

Pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan di bei tahun 2014-2018

Mardianto

Fakultas Ekonomi Universitas Internasional, Batam.
Email: mardianto.zhou@uib.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisa pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal. Tata kelola perusahaan diukur dengan variabel konsentrasi kepemilikan, komisaris independen, dan ukuran dewan komisaris. Objek dalam penelitian ini yaitu laporan keuangan perusahaan yang telah diaudit dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2014 hingga 2018. Metode pengumpulan data yaitu purposive sampling, yaitu dimana sampel di ambil secara acak dengan pertimbangan beberapa kriteria. Sampel data penelitian sebanyak 460 perusahaan dan diolah dengan teknik analisa data regresi panel dengan menggunakan software SPSS dan Eviews. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Sedangkan komisaris independen dan konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal. Keberadaan komisaris independen dianggap belum efektif karena keberadaan komisaris independen hanya untuk mematuhi aturan. Sedangkan konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh signifikan karena berapapun jumlah saham yang dimiliki blockholder tidak mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan. Penelitian ini juga memasukkan ukuran perusahaan, tangibilitas aset, profitabilitas, non-debt tax shield, growth opportunities, dan volatilitas laba sebagai variabel kontrol. Hasil penelitian konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menunjukkan adanya pengaruh signifikan variabel-variabel kontrol tersebut terhadap struktur modal.

Kata Kunci: Struktur modal; tata kelola perusahaan; masalah keagenan; komisaris independen; konsentrasi kepemilikan

Influences of corporate governance on capital structure idx listed companies for the year 2014-2018

Abstract

This study aims to analyze the effect of corporate governance on capital structure. Corporate governance is measured by ownership concentration, independent commissioners, and board size. The research object are company's audited financial statements and listed on the Indonesia Stock Exchange for period 2014 to 2018. The data collection method is purposive sampling, where it's taken randomly with consideration of several criteria. A total of 460 companies were sampled. The data collected are processed using panel regression analysis techniques with using SPSS and Eviews. The study concludes that the board size has a significant negative effect on capital structure. Independent commissioners and ownership concentration do not have significant influence on the capital structure. The existence of an independent commissioner is deemed ineffective due to its mere role in complying with rules. Meanwhile, the concentration of ownership does not have a significant effect since the number of shares owned by the block holder does not affect the company's funding policy. This study used control variables such as company size, asset tangibility, profitability, non-debt tax shield, growth opportunities, and earnings volatility. The results of the study are consistent with previous studies which showed a significant influence of these control variables on capital structure.

Keywords: *Capital structure, corporate governance, agency problem, independent commissioners, ownership concentration.*

PENDAHULUAN

Persaingan bisnis di zaman sekarang menjadi semakin lama semakin ketat. Hal ini dipicu dengan kemajuan teknologi dan tuntutan ekonomi yang tinggi sehingga mendorong masyarakat untuk memulai atau mengembangkan usahanya demi pencapaian laba yang lebih besar. Dalam menjalankan usahanya, perusahaan menerapkan berbagai macam strategi di bidang pemasaran, produksi, dan keuangan. Salah satu strategi keuangan yang dianggap penting yaitu kebijakan struktur modal.

Struktur modal menjelaskan bagaimana perusahaan menggunakan berbagai sumber dana untuk mencari dan memenuhi kebutuhan dana untuk seluruh kegiatan operasinya. Sumber dana bisa didapatkan melalui debt (utang) contohnya dari pinjaman bank ataupun penerbitan obligasi. Sumber dana yang lain melalui equity (modal) contohnya setoran modal pemilik usaha, penerbitan saham biasa dan saham preferen (Short, Keasey, dan Duxbury, 2010). Komposisi struktur modal yang tepat harus dirancang oleh pihak manajemen agar dapat meminimalkan biaya modal tertimbang yang harus ditanggung oleh entitas bisnis.

Tidak ada teori yang mampu memberikan sebuah metode yang tepat bagi setiap perusahaan untuk menentukan struktur modal yang paling optimal bagi masing-masing perusahaan tersebut. Hal ini dikarenakan setiap perusahaan harus menyesuaikan kebijakan struktur modalnya dengan tingkat risiko bisnis dan risiko keuangan yang dimiliki oleh perusahaan itu sendiri. Penelitian ini berhipotesis bahwa tata kelola perusahaan memiliki peran yang penting dalam proses penentuan kebijakan struktur modal suatu perusahaan. Menurut Short, Keasey, dan Duxbury (2010), tata kelola perusahaan berkaitan erat dengan teori keagenan yaitu teori yang menjelaskan hubungan antara manajer (agent) dengan pemegang saham (principal). Manajer-manajer yang memegang posisi inti didalam perusahaan wajib mengelola dengan baik sumber pendanaan perusahaan yang dinilai penting bagi kelangsungan hidup perusahaan. Tata kelola yang baik diprediksi mampu membantu perusahaan dalam memperoleh struktur modal yang optimal dan diharapkan mampu menjaga stabilitas keuangan perusahaan dalam jangka panjang. Tata kelola perusahaan yang baik memastikan bahwa perusahaan tidak akan terlilit utang dalam jumlah besar dan pada akhirnya dapat memaksimalkan tingkat pengembalian yang diterima oleh pemegang saham. Penelitian ini menggunakan komisaris independen, konsentrasi kepemilikan dan ukuran dewan komisaris sebagai proksi pengukuran tata kelola perusahaan.

