

PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM, KEBIJAKAN DIVIDEN, *TANGIBILITY*, SIZE, DAN PROFITABILITAS TERHADAP STRUKTUR MODAL

Intan Frintia Laksana
intanfrintialaksana@gmail.com
Dini Widyawati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

Capital structure is an important issue for the company. Good or bad of the capital structure has direct effect to the financial position of the company. In order to deal with this problem, a company should find some alternatives of the selected fund sources. Financial manager should determine the optimal capital structure i.e. the combination of debt and equity which can maximize the firm value. The purpose of this research is to test the influence of stock ownership (managerial ownership and institutional ownership) dividend policy, tangibility (assets structure) firm size and profitability to the capital structure. The sample collection technique has been done by using purposive sampling method, and based on the determined criteria, 45 companies have been selected as samples. This research applies classic assumption test and multiple linear regressions analysis test which has been done by using statistic test of SPSS 20 version. The result of this research shows that institutional ownership, tangibility (assets structure) and firm size have positive influence to the capital structure. The dividend policy and profitability has negative influence to the capital structure. Meanwhile, managerial institution does not have any influence to the capital structure.

Keywords: *Stock Ownership, Dividend Policy, Tangibility (Assets Structure), Profitability, Capital Structure.*

ABSTRAK

Struktur modal merupakan masalah penting bagi perusahaan. Baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi finansialnya. Menghadapi hal tersebut, perusahaan harus mencari alternatif-alternatif sumber dana yang dipilih. Manajer keuangan harus menentukan struktur modal yang optimal yaitu kombinasi utang dan ekuitas yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh kepemilikan saham (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional), kebijakan dividen, *tangibility* (struktur aset), ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap struktur modal. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, dan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan telah diperoleh sampel sebanyak 45 perusahaan. Penelitian ini menggunakan uji asumsi klasik dan uji analisis regresi linier berganda yang dilakukan dengan menggunakan alat uji statistik SPSS versi 20.0. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, *tangibility* (struktur aset) dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Kebijakan dividen dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sedangkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Kata kunci: Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Struktur Aset, Profitabilitas, Struktur Modal.

PENDAHULUAN

Kondisi ekonomi global yang terus berkembang pada saat ini banyak memberikan perubahan dalam perekonomian nasional yang ditandai dengan semakin ketatnya dunia persaingan bisnis yang kompetitif antarperusahaan baik pada sektor industri maupun jasa. Hal tersebut dapat terlihat dari para pelaku ekonomi baik domestik maupun asing yang tidak ragu-ragu untuk melakukan aktivitas usahanya di Indonesia. Dalam menghadapi

persaingan tersebut, perusahaan dituntut untuk mempunyai keunggulan bersaing baik dalam hal produk yang dihasilkan, sumber daya manusianya, maupun teknologi yang digunakan. Namun untuk memiliki keunggulan itu semua, perusahaan membutuhkan dana yang semakin besar pula. Untuk mengatasi ketersediaan dana yang ada, perusahaan harus cermat dan teliti dalam mencari sumber dana yang digunakan untuk membiayai investasi yang akan dilakukan (Chandra, 2007).

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham dan Gapenski 1996). Untuk mencapai tujuan tersebut, pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajer. Manajer perusahaan memegang peranan penting dalam proses pengambilan keputusan yang berkaitan dengan kegiatan-kegiatan utama perusahaan termasuk dalam hal pencarian dana dan bagaimana memanfaatkan dana tersebut (Wahidahwati 2002).

Keputusan pendanaan keuangan perusahaan akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya dan juga berpengaruh terhadap resiko perusahaan itu sendiri. Menurut Setiawan (2006), keputusan pendanaan merupakan keputusan mengenai seberapa besar tingkat penggunaan hutang dibanding dengan ekuitas dalam membiayai investasi perusahaan. Tujuan keputusan pendanaan adalah untuk menentukan tingkat struktur modal yang optimal. Masalah struktur modal merupakan masalah penting bagi setiap perusahaan, karena baik buruknya struktur modal perusahaan akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi finansialnya. Apabila suatu perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya mengutamakan sumber dari dalam perusahaan maka akan sangat mengurangi ketergantungannya kepada pihak luar.

