$  dan nilai probabilitas  $0,089 > 0,05$  yang menunjukkan kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Sehingga dapat dikatakan hipotesis yang menyatakan kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal ditolak (**H<sub>4</sub> ditolak**) dan  $H_0$  diterima.

Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan menunjukkan kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap struktur modal manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2016. Kepemilikan pemerintah ditunjukkan dengan melihat apakah di dalam suatu perusahaan tersebut terdapat saham yang dimiliki oleh pemerintah atau tidak, baik pemerintah pusat maupun daerah. Dalam penelitian ini kepemilikan pemerintah didasari oleh mendapatkan dukungan perusahaan untuk tujuan politik dan hukum. Penelitian ini menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini dapat terjadi karena dari 102 perusahaan sampel, hanya ada lima perusahaan yang memiliki kepemilikan

pemerintah, sehingga dapat dikatakan bahwa jumlah tersebut tidak signifikan dalam mempengaruhi struktur modal. Hasil ini sesuai dengan penelitian Hussainey dan Aljifri (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

#### **Pengaruh Konsentrasi kepemilikan saham terhadap Struktur modal**

Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan menunjukkan konsentrasi kepemilikan saham memiliki  $t$  sebesar -3,168 dan nilai probabilitas sebesar  $0,002 < 0,05$  yang menunjukkan adanya pengaruh negative antara konsentrasi kepemilikan saham terhadap struktur modal. Sehingga dapat dikatakan hipotesis yang menyatakan konsentrasi kepemilikan saham berpengaruh positif terhadap struktur modal diterima (**H<sub>4</sub> ditolak**) dan H<sub>0</sub> diterima.

Berdasarkan hasil perhitungan yang telah dilakukan menunjukkan konsentrasi kepemilikan saham berpengaruh negatif terhadap struktur modal manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2016. Konsentrasi kepemilikan adalah kepemilikan saham yang dimiliki pemegang saham mayoritas di dalam perusahaan tersebut. Tata kelola eksternal dan tata kelola internal yang lemah secara signifikan akan menghasilkan keputusan investasi berisiko rendah oleh para manajer. Salah satu mekanisme dari masalah agensi yang berkaitan dengan tata kelola internal yang buruk dapat dikurangi dengan adanya beberapa pemegang saham besar. Kehadiran dan hak suara dari beberapa pemegang saham besar memungkinkan untuk mengurangi perilaku yang terlalu konservatif dari pemegang saham pengendali terbesar. Kepemilikan saham mayoritas juga dapat membantu menangani *agency conflict* karena semua keputusan utama berada di tangan kepemilikan mayoritas. Hal ini membuat manajemen mengambil keputusan untuk menurunkan hutang agar menurunkan risiko dalam bisnis. Hasil ini sesuai dengan penelitian Budiman dan Helena (2017) menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan saham berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

#### **KESIMPULAN**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur *corporate governance* terhadap struktur modal di Indonesia dengan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam BEI pada tahun 2014-2016. Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan, maka kesimpulan yang dapat diambil adalah variabel jumlah dewan komisaris, jumlah dewan direksi, dan kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap *debt-to-equity ratio* yang merupakan proksi dari struktur modal. Variabel kepemilikan institusional memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap *debt-to-equity ratio* yang merupakan proksi dari struktur modal. Sedangkan variabel kepemilikan pemerintah memberikan pengaruh negatif terhadap *debt-to-equity ratio* yang merupakan proksi dari struktur modal.

#### **Saran**

Atas dasar kesimpulan yang telah dikemukakan di atas, dapat diberikan beberapa saran dan diharapkan dapat berguna bagi perusahaan di masa yang akan datang, antara lain: (i) Kepemilikan institusional merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mempertimbangkan kepentingan perusahaan yang memiliki saham dalam jumlah terbanyak untuk meningkatkan penggunaan hutang dalam struktur modalnya.. (ii) Investor dalam berinvestasi sebaiknya memperhatikan struktur modal sebaiknya tidak hanya memperhatikan salah satu indikator rasio saja. Hal ini karena dalam melakukan investasi, investor seharusnya lebih cermat dalam meneliti keseluruhan mekanisme *corporate governance* perusahaan dan memperhatikan semua aspek keuangan perusahaan sehingga mengetahui karakteristik perusahaan dan pertimbangan dalam keputusan penggunaan hutang atau modal sendiri. (iii) Bagi peneliti selanjutnya, pada agenda penelitian yang akan datang, hendaknya untuk mengukur struktur modal, ditambah dengan variabel lain mengingat nilai koefisien determinasi yang masih rendah yaitu 6,6%. Variabel lain yang dapat digunakan untuk melakukan pengukuran struktur modal antara lain adalah profitabilitas, likuiditas, proporsi dewan komisaris independen, ukuran perusahaan, dan risiko bisnis.