Menurut Boateng, Cai, Borgia, Bi dan Ngwu (2017), Komisaris independen merupakan posisi penting dalam perusahaan yang ditetapkan berdasarkan keputusan RUPS dimana posisi ini tidak boleh memiliki afiliasi dengan pemegang saham utama, anggota direksi, ataupun anggota komisaris lainnya. Penelitian sebelumnya seperti Tarus dan Ayabei (2016), Kalyanaraman dan Altuwajri (2016), Jaradat (2015), dan Siromi dan Chandrapala (2017) menunjukkan bahwa komisaris independen berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal. Terdapat juga beberapa penelitian yang mengemukakan pengaruh negatif antara komisaris independen dan struktur modal seperti penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar dan Hussainey (2011). Komisaris independen cenderung untuk lebih aktif dalam memonitor manajemen sehingga menyebabkan manajer menggunakan utang yang rendah demi mencapai performa perusahaan yang baik. Penemuan ini juga menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi dari komisaris independen, dewan direksi cenderung mempertahankan utang yang rendah dan nilai pasar ekuitas yang tinggi (Al-Najjar dan Hussainey, 2011). Anizar (2017) tidak menemukan adanya hubungan signifikan antara komisaris independen dan struktur modal. Keberadaan komisaris independen dianggap masih belum efektif karena keberadaan komisaris independen hanya untuk mematuhi aturan.

H1: Komisaris independen berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal.

Konsentrasi kepemilikan yaitu pihak-pihak yang memegang kontrol atas mayoritas maupun seluruh saham di suatu perusahaan. Sheikh dan Wang (2012) berargumen bahwa kepemilikan blockholder dapat mengurangi masalah keagenan. Secara umum blockholder memiliki kemampuan untuk mempengaruhi keputusan manajemen dalam kebijakan struktur modal. Pemegang saham yang terkonsentrasi dapat menuntut direksi perusahaan untuk mencari modal melalui utang karena biaya modalnya jauh lebih rendah dibandingkan penerbitan saham baru. Penelitian Haque, Gopinath dan Kirkpatrick (2011) menggunakan indeks tata kelola perusahaan dan konsentrasi kepemilikan sebagai

variabel bebas. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap rasio utang. Pemegang saham pengendali dari perusahaan keluarga yang dikendalikan dengan buruk cenderung akan mempertahankan otoritasnya dengan memilih menggunakan utang dalam memenuhi sumber pendanaan perusahaan. Masnoon dan Rauf (2013) dalam penelitiannya mengemukakan bahwa pemegang saham blockholder memiliki peran penting dalam mempengaruhi keputusan manajer dan membuat manajer bekerja dengan baik demi kepentingan perusahaan. Hasil penelitiannya menunjukkan adanya hubungan negatif antara konsentrasi kepemilikan dan struktur modal perusahaan. Penelitian Wiliandri (2011) tidak menemukan adanya pengaruh yang signifikan antara konsentrasi kepemilikan dan struktur modal. Semakin besar kepemilikan saham yang terkonsentrasi terbukti tidak meningkatkan fungsi pengawasan terhadap kinerja perusahaan karena fungsi pengawasan oleh blockholder dinilai belum optimal. Hasil penelitiannya menjelaskan bahwa berapapun jumlah saham yang dimiliki tidak akan berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan perusahaan.

H2: Konsentrasi kepemilikan berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal.

Dewan komisaris merupakan pihak yang berkewajiban dalam mengatur aktivitas perusahaan dan mengambil keputusan yang strategis, contohnya mengoptimalkan perumusan kebijakan struktur modal perusahaan. Ukuran dewan komisaris yang besar lebih efektif dalam memantau pelaporan keuangan dan penambahan anggota dewan dapat menurunkan pembiayaan melalui utang (Hussainey dan Aljifri, 2012). Hasan dan Butt (2009) menyatakan bahwa manajer akan semakin ditekan apabila ukuran dewan semakin besar dan dewan tersebut akan memaksa manajemen untuk mempertahankan risiko keuangan yang lebih rendah dan meningkatkan kinerja perusahaan. Penelitian ini menyimpulkan adanya korelasi negatif antara ukuran dewan komisaris dengan struktur modal.

H3: Ukuran dewan berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal.

METODE

Penelitian ini menggunakan model yang telah dikembangkan dari penelitian terdahulu. Jenis penelitian ini dikelompokkan sebagai penelitian kuantitatif berdasarkan cara pengumpulan datanya. Objek penelitian berupa laporan keuangan teraudit perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Laporan keuangan diperoleh atau dikumpulkan melalui publikasi di situs perusahaan dan situs BEI. Laporan keuangan yang dijadikan sampel yaitu laporan keuangan dari tahun 2014 hingga 2018. Pengumpulan sampel data dengan metode purposive sampling dimana sampel diambil secara acak namun dengan mempertimbangkan beberapa hal (Indriantoro dan Supomo, 2014). Kriteria dibawah ini akan menjadi dasar dalam pemilihan sampel, diantaranya:

Perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2014 hingga 2018;

Perusahaan telah menerbitkan laporan keuangan selama periode 2014 sampai dengan 2018 yang telah diaudit oleh auditor independen; dan

Dalam laporan tersebut terdapat data yang diperlukan untuk menghitung variabel penelitian.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terbagi menjadi tiga jenis yaitu variabel dependen, independen, dan kontrol. Struktur modal merupakan variabel dependen dalam penelitian ini. Sedangkan variabel independennya yaitu komisaris independen, konsentrasi kepemilikan, dan ukuran dewan komisaris. Variabel kontrol yang digunakan yaitu ukuran perusahaan, tangibilitas aset, profitabilitas, non-debt tax shield, growth opportunities, dan volatilitas laba.