Kebutuhan dana yang meningkat karena pertumbuhan perusahaan yang pesat sehingga dana dari sumber internal digunakan semua maka perusahaan menggunakan tambahan dana yang berasal dari luar perusahaan baik dari hutang (*debt financing*) maupun dengan mengeluarkan saham baru (*external equity financing*) dalam memenuhi kebutuhan dananya (Riyanto, 2001). Struktur modal dapat diukur melalui rasio *debt to equity ratio* (DER) yaitu rasio perbandingan antara total hutang terhadap ekuitas. Dalam penelitian ini terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu terdiri dari kepemilikan saham yang meliputi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, kebijakan dividen, *tangibility* (struktur aset), *size* (ukuran perusahaan), dan profitabilitas.

Teori agensi menjelaskan perbedaan kepentingan antara agen (manajer) dengan *principal* (pemegang saham) dimana perbedaan itu dapat menimbulkan konflik agensi dan biaya agensi. Hal ini dapat diantisipasi dengan adanya kepemilikan manajerial. Kepemilikan institusional juga mempengaruhi struktur permodalan dikarenakan pemegang saham institusional memiliki dorongan untuk memonitor dan mempengaruhi manajemen untuk melindungi investasi mereka yang signifikan (Rahayu dan Faisal, 2005). Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa mendatang. Penetapan kebijakan dividen sangat penting karena berkaitan dengan kesejahteraan pemegang saham.

Tangibility (struktur aset) merupakan faktor penting dalam keputusan pendanaan perusahaan, karena aset-aset berwujud (*tangibles assets*) bertindak sebagai jaminan dan memberikan jaminan bagi para pemberi pinjaman dalam hal terjadinya kesulitan keuangan (Mai, 2006: 232). Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan (Saidi, 2004). Selain itu, ukuran perusahaan juga menjadi alternatif untuk informasi yang dimiliki pihak luar. Perusahaan yang besar sering didiversifikasikan lebih luas dan memiliki arus kas yang lebih stabil. Profitabilitas merupakan salah satu pengukuran bagi kinerja suatu perusahaan. Profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan

kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu pada tingkat penjualan, aset dan modal saham tertentu.

Berdasarkan uraian diatas, maka permasalahan yang akan diangkat dalam penelitian ini adalah: Apakah Kepemilikan Saham (Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional), Kebijakan Dividen, *Tangibility* (Struktur Aset), Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas berpengaruh terhadap Struktur Modal ?. Tujuan dilakukan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh Kepemilikan Saham (Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional), Kebijakan Dividen, *Tangibility* (Struktur Aset), Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap struktur modal.

TINJAUAN TEORETIS DAN HIPOTESIS

Agency Theory

Menurut Rahayu dan Faisal (2005) teori agensi merupakan penjelasan yang sering digunakan dalam melihat variasi struktur modal pada berbagai perusahaan. Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara prinsipal dengan agen. Teori Keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002), dinyatakan bahwa perusahaan memisahkan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham di antaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Penggunaan instrumen hutang dan ekuitas akan menimbulkan biaya keagenan. Biaya ini adalah biaya yang dikeluarkan oleh prinsipal untuk mengawasi kinerja agen. Menurut Jensen dan Meckling (1976) terdapat tiga macam kos keagenan (*agency cost*), antara lain: *bonding cost*, *monitoring cost*, dan *residual loss*.

Pecking Order Theory

Teori ini dikemukakan oleh Donaldson tahun 1961, sedangkan penamaan *pecking order theory* ini dilakukan oleh Myers (1984) dalam Chen (2010). *Pecking order theory* menjelaskan mengenai hierarki pendanaan, yaitu urutan dana yang dapat digunakan sebagai preferensi pemenuhan kebutuhan dana oleh suatu perusahaan. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan), karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu "membuka diri lagi" dari sorotan pemodal luar. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai melalui hutang, kemudian diikuti dengan sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan. Dalam *Pecking Order Theory* (Husnan, 2000) perusahaan yang profitabilitasnya tinggi akan menggunakan dana pinjaman yang sedikit. Karena kebutuhan dana sudah tercukupi dari menggunakan sumber dana internal yaitu laba ditahan. Sedangkan perusahaan kurang profitabel akan menggunakan hutang lebih besar.

Signalling Theory

Brigham dan Houston (2006) menjelaskan bahwa teori sinyal adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh

suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram.