## REFERENSI

- Ahmadpour, Ahmad, Ahmad Jafari Samimi, and Hamze Golmohammadi. 2012. "Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from Tehran Stock Exchange". *Middle-East Journal of Scientific Research*, Vol. 11, No. 4, h. 531-535.
- Aljifri, K. and Moustafa, M. 2007. "The Impact of Corporate Governance Mechanisms on The Performance of UAE Firms: An Empirical Analysis". *Journal of Economics & Administrative Science*, Vol. 23, No. 2, h 72-93.
- Al-Najjar, B. and Hussainey, K. 2011. "Revisiting The Capital Structure Puzzle: UK Evidence". *Journal of Risk Finance*, Vol. 12, No. 4, h. 329-38.
- Anggraini, Rista. 2015. "Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* terhadap Struktur Modal Perusahaan di Indonesia. *Skripsi*, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro.
- Baker, G.P., Jensen, M.C., and Murphy, K.J. 1988. "Compensation and Incentives: Practice Vs Theory". *Journal of Finance*, Vol. 43 No. 3, h. 593-615.
- Bharath, S., Pasquariello, P., and Wu, G. 2009, "Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions?". *Review of Financial Studies*, Vol. 22 No. 8, h. 3211-43.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, dan Alan J Marcus. 2008. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*, Jakarta: Erlangga.
- Brigham, Eugene F., dan Joel F. Houston. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Jakarta: Salemba Empat.
- Crutchley, C., Jensen, M., Jahera, J., and Raymond, J. 1999. "Agency Problem and The Simultaneity of Financial Decision Making: The Role of Institutional Ownership". *International Review of Financial analysis*, Vol. 8 No. 2, h. 177-97.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia. n.d. "What is Corporate Governance". <http://www.fcgi.or.id>, diakses 18 Januari 2015.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gul, F.A. (1999), "Government Share Ownership, Investment Opportunity Set and Corporate Policy Choices in China", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 7 No. 2, h. 157-72.
- Hadiprajitno, Paulus Basuki. 2013. "Struktur Kepemilikan, Mekanisme Tata Kelola Perusahaan, dan Biaya Keagenan di Indonesia (Studi Empirik Pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi & Auditing*, Vol 9 No. 2, h. 97 – 127.
- Hussainey, K. 2009. "The Impact of Audit Quality on Earnings Predictability". *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24 No. 4, h. 340-51.
- Hussainey, K. and Aljifri, K. 2012. "Corporate Governance Mechanisms and Capital Structure in UAE". *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 13, No. 2, h. 145-160.
- Indonesian Institute for Corporate Governance. n.d. "Tata Kelola Perusahaan" <http://iicg.org>, diakses 18 Januari 2015.
- International Finance Corporation, 2014. *The Indonesia Corporate Governance Manual*. First Edition, Jakarta.
- Iryanti, Ika. 2016. "Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Struktur Modal (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2014)". *Skripsi*, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro.
- Jensen, M. and Meckling, W. 1976. "The Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, h. 305-60.
- Jensen, M.C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review*. Vol. 76, No. 2, h. 323-339.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. 2006. *Pedoman Umum Corporate Governance Indonesia*. Jakarta: KNKG.
- Kurniawan, Vito Janitra. 2014. "Pengaruh antara Tata Kelola Perusahaan (*Corporate Governance*) dengan Struktur Modal Perusahaan". *Diponegoro Journal of Accounting*, Vol 3, No.3, h. 1-9.
- Lee, B.B., Cox, S., and Roden, D. 2007. "Have The Big Accounting Firms Lost Their Audit Quality Advantage: Evidence from The Returns-Earnings Relation". *Journal of Forensic Accounting*, Vol. VIII, No. 1-2, pp. 271-86.

- Miller, M. and Modigliani, F. 1963. "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction". *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, h. 433-43.
- Modigliani, F. and Miller, M. 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment". *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, h. 261-97.
- Nugroho, Mufid Pinto. 2013. "Analisis Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Struktur Modal Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2009-2011". *Skripsi*. Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro.
- Rahadian, Andhika. 2014. "Pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2010-2012)". *Skripsi*, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro.
- Riyanto, Bambang. 2010. *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*, Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Subramanyam, K.R. dan John J. Wild. 2010. *Analisis Laporan Keuangan*, Jakarta: Salemba Empat.
- The Indonesian Institute for Corporate Governance. 2013 "Corporate Governance Perception Index (CGPI) - GCG dalam Perspektif Pengetahuan". <http://iicg.org/v25/tata-kelola-perusahaan>, diakses pada 6 Juni 2014.
- Wahidahwati. 2002. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5, No. 1, h. 1-16.
- Wen, Y., Rwegasira, K., and Bilderbeek, J. 2002. "Corporate Governance and Capital Structure Decisions of The Chinese Listed Firms", *Corporate Governance*, Vol. 10, No. 2, h. 75-83.