Tabel 1. Definisi operasional dan pengukuran variabel

Nama variabel	Definisi operasional variabel	Pengukuran
Dependen:		
Struktur modal	Menurut Short, Keasey, dan Duxbury (2010), struktur modal merupakan istilah keuangan yang berarti cara perusahaan untuk membiayai seluruh aset perusahaan dengan mengkombinasikan utang dan modal.	Total utang / Total aset
Independen:		
Komisaris independen	Menurut Boateng et al. (2017), komisaris independen merupakan posisi penting dalam perusahaan yang ditetapkan berdasarkan	Jumlah anggota komisaris independen /

Nama variabel	Definisi operasional variabel	Pengukuran
	keputusan RUPS dimana posisi ini tidak boleh memiliki afiliasi dengan pemegang saham utama, anggota direksi, ataupun anggota komisaris lainnya.	Jumlah anggota dewan komisaris
Konsentrasi kepemilikan	Menurut Boateng et al. (2017), konsentrasi kepemilikan dalam penelitian ini mengacu pada pihak-pihak yang memegang kontrol atas mayoritas atau seluruh saham di suatu perusahaan serta mampu mempengaruhi aktivitas bisnis perusahaan secara signifikan.	Jumlah lima saham dengan kepemilikan tertinggi / jumlah saham yang beredar
Ukuran dewan komisaris	Dewan komisaris merupakan pihak yang berkewajiban dalam mengatur aktivitas perusahaan dan mengambil keputusan yang strategis, contohnya mengoptimalkan kombinasi struktur modal (Hussainey dan Aljifri, 2012).	Logaritma natural dari jumlah anggota dewan komisaris
Kontrol:		
Ukuran perusahaan	Menurut Boateng et al. (2017), ukuran perusahaan merupakan besarnya jumlah aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan.	Logaritma natural dari total aset
Tangibilitas aset	Menurut Sheikh dan Wang (2012), tangibilitas aset merupakan jumlah aset berwujud (aset tetap) dalam suatu perusahaan dibandingkan dengan total aset perusahaan.	Total aset tetap / total aset
Profitabilitas	Menurut Boateng et al. (2017), profitabilitas merupakan pengukuran yang menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba. Data laba sebelum bunga dan pajak dapat diperoleh melalui laporan laba rugi komprehensif dan total diperoleh dari laporan posisi keuangan.	Laba sebelum bunga dan pajak / total aset
Non-debt tax shield	Non debt tax shield adalah jumlah beban usaha yang dapat memberikan perlindungan pajak bagi perusahaan diluar beban bunga utang (Susilowibowo dan Sundari, 2016). Dalam penelitian ini beban usaha yang memberikan perlindungan pajak selain bunga utang yaitu penyusutan dan amortisasi.	Beban penyusutan dan amortisasi / total aset
Growth opportunities	Growth opportunities merupakan peluang pertumbuhan perusahaan di masa depan (Brigham dan Houston, 2006). Growth opportunities dihitung menggunakan rumus Tobin's Q.	(Nilai buku total utang + nilai pasar ekuitas) / nilai buka total aset
Volatilitas laba	Volatilitas laba merupakan tingkat fluktuasi dari laba (Boateng et al., 2017).	Standar deviasi dari laba sebelum bunga dan pajak / total aset

Setelah menginput data laporan keuangan, selanjutnya data diolah dengan menggunakan software SPSS 22 dan Eviews 10. Tujuan pengolahan data untuk menguji hipotesis penelitian. Metode analisis data dalam penelitian ini adalah analisis regresi panel. Beberapa uji data yang terdapat dalam penelitian ini:

Uji statistik deskriptif, menunjukkan informasi mengenai jumlah minimum, maksimum, rata-rata dan standar deviasi dari setiap variabel penelitian. Fungsi analisis statistik deskriptif adalah untuk mendapatkan gambaran mengenai variabel yang diteliti (Ghozali, 2011);

Uji outlier, semua data outlier yaitu data yang diluar batas SDR -1,96 hingga 1,96. Data yang terdeteksi sebagai outlier tidak akan dianalisa lebih lanjut (Ariefianto, 2012);

Uji chow, dilakukan untuk memilih antara model Pooled Least Squared (PLS) dan Fixed Effect Model (FEM). Apabila probabilitas $< 0,05$, maka akan menggunakan FEM, sedangkan apabila probabilitas $\geq 0,05$, maka akan menggunakan PLS (Ariefianto, 2012);

Uji hausman, dilakukan untuk memilih antara modal Fixed Effect Model (FEM) atau Random Effect Model (REM). Apabila probabilitas $< 0,05$, maka akan menggunakan FEM, sedangkan apabila probabilitas $\geq 0,05$, maka akan menggunakan REM (Ariefianto, 2012);