Struktur Modal

Horne dan Wachowicz (2007) menyatakan, struktur modal adalah sebagai bauran atau proporsi pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen dan saham biasa. Modal dibagi menjadi dua (Riyanto, 2001) yaitu modal sendiri dan modal asing. Modal sendiri di dalam suatu perusahaan terdiri dari modal saham, cadangan, dan laba ditahan. Sedangkan modal asing atau hutang adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di dalam perusahaan dan bagi perusahaan yang bersangkutan modal tersebut merupakan hutang. Perusahaan mempertimbangkan kedua sumber pendanaan tersebut dengan seimbang dan memilih pembiayaan terendah sehingga komposisi hutang dan ekuitas dapat optimal.

Brigham dan Houston (2006) menjelaskan struktur modal yang optimal adalah kombinasi utang dan ekuitas yang dapat memaksimalkan harga dari saham perusahaan. Tujuan perusahaan dalam menentukan struktur modal yang optimal ialah meminimumkan biaya modal rata-rata yang pada akhirnya untuk memperoleh dan meningkatkan penghasilan pemegang saham. Struktur modal dalam penelitian ini diproksikan dengan *debt to equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan perbandingan antara *total debt* (total hutang) dengan total *shareholder's equity* (total modal sendiri) sehingga dari informasi tersebut dapat menunjukkan apakah perusahaan didanai lebih banyak dari hutang atau modal sendiri.

Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houston (2006) menyatakan bahwa faktor-faktor yang perlu dipertimbangkan sehubungan dengan struktur modal adalah stabilitas penjualan, struktur aset, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, sikap manajemen, dan kondisi pasar. Menurut Riyanto (2001), struktur modal suatu perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor, yaitu : tingkat bunga, stabilitas *earning*, struktur aset, kadar risiko dari aset, besarnya jumlah modal yang dibutuhkan, keadaan pasar modal, sifat manajemen, besarnya suatu perusahaan.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan. Struktur kepemilikan manajerial dapat dijelaskan melalui dua sudut pandang, yaitu pendekatan keagenan dan pendekatan ketidakseimbangan. Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu instrument atau alat yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan diantara beberapa klaim terhadap suatu perusahaan. Dengan meningkatnya kepemilikan manajerial maka manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya sehingga dalam hal ini akan berdampak baik kepada perusahaan serta memenuhi keinginan dari para pemegang saham.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian dan institusi lainnya. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menciptakan usaha pengawasan yang besar juga oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer. Pengaruh investor institusional terhadap manajemen perusahaan dapat menjadi sangat penting serta dapat digunakan untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Kepemilikan institusional memiliki kelebihan antara lain: (1) Memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji

keandalan informasi, (2) Memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa mendatang. Menurut Nurhidayati (2006) mengemukakan bahwa informasi yang diberikan pada saat pengumuman dividen lebih berarti daripada pengumuman *earning*. Perusahaan yang membagikan dividen, memberikan tanda pada pasar bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek kedepan yang cerah.

Tangibility (Struktur Aset)

Tangibility merupakan komposisi relatif aset tetap yang dimiliki perusahaan (Mai, 2006: 235). *Tangibility* ialah perbandingan antara aset tetap dengan total aset (Mai, 2006: 232). Tangibilitas merupakan faktor penting dalam keputusan pendanaan perusahaan, karena aset-aset berwujud (*tangibles assets*) bertindak sebagai jaminan dan memberikan jaminan bagi para pemberi pinjaman dalam hal terjadinya kesulitan keuangan (Mai, 2006: 232).

Size (Ukuran Perusahaan)

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki oleh perusahaan (Saidi, 2004). Dalam penelitian ini ukuran perusahaan di-*proxy* dengan nilai logaritma natural dari total aset (*natural logarithm of asset*). Logaritma dari total aset dijadikan indikator dari ukuran perusahaan karena jika semakin besar ukuran perusahaan maka aset tetap yang dibutuhkan juga akan semakin besar.

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan salah satu pengukuran bagi kinerja suatu perusahaan. Profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu pada tingkat penjualan, aset dan modal saham tertentu. Indikator yang digunakan untuk mengetahui tingkat profitabilitas suatu perusahaan dalam penelitian ini adalah *return on asset* (ROA), merupakan salah satu rasio profitabilitas yang dapat mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang digunakan. Alasan pemilihan ROA yaitu: (1) Sifatnya yang menyeluruh, dapat digunakan untuk mengukur efisiensi penggunaan modal, efisiensi produk, dan efisiensi penjualan, (2) Apabila perusahaan mempunyai data industri, ROA dapat digunakan untuk mengukur rasio industri, sehingga dapat dibandingkan dengan perusahaan lain, (3) ROA dapat digunakan untuk mengukur profitabilitas masing-masing produk yang dihasilkan oleh perusahaan, (4) ROA dapat digunakan sebagai fungsi kontrol dan fungsi perencanaan, (5) ROA dapat digunakan untuk mengukur efisiensi kinerja masing-masing divisi.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal

Ada beberapa alternatif yang digunakan untuk mengurangi *agency cost*, salah satunya adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling 1976 dalam Wahidawati 2002). Hasil penelitian Wimelda dan Marlinah (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini dikarenakan dengan adanya kepemilikan manajerial maka akan memperketat pengawasan terhadap perilaku manajer yang berhati-hati dalam mengambil keputusan

pendanaan sehingga perusahaan akan lebih sedikit menggunakan pendanaan eksternal berupa hutang.

H₁ : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan institusi di luar perusahaan yang menanamkan modal pada sebuah perusahaan. Kontrol atau pengawasan yang dimiliki pihak luar atau eksternal dapat mempengaruhi pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajer sehubungan dengan struktur modal perusahaan dalam hal keputusan investasi. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi dan efektif dalam sebuah perusahaan dapat menggantikan peran hutang sebagai alat kontrol manajemen sehingga dapat mengurangi penggunaan hutang dan mengurangi masalah keagenan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Widjaja dan Kasenda (2008) menunjukkan adanya pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal.

H₂ : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Struktur Modal

Perusahaan memilih membagi laba sebagai dividen, tentunya akan mengurangi laba yang akan ditahan. Dampak selanjutnya akan mengurangi kemampuan sumber dana internal, demikian sebaliknya. Sehingga kebijakan dividen akan berkaitan dengan struktur modal. Hubungan *dividend payout ratio* dengan struktur modal, apabila *dividend payout ratio* tinggi maka jumlah laba bersih yang akan ditahan sebagai laba ditahan akan berkurang sehingga sumber pembiayaan internal perusahaan akan semakin kecil dan perusahaan akan mencari sumber dana yang berasal dari eksternal. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Rahman dan Triani (2013) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H₃ : Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Pengaruh Tangibility (Struktur Aset) Terhadap Struktur Modal

Menurut Chen (2010) struktur aset merupakan faktor penentu yang penting dari keputusan modal. Karena merupakan aset perusahaan yang nyata dan memiliki nilai likuidasi yang lebih besar. Semakin tinggi struktur aset maka semakin tinggi struktur modalnya yang berarti semakin besar aset tetap yang dapat dijadikan agunan hutang oleh perusahaan tersebut, begitupun sebaliknya. Hal ini sesuai dengan teori Brigham dan Houston (2006), bahwa perusahaan yang asetnya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan banyak hutang. Beberapa penelitian oleh Mas'ud (2009), Chen (2010), dan Wimelda dan Marlina (2013) mengungkapkan bahwa struktur aset berdampak positif dengan struktur modal perusahaan yang sesuai dengan teori *pecking order*.

H₄ : *Tangibility* (struktur aset) berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Size (Ukuran Perusahaan) Terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan merupakan ukuran besar kecilnya perusahaan yang diukur melalui logaritma *natural* dari total aset (\ln total aset). Total aset dijadikan sebagai indikator ukuran perusahaan karena sifatnya jangka panjang dibandingkan dengan penjualan (Titman dan Wessels, 1988). Semakin besar suatu perusahaan maka kecenderungan penggunaan dana eksternal juga akan semakin besar. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang besar memiliki kebutuhan dana yang besar dan salah satu pemenuhan dana yang tersedia menggunakan penggunaan eksternal (Titman dan Wessels, 1988). Ukuran perusahaan yang besar berdasarkan total aset yang dimiliki perusahaan akan mendapatkan kepercayaan

kreditor untuk memberikan pinjaman. Hasil penelitian yang dilakukan Widjaja dan Kasenda (2008), Mas'ud (2009), Chen (2010), Wimelda dan Marlinah (2013) dan Rahman dan Triani (2013) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. H₅ : *Size* (ukuran perusahaan) berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aset maupun modal sendiri (Mai, 2006). Menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan tingkat keuntungan yang besar memiliki sumber pendanaan internal yang lebih besar dan memiliki kebutuhan untuk melakukan pembiayaan investasi melalui pendanaan eksternal yang lebih kecil (Wibowo, 2007). Dengan demikian, teori ini memprediksikan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

H₆ : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011 sampai dengan 2014. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2011-2014, (2) Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan dan dinyatakan dalam rupiah secara berturut-turut selama periode 2011-2014, (3) Perusahaan manufaktur yang memiliki laba secara berturut-turut selama periode 2011-2014, (4) Perusahaan yang membagikan dividen selama periode 2011-2014. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh sebanyak 45 perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria dan digunakan peneliti sebagai sampel penelitian dengan 180 observasi (4 tahun).