Uji F, berfungsi untuk menguji pengaruh simultan variabel independen terhadap variabel dependen. Apabila nilai signifikansi $< 0,05$, maka variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen, dan sebaliknya (Ghozali, 2011);

Uji t, bertujuan untuk mengetahui apakah setiap variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Apabila nilai signifikansi $< 0,05$, maka variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen, dan sebaliknya (Ghozali, 2011); dan

Goodness of fit model atau Uji R, bertujuan untuk mengetahui seberapa besar persentase variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen (Ariefianto, 2012).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2014 hingga 2018. Berdasarkan hasil pendataan penulis, terdapat 672 perusahaan yang terdaftar di BEI hingga awal tahun 2019. Terdapat 470 perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian, sehingga ada 2.350 data yang diobservasi. Peneliti melakukan uji outlier dan menemukan sebanyak 66 data yang terdeteksi sebagai data outlier. Sehingga jumlah data yang dapat dijadikan sampel yaitu sebanyak 2.284 data.

Tabel 2. Ringkasan proses pemilihan sampel dan data penelitian

Keterangan	Jumlah
Perusahaan yang terdaftar di BEI	672 perusahaan
Perusahaan dengan data yang tidak lengkap	(202) perusahaan
Perusahaan yang dijadikan sampel	470 perusahaan
Tahun penelitian	5 tahun
Jumlah data penelitian	2.350 data
Data outlier	(66) data
Data observasi	2.284 data

Tabel 3. Hasil uji statistik deskriptif variabel penelitian

Keterangan	Statistik Deskriptif				
	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Std. Deviasi
Struktur Modal	2284	0,00025	16,83442	0,54438	0,50547
Komisaris Independen	2284	0,20000	1,00000	0,42738	0,11872
Konsentrasi Kepemilikan	2284	0,07178	0,99997	0,72124	0,17398
Ukuran Dewan Komisaris	2284	2	22	4	2
Ukuran Perusahaan (Rp Milyar)	2284	5,22	1.296.898,29	20.405.102,80	85.807.375,41
Tangibilitas Aset	2284	0,00000	0,96579	0,29065	0,25759
Profitabilitas	2284	-3,21548	0,75949	0,04656	0,13858
Non Debt Tax Shield	2284	0,00001	1,38861	0,03199	0,04717
Growth Opportunities	2284	0,05553	38,97927	1,39869	1,46644
Volatilitas laba	2284	0,00001	12,87684	0,04458	0,34160

Statistik deskriptif menampilkan informasi berupa jumlah sampel, nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi. Nilai minimum struktur modal yaitu 0,025% dimiliki oleh PT. Indoritel Makmur Internasional Tbk pada tahun 2014. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai proporsi utang yang sangat kecil apabila dibandingkan dengan total asetnya. Struktur modal mempunyai nilai maksimum sebesar 1.683,44% yang dimiliki oleh PT. Trikomsel Oke Tbk tahun 2016. Risiko perusahaan akan semakin tinggi seiring dengan meningkatnya tingkat utang dikarenakan adanya peluang perusahaan tidak dapat melunasi utang yang sudah jatuh tempo dan dapat berujung pada kebangkrutan. Rata-rata dari struktur modal yaitu 54,44% yang berarti bahwa sekitar 54,44% total aset perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2014-2018 dibiayai dari segi utang. Standar deviasi dari struktur modal yaitu 50,55%, artinya variasi data dapat dikatakan cukup tinggi.

Nilai rata-rata dari komisaris independen yaitu 42,74%. Nilai ini mengartikan bahwa rata-rata perusahaan yang terdaftar di BEI telah mematuhi ketentuan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 57/POJK.04/2017 Pasal 19 No. 2 yaitu jumlah dewan komisaris independen dalam suatu perusahaan setidaknya harus berjumlah dua orang atau dengan persentase minimal 30% dari total keseluruhan dewan komisaris. Konsentrasi kepemilikan memiliki nilai maksimum sebesar 99,99%. Hal ini mengindikasikan bahwa ada perusahaan publik yang lima pemegang saham tertingginya memiliki hampir seluruh saham perusahaan atau dapat dikatakan kepemilikannya terkonsentrasi pada lima

pemegang saham pada perusahaan tersebut. Nilai minimum dari variabel konsentrasi kepemilikan yaitu 7,18%. Hal ini berarti ada perusahaan yang kepemilikan sahamnya relatif menyebar secara merata ke publik dan tidak terkonsentrasi. Dilihat dari nilai rata-rata, konsentrasi kepemilikan memiliki nilai mencapai 72,12%. Hal ini berarti perusahaan yang terdaftar di BEI cukup terkonsentrasi dalam hal kepemilikan sahamnya. Ukuran dewan komisaris memiliki nilai maksimum 22 orang yang terdapat di PT. Metropolitan Kentjana Tbk. Sedangkan nilai minimumnya sebanyak 2 orang. Apabila jumlah anggota dewan komisaris semakin banyak maka akan semakin efektif untuk memonitor kinerja manajemen.