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang dilakukan peneliti adalah dokumenter yaitu dengan cara mencari dan mengumpulkan data-data yang diperoleh dari sumber Bursa Efek Indonesia dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Data yang digunakan untuk meneliti merupakan laporan keuangan perusahaan tahun 2011, 2012, 2013, dan 2014.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel Dependen

Dalam penelitian ini yang menjadi variabel dependen adalah struktur modal. Husnan (2000) mendefinisikan struktur modal sebagai perbandingan antara sumber jangka panjang yang bersifat pinjaman dan modal sendiri sama hal dengan Riyanto (2011) yang menyatakan bahwa struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara total hutang dengan modal sendiri. Struktur modal dalam penelitian ini akan diprosikan dengan *debt to equity ratio* (DER). DER mencerminkan besarnya proporsi antara total debt (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri).

$$\text{DER} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Ekuitas}}$$

Variabel Independen

a. Kepemilikan Manajerial (KM)

Kepemilikan manajerial (KM) merupakan besarnya kepemilikan manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Dalam penelitian ini, kepemilikan manajerial (KM) merupakan variabel *dummy* yang diwakili dengan angka 0 dan 1. Nilai 0 menunjukkan bahwa perusahaan tidak memiliki kepemilikan manajerial dan nilai 1 menunjukkan perusahaan memiliki kepemilikan manajerial (Wimelda dan Marlinah, 2013).

b. Kepemilikan Institusional (KI)

Kepemilikan institusional (KI) diungkapkan melalui jumlah kepemilikan saham yang dimiliki institusi dibagi dengan jumlah saham perusahaan yang beredar yang diukur dengan rumus sebagai berikut (Wimelda dan Marlinah, 2013):

$$KI = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusional}}{\text{Jumlah saham yang beredar di masyarakat}}$$

c. Kebijakan Dividen (DPR)

Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan pembagian laba kepada para pemegang saham perusahaan sebanding dengan jumlah saham yang dipegang oleh masing-masing pemilik dividen. Dalam penelitian ini diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) yang bisa dilihat pada tahun yang dianalisis. *Dividen payout ratio* merupakan rasio yang digunakan perusahaan dalam membagikan dividen kepada pemegang saham dengan perbandingan antara dividen per lembar saham dibagi dengan laba per lembar saham, berdasarkan Rahman dan Triani (2013) :

$$DPR = \frac{\text{Dividen Perlembar Saham (DPS)}}{\text{Laba Perlembar Saham (EPS)}}$$

d. *Tangibility* (Struktur Aset)

Struktur aset yang diberi simbol SA akan diukur dengan menggunakan hasil bagi antara aset tetap dengan total aset. Struktur aset menggambarkan sebagian jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of assets*), dirumuskan sebagai berikut berdasarkan Mai (2006) :

$$SA = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$$

e. *Size* (Ukuran Perusahaan)

Ukuran perusahaan adalah besar kecilnya suatu perusahaan dapat diukur dari besarnya total aset atau kekayaan yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Total aset merupakan penjumlahan aset lancar dan aset tidak lancar yang dimiliki perusahaan selama satu tahun buku. Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan diukur dengan total aset yang dimiliki oleh setiap perusahaan sampel dan digunakan sebagai tolak ukur skala perusahaan. Variabel ini diproksikan dengan menggunakan logaritma, dapat dirumuskan sebagai berikut berdasarkan Saidi (2004) dan Rahayu dan Faisal (2005) :

$$UP = \ln \text{ Total Aset}$$

f. Profitabilitas (ROA)

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (*profit*) pada tingkat penjualan, aset, dan ekuitas dalam periode tertentu. Dalam penelitian ini profitabilitas diukur dengan menggunakan *Return On Asset* (ROA). *Return on assets* merupakan perbandingan antara laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan total aset yang dimiliki perusahaan. ROA menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aset untuk menghasilkan keuntungan. Untuk menghitung profitabilitas dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Riyanto, 2011) :

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Aset}}$$

Teknik Analisis Data

Pada penelitian ini, analisis data yang dilakukan adalah analisis kuantitatif yang dinyatakan dengan angka-angka dan perhitungannya menggunakan metode standart yang dibantu dengan program *Statistical Package Social Sciences* (SPSS). Metode analisis data yang digunakan adalah analisis deskriptif, uji asumsi klasik, analisis regresi linier berganda, dan pengujian hipotesis untuk menganalisis 6 (enam) variabel independen terhadap variabel dependen.