Nilai maksimum ukuran perusahaan yaitu 1.296.898,29 miliar rupiah dimiliki oleh PT. Bank Rakyat Indonesia (BBRI) Tbk dan nilai minimumnya yaitu 5,22 miliar rupiah dimiliki oleh PT. Zebra Nusantara Tbk (ZBRA). Terdapat perbedaan total aset yang sangat signifikan antara BBRI dan ZBRA menyebabkan nilai standar deviasi ukuran perusahaan yang sangat besar. Semakin besar total aset maka nilai atau ukuran perusahaan tersebut diasumsi semakin besar. Variabel tangibilitas aset memiliki nilai maksimum yaitu 96,58% dan nilai minimum 0%. Nilai minimum ini mengindikasikan bahwa ada perusahaan yang nilai bersih aset tetapnya sudah disusutkan sampai habis yaitu PT. Energi Mega Persada Tbk. Nilai maksimum mengartikan bahwa terdapat perusahaan yang hampir seluruh total asetnya merupakan aset tetap, dan hanya sebagian kecil yang merupakan aset lancar. Secara rata-rata nilai tangibilitas aset dari perusahaan yang terdaftar di BEI yaitu 29,07%. Profitabilitas perusahaan yang ada di BEI memiliki nilai rata-rata yaitu 4,66% artinya rata-rata perusahaan dapat menghasilkan laba sebelum pajak dan bunga sebanyak 4,66% dari total aset perusahaan. Standar deviasi dari variabel profitabilitas yaitu 13,86% dimana tergolong baik karena data tidak terlalu bervariasi dan penyebaran data cukup baik. Nilai rata-rata dari non debt tax shield yaitu 3,20%, artinya rata-rata beban penyusutan dan amortisasi sebesar 3,20% dari total asetnya. Non debt tax shield merupakan perlindungan pajak yang bukan berupa utang, namun melalui penyusutan dan amortisasi. Penyusutan dan amortisasi dapat dijadikan pengurang saat menghitung pajak badan, dengan demikian pajak yang dibayarkan menjadi berkurang. Nilai pasar pada perusahaan yang tercatat di BEI memiliki nilai rata-rata yang cukup tinggi yaitu 1,39869. Jika nilainya diatas 1 maka nilai pasar perusahaan tersebut lebih tinggi daripada nilai yang tercatat. Nilai rata-rata volatilitas laba yaitu 4,46%, artinya perubahan laba sebelum bunga dan pajak dinilai cukup stabil dalam perbandingan jangka waktu dua periode.

Regresi data panel

Sebelum pengujian hipotesis, tahap yang harus dilakukan sebelumnya yaitu memilih model yang sesuai dalam teknik regresi data panel. Untuk memilih model yang sesuai dapat dilakukan uji Chow dan uji Hausman. Terdapat tiga model dalam regresi panel yaitu pooled least square, fixed effect model, dan random effect model (Ghozali, 2011).

Hasil uji chow

Tujuan dilakukan uji chow yaitu untuk menentukan model mana yang sesuai dengan data, yaitu antara model pooled least square (PLS) atau fixed effect model (FEM). Apabila nilai signifikansi $< 0,05$ maka model yang dipilih yaitu FEM. Sedangkan apabila nilai signifikansi $\geq 0,05$ maka model yang dipilih adalah PLS. Tabel dibawah menunjukkan nilai probabilitas adalah 0,0000 sehingga dapat disimpulkan bahwa model penelitian yang terbaik adalah fixed effect model (Ghozali, 2011). Apabila didapatkan hasil pengujian model terbaik adalah FEM, maka akan dilakukan uji hausman pada tahap selanjutnya.

Tabel 4. Hasil uji redundant fixed effects

Effect Test	Statistic	Prob.	Kesimpulan
Cross-section F	20,45219	0,0000	fixed effect model
Cross-section Chi-Square	4193,42943	0,0000	

Hasil uji hausman

Dalam uji hausman dilakukan pemilihan model terbaik antara fixed effect model (FEM) atau random effect model (REM). Apabila probabilitas menunjukkan angka $\geq 0,05$ maka model yang digunakan adalah REM. Sebaliknya apabila probabilitas menunjukkan angka $<$ dari 0,05 maka model

yang digunakan adalah FEM. Nilai probabilitas menunjukkan angka 0,0000 sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini model yang terbaik yaitu fixed effect model.

Tabel 5. Hasil uji hausman

Test Summary	Chi-Sq Statistic	Prob.	Kesimpulan
Cross-section random	75,49834	0,0000	fixed effect model

Hasil uji f

Uji F mengukur apakah seluruh variabel independen dalam penelitian ini berpengaruh terhadap variabel dependen secara simultan atau bersamaan. Hasil Uji F regresi ditunjukkan pada nilai Prob (F-statistic). Apabila probabilitas menunjukkan nilai $< 0,05$ maka variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen dan juga sebaliknya. Hasil uji F pada penelitian ini adalah:

Tabel 6. Hasil uji f

variabel dependen	uji f	sig.
struktur modal	prob (f-statistic)	0,000000

Uji F diatas menggunakan FEM dan hasil pengujian menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,000000. Kesimpulan dari pengujian yang dilakukan adalah variabel independen (komisaris independen, konsentrasi kepemilikan, dan ukuran dewan komisaris) dan variabel kontrol (ukuran perusahaan, tangibilitas aset, profitabilitas, non-debt tax shield, growth opportunities, dan volatilitas laba) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Hasil uji t