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif ini digunakan untuk menganalisis data kuantitatif yang diolah menurut perhitungan untuk masing-masing variabel penelitian. Analisis deskriptif ini berusaha memberikan penjelasan atau gambaran mengenai berbagai karakteristik data, seperti rata-rata (*mean*), standar deviasi, dan sebagainya.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah nilai residual yang telah distandarisasi pada model regresi berdistribusi normal atau tidak (Suliyanto, 2011). Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi normal atau mendekati normal. Dalam uji ini akan digunakan uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov* dengan kriteria apabila signifikansi melebihi 0,05 maka data tersebut telah terdistribusi normal. Sebaliknya, apabila signifikansi kurang dari 0,05 maka data tersebut tidak terdistribusi secara normal.

Uji Multikolinieritas

Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi yang terbentuk ada korelasi yang tinggi atau sempurna diantara variabel bebas atau tidak. Menurut Suliyanto (2011), jika dalam model regresi yang terbentuk terdapat korelasi yang tinggi atau sempurna di antara variabel bebas maka model regresi tersebut dinyatakan mengandung gejala multikolinier. Menurut Gujarati (dalam Suliyanto, 2011), untuk menguji gejala multikolinieritas dalam model regresi adalah dengan melihat nilai *Tolerance* (TOL) dan *Variance Inflation Factor* (VIF) dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Jika nilai VIF tidak lebih dari 10 dan nilai *tolerance* tidak kurang dari 0,1 maka model dinyatakan tidak mengandung multikolinieritas.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Uji ini dilakukan dengan metode *scatterplot* antara nilai prediksi variabel independen dengan residualnya yaitu SRESID dengan ZPRED. Jika *scatterplot* membentuk pola tertentu, hal itu menunjukkan adanya masalah heteroskedastisitas pada model regresi yang dibentuk, sedangkan jika *scatterplot* menyebar secara acak maka hal itu menunjukkan tidak terjadinya masalah heteroskedastisitas pada model regresi yang dibentuk. Titik-titik ini akan menyebar diatas dan dibawah angka nol pada sumbu Y.

Uji Autokorelasi

Ghozali (2011) menyatakan uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan penggunaan pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Untuk menguji keberadaan autokorelasi dalam penelitian ini digunakan uji statistic *Durbin- Waston* (uji DW) dengan ketentuan sebagai berikut: (1) Angka D-W di bawah -2 berarti terjadi autokorelasi positif; (2) Angka D-W di antara -2 sampai +2 berarti tidak terjadi autokorelasi; (3) Angka D-W di atas +2 berarti terjadi autokorelasi negatif.

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui signifikan tidaknya pengaruh variabel independen kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, *tangibility* (struktur aset), *size* (ukuran perusahaan) dan profitabilitas terhadap variabel terikat struktur modal. Persamaan fungsinya dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$DER = \alpha + \beta_1 KM + \beta_2 KI + \beta_3 DPR + \beta_4 SA + \beta_5 UP + \beta_6 ROA + e$$

Keterangan :

- α = Konstanta
- β = Koefisien regresi dari masing-masing variabel independen
- DER = *Debt to equity ratio* (Struktur Modal)
- KM = Kepemilikan Manajerial
- KI = Kepemilikan Institusional
- DPR = *Dividend Payout Ratio* (Kebijakan Dividen)
- SA = Struktur Aset
- UP = Ukuran Perusahaan
- ROA = *Return On Asset*
- e = *Standart error*

Uji Koefisien Determinasi

Uji koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur ketidaksesuaian dari persamaan regresi yakni memberikan proporsi atau presentase variasi total dalam variabel dependen yang dijelaskan oleh variabel independen. Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengetahui seberapa baik sampel menggunakan data. Koefisien determinasi ini mengukur ketelitian dari model regresi yakni presentase kontribusi variabel X terhadap variabel Y dengan nilai koefisien determinasi antara 0 sampai 1 ($0 \leq R^2 \leq 1$). Kecocokan model dikatakan lebih baik jika R^2 mendekati 1 yang berarti semakin baik variabel independen dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen.

Goodness of Fit (Uji F)

Uji F sering disebut dengan uji ketepatan atau kelayakan model (*goodness of fit*), yaitu untuk menguji apakah terdapat pengaruh signifikan pada model penelitian yang berarti layak untuk diuji (Ghozali, 2011). Untuk menguji kelayakan data ini digunakan uji statistik F, dengan ketentuan sebagai berikut: (1) Taraf signifikan $\alpha = 0,05$; (2) Kriteria pengujian dimana $p \text{ value} < \alpha$ berarti model layak untuk di uji, sedangkan apabila $p \text{ value} > \alpha$ berarti model tidak layak untuk di uji.

Uji Hipotesis (uji t)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen. Dengan tingkat signifikan level 0,05 ($\alpha=5\%$). Kriterianya: (1) Jika nilai signifikan $> 0,05$ maka hipotesis ditolak. Ini berarti secara parsial variabel independen tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen; (2) Jika nilai signifikan $\leq 0,05$ maka hipotesis diterima. Ini berarti secara parsial variabel independen tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif menggambarkan karakter sampel yang digunakan dalam penelitian. Sampel penelitian juga dipilih berdasarkan kriteria-kriteria yang telah ditentukan sebelumnya, sehingga sampel akhir yang diperoleh sebanyak 45 sampel dari 142 perusahaan manufaktur selama periode 4 tahun dan jumlah total sampel dalam penelitian ini adalah sebanyak 180.

Tabel 1
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LNDER	180	-2,22	1,39	-,5061	,71354
KM	180	,00	1,00	,3778	,48618
KI	180	,00	,54	,0668	,11073
DPR	180	,00	1,43	,2564	,29563
SA	180	,05	,84	,3333	,16588
LNUP	180	2,44	2,96	2,6855	,11226
ROA	180	,00	,88	,1715	,13002

Sumber: Output SPSS

Keterangan:

- LNDER : LN DER (Struktur Modal)
- KM : Kepemilikan Manajerial
- KI : Kepemilikan Institusional
- DPR : *Dividend Payout Ratio* (Kebijakan Dividen)
- SA : Struktur Aset
- LNUP : LN Ukuran Perusahaan
- ROA : *Return On Asset* (Profitabilitas)

Berdasarkan statistik deskriptif variabel penelitian yang disajikan dalam tabel 1 tersebut maka dapat diinterpretasi sebagai berikut: (1) Struktur modal setelah ditransformasikan (LNDR) memiliki nilai minimum sebesar -2,22 yang dimiliki oleh PT Mandom Indonesia pada tahun 2011 dan nilai maksimum sebesar 1,39 dimiliki oleh PT Alumindo Light Metal Industry pada tahun 2014, dengan nilai rata-rata sebesar -0,5061 serta deviasi standar sebesar 0,71354, (2) Kepemilikan manajerial (KM) memiliki nilai minimum sebesar 0,00 yang dimiliki oleh perusahaan yang tidak ada kepemilikan manajerial nya dan nilai maksimum sebesar 1,00 perusahaan yang ada kepemilikan manajerial, dengan nilai rata-rata sebesar 0,3778 serta deviasi standar sebesar 0,48618, (3) Kepemilikan institusional (KI) memiliki nilai minimum sebesar 0,00 dimiliki oleh PT Mayora Indah pada tahun 2011-2104 dan nilai maksimum sebesar 0,54 dimiliki oleh PT HM Sampoerna pada tahun 2011-2014, dengan nilai rata-rata sebesar 0,668 serta deviasi standar sebesar 0,11073, (4) Kebijakan dividen (DPR) memiliki nilai minimum sebesar 0,00 dimiliki oleh perusahaan yang tidak membagikan dividen dan nilai maksimum sebesar 1,43 dimiliki oleh PT Champion Pasific Indonesia pada tahun 2012, dengan nilai rata-rata sebesar 0,2564 serta deviasi standar sebesar 0,29563, (5) Struktur aset (SA) memiliki nilai minimum sebesar 0,05 yang dimiliki oleh PT Lion Metal Works pada tahun 2011 dan nilai maksimum sebesar 0,84 yang dimiliki oleh PT Holcim