Uji t dilakukan untuk memperoleh informasi apakah setiap variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Kriteria penilaian dilihat melalui angka probabilitas dari setiap variabel. Jika probabilitas menunjukkan nilai $< 0,05$ maka variabel independen secara signifikan mempengaruhi variabel dependen, dan sebaliknya. Berikut merupakan hasil uji t:

Tabel 7. Hasil uji t

Variabel	Koefisien	Prob.	Kesimpulan	Hipotesis
Constant	-0,80090	0,0046		
Komisaris Independen	-0,06449	0,1147	Tidak Signifikan	Tidak Terbukti
Kosentrasi Kepemilikan	-0,07281	0,0898	Tidak Signifikan	Tidak Terbukti
Ukuran Dewan Komisaris	-0,09705	0,0356	Signifikan Negatif	Terbukti
Ukuran Perusahaan	0,04646	0,0000	Signifikan Positif	
Tangibilitas Aset	0,10165	0,0075	Signifikan Positif	
Profitabilitas	-0,36662	0,0000	Signifikan Negatif	
Non-debt Tax Shield	0,47198	0,0000	Signifikan Positif	
Growth Opportunities	0,05070	0,0000	Signifikan Positif	
Volatilitas laba	0,98440	0,0000	Signifikan Positif	

Pengaruh komisaris independen terhadap struktur modal

Hasil uji t membuktikan bahwa komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, dimana dapat dilihat melalui nilai probabilitas sebesar 0,1147 dan artinya hipotesis 1 tidak terbukti. Keberadaan komisaris independen dianggap masih belum efektif karena keberadaan komisaris independen hanya untuk mematuhi aturan, yaitu dimana sekurang-kurangnya suatu perusahaan harus memiliki 30% komisaris independen dari total komisaris (Anizar, 2017).

Al-Najjar dan Hussainey (2011) dilain sisi menyatakan adanya hubungan negatif. Komisaris independen cenderung lebih aktif dalam memonitor manajemen sehingga menyebabkan manajer menggunakan utang yang rendah demi mencapai performa yang baik. Kesimpulan dari penemuan ini yaitu semakin banyak jumlah komisaris independen, dewan cenderung mengejar utang finansial yang rendah dan nilai pasar ekuitas yang tinggi. Hasil penelitian ini juga bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Tarus dan Ayabei (2016), Mudalige dan Ekanayake (2015), Kalyanaraman dan

Altuwajiri (2016), Jaradat (2015), Ali dan Ahmed(2016), Siromi dan Chandrapala (2017), dan Kyriazopoulos (2017) yang menyatakan adanya korelasi yang positif.

Pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap struktur modal

Berdasarkan tabel uji t diatas, dapat diketahui bahwa konsentrasi kepemilikan tidak mempengaruhi struktur modal secara signifikan karena koefisien yang menunjukkan angka -0,07281 dan probabilitas 0,0898 lebih besar dari 0,05 dengan demikian hipotesis 2 juga ditolak. Hasil penelitian ini searah dengan penelitian Wiliandri (2011) yang mengemukakan bahwa walaupun semakin besar kepemilikan saham blockholder, tidak akan meningkatkan fungsi pengawasan terhadap kinerja perusahaan karena fungsi pengawasan oleh blockholder belum optimal. Dengan demikian berapapun jumlah saham yang dimiliki oleh blockholder tidak mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Masnoon dan Rauf (2013), Huang, Boateng dan Newman (2016), Farooq (2015), Marand, Shabani dan Hnema (2014), Shahar, Adzis dan Baderi (2016), dan Corsi dan Prencipe (2015) yang mengemukakan adanya pengaruh negatif. Farooq (2015) menyatakan semakin tingginya utang maka pemantauan dari peminjam dan kreditur akan semakin tinggi. Pemegang saham yang terkonsentrasi mungkin saja ingin memilih mengurangi tingkat utang agar terbebas dari pemantauan kreditur. Terdapat beberapa penelitian yang menyimpulkan hubungan positif antara konsentrasi kepemilikan dan struktur modal yaitu Haque et al. (2011), Sheikh dan Wang (2012), Noghondari (2018), Zeitun (2014), dan Rahadian dan Hadiprajitno (2014). Rahadian dan Hadiprajitno (2014) menyatakan pemegang saham tidak ingin kepemilikan sahamnya berkurang akibat penambahan jumlah saham sehingga lebih memilih menggunakan utang.

Pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap struktur modal

Ukuran dewan komisaris berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal sehingga hipotesis 3 diterima. Kesimpulan ini dapat diketahui melalui nilai koefisien sebesar -0,09705 dan probabilitas 0,0356 yang lebih kecil dari 0,05. Hasil penelitian konsisten dengan penelitian yang dilakukan Naseem, Zhang, Malik dan Rehman (2017), Alnori dan Shaddady (2019), Uwuigbe, Ranti dan Sunday (2014), Vakilifard, Gerayli, Yanesari dan Ma'atoofti (2011), dan Ranti (2013). Ukuran dewan komisaris yang besar akan lebih efektif dalam memantau pelaporan keuangan dan dengan adanya penambahan anggota dewan dapat menurunkan pembiayaan melalui utang. Manajer akan semakin ditekan apabila ukuran dewan semakin besar dan akan memaksa manajemen untuk mengikuti level gearing yang lebih rendah demi meningkatkan kinerja perusahaan (Hasan dan Butt 2009).Perusahaan yang mempunyai tata kelola yang lemah dan ukuran dewannya kecil perlu untuk menggunakan lebih banyak utang dalam mengurangi masalah keagenan (Vakilifard et al., 2011). Penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Ahmadpour, Samimi, dan Golmohammadi (2012), Sheikh dan Wang (2012), dan Akgul dan Sigali (2018).

Berikut merupakan persamaan regresi yang terbentuk dari model penelitian:

$$LEV = -0.80090 - 0,06449 IND - 0,07281 OWNC - 0,09705 BDSIZE + 0,04646 FSIZE + 0,10165 TANG - 0,36662 PROF + 0,47198 NDTs + 0,05070 GROWTH + 0,98440 VOL + e$$

LEV = Struktur Modal (Leverage)

IND = Komisaris Independen

OWNC = Konsentrasi Kepemilikan

BDSIZE = Ukuran Dewan Komisaris

FSIZE = Ukuran Perusahaan

TANG = Tangibilitas Aset

PROF = Profitabilitas

NDTS = Non Debt Tax Shield

GROWTH = Growth Opportunities

VOL = Volatilitas laba

e = Error

Hasil uji r

Uji R bertujuan untuk melihat kecocokan model regresi melalui nilai koefisien determinasi atau yang biasa disebut sebagai R-square. R Square menjelaskan seberapa besar persentase variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen atau persentase kesesuaian model penelitian. Namun penggunaan Adjusted R-squared lebih disarankan daripada R-squared karena hasil R-squared akan semakin tinggi apabila variabel independennya bertambah. Nilai adjusted R-squared yang hampir mendekati 1 memiliki makna bahwa variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen secara keseluruhan.

Tabel 8. Hasil uji goodness of fit model

Variabel Dependen	Adjusted R-Squared
Struktur Modal	0,94337

Kesimpulan dari hasil uji diatas menunjukkan adjusted R-squared memiliki nilai 0,94337 artinya variabel independen dan variabel kontrol yakni komisaris independen, konsentrasi kepemilikan, ukuran dewan komisaris, ukuran perusahaan, tangibilitas aset, profitabilitas, non-debt tax shield, growth opportunities, dan volatilitas laba dapat menjelaskan variabel struktur modal sebesar 94,34% sedangkan 5,66% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

SIMPULAN

Komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Keberadaan komisaris independen dianggap masih belum efektif karena keberadaan komisaris independen hanya untuk mematuhi aturan, yaitu suatu perusahaan diwajibkan untuk mempunyai setidaknya 30% komisaris independen didalam keanggotaan dewan komisaris (Anizar, 2017). Konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Semakin besar kepemilikan saham yang terkonsentrasi tidak menjamin optimalnya fungsi pengawasan terhadap kebijakan struktur modal. Hasil penelitian ini seragam dengan penelitian yang dilakukan oleh Wiliandri (2011). Hubungan antara ukuran dewan komisaris dan struktur modal adalah signifikan negatif. Ukuran dewan komisaris yang besar mampu menekan dan memaksa manajemen untuk mengurangi utang dan mempertahankan level gearing yang rendah demi meningkatkan kinerja perusahaan (Hasan dan Butt, 2009). Penelitian ini masih terdapat beberapa keterbatasan seperti kurangnya data sampel penelitian dan sampel yang dikumpulkan hanya dari perusahaan yang terdaftar di BEI. Penelitian selanjutnya diharapkan bisa memperluas jumlah sampel data, membandingkan data perusahaan yang terdaftar di BEI dengan bursa-bursa Negara lainnya, atau menggunakan pendekatan kualitatif dengan mengumpulkan data primer (wawancara, kuesioner dan lain sebagainya).

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmadpour, A., Samimi, A. J., & Golmohammadi, H. (2012). Corporate governance and capital structure : evidence from Tehran Stock Exchange. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 11(4), 531–535.
- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2011). Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence. *Journal of Risk Finance*, 12(4), 329–338.
- Alnori, F. S., & Shaddady, A. M. (2019). Corporate debt choice and board size: the case of oil exporting economy. *Journal of Applied Finance & Banking*, 9(5), 107–123.
- Ali, R. A., & Ahmed, A. (2016). Corporate governance and capital structure : empirical evidence from textile weaving companies of Pakistan. (January).
- Akgul, E. F., & Sigali, S. (2018). Determinants of capital structure : an application on BIST transportation index. *The Journal of Accounting and Finance*, 193–216. Retrieved from <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/434958>.
- Anizar, O. (2017). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Keputusan Struktur Modal Pada Perusahaan Semua Sektor Non-Keuangan yang Terdaftar di BEI Periode 2012-2014. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 6(2), 207–220.

-
-
- Ariefianto, M. D. (2012). *Ekonometrika esensi dan aplikasi dengan menggunakan EViews*. Jakarta: Erlangga.
- Boateng, A., Cai, H., Borgia, D., Bi, X. G., & Ngwu, F. N. (2017). The influence of internal corporate governance mechanisms on capital structure decisions of Chinese listed firms. *Review of Accounting and Finance*, 16(4), 444–461.
- Brigham, E. F., & Houston. (2006). *Fundamental of Financial Management: Dasar - Dasar Manajemen Keuangan*.
- Corsi, C., & Prencipe, A. (2015). Corporate Governance and Capital Structure Interactions in New Technology-Based Firms. The Effects of Ownership Structure and Board of Directors on Firm's Leverage. *American International Journal of Contemporary Research*, 5(5), 118–128.
- Farooq, O. (2015). Effect of ownership concentration on capital structure: evidence from the MENA region. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 8(1), 99–113.
- Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Haque, F., Gopinath, T., & Kirkpatrick, C. (2011). Corporate governance and capital structure in developing countries : a case study of Bangladesh. *Applied Economics*, 43(2011), 673–681.
- Hasan, A., & Butt, S. A. (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistan Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, 4(2), 50–57.
- Huang, W., Boateng, A., & Newman, A. (2016). Capital structure of Chinese listed SMEs: an agency theory perspective. *Small Business Economics*, 47(2), 535–550.
- Hussainey, K., & Aljifri, K. (2012). Corporate governance mechanisms and capital structure in UAE. *Journal of Applied Accounting Research*, 13(2), 145–160.
- Indriantoro, N., & Supomo, B. (2014). *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi & Manajemen*.
- Jaradat, M. S. (2015). Corporate Governance Practices and Capital Structure: A Study with Special Reference to Board Size, Board Gender, Outside Director and CEO Duality. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, III(5), 264–273.
- Kalyanaraman, L., & Altuwaijri, B. (2016). The Linkage between Excess Board Independence and Capital Structure: An Exploration in the Context of Listed Companies in Saudi Arabia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 6(3), 129–144.
- Kyriazopoulos, G. (2017). Corporate governance and capital structure in the periods of financial distress. Evidence from Greece. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(1), 254–262.
- Marand, A. A., Shabani, M., & Hnema, M. (2014). The Relationship Between the Corporate Governance Mechanisms and the Capital Structure of Holding Companies. *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*, 4, 1212–1218.
- Masnoon, M., & Rauf, M. (2013). Impact of corporate governance on capital structure - a study of KSE listed firms.pdf. 3(1).
- Mudalige, N., & Ekanayake, A. (2015). The influence of corporate governance on the relation between capital structure and value. *Corporate Governance*. Available at <https://doi.org/10.1108/14720700710756580>.
- Naseem, M. A., Zhang, H., Malik, F., & Rehman, R.-U. (2017). Capital Structure and Corporate Governance. *Journal of Entrepreneurship & Organization Management*, 04(03).
-

-
-
- Noghondari, A. T. (2018). The Mediation effect of financial leverage on the relationship between ownership concentration and financial corporate performance. 10(July 2017). Available at <https://doi.org/10.22059/ijms.2017.230026.672597>.
- Rahadian, A., & Hadiprajitno, P. B. (2014). Pengaruh good corporate governance terhadap struktur modal perusahaan, studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2012. 03, 1–12.
- Ranti, U. O. (2013). The effects of board size and CEO duality on firms' capital structure: A study of selected listed firms in Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*, 3(8), 1033–1043.
- Shahar, H. K., Adzis, A. A., & Baderi, N. (2016). International Journal of Economics and Financial Issues The Relationship between Ownership Structure, Firm Specific Characteristics and Capital Structure: Evidence from Malaysian Middle-capital Public Listed Firms. *International Journal of Economics and Financial Issues @BULLET Special Issue International Journal of Economics and Financial Issues Asia International Conference*, 6(S3S3), 36–43. Retrieved from <http://www.econjournals.com>
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. *International Journal of Clinical and Experimental Pathology*, 12(5), 629–641.
- Short, H., Keasey, K., & Duxbury, D. (2010). Capital Structure , Management Ownership and Large External Shareholders: A UK Analysis. (September 2013), 37–41. Available at <https://doi.org/10.1080/1357151021000010382>.
- Siromi, B., & Chandrapala, P. (2017). The Effect of Corporate Governance on Firms' Capital Structure of Listed Companies in Sri Lanka. *Journal of Competitiveness*, 9(2), 19–33.
- Susilowibowo, J., & Sundari, D. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Non-Debt Tax Shield terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Sektor Keuangan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 1(1), 1–12.
- Tarus, D. K., & Ayabei, E. (2016). Board composition and capital structure: evidence from Kenya. *Management Research Review*, 39(9), 1056–1079.
- Uwuigbe, U., Ranti, U. O., & Sunday, D. P. (2014). Corporate governance and capital structure : evidence from listed firms in Nigeria stock exchange. *Journal of Accounting and Manajemen*, 7(2), 44–49. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Vakilifard, H. R., Gerayli, M. S., Yanesari, A. M., & Ma'atoofi, A. R. (2011). Effect of Corporate Governance on Capital Structure : Case of the Iranian Listed Firms. 35(35).
- Wiliandri, R. (2011). Pengaruh Blockholder Ownership dan Firm Size terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, (2), 95–102.
- Zeitun, R. (2014). Corporate governance, capital structure and corporate performance: evidence from GCC countries. *Review of Middle East Economics and Finance*, 10(1), 75–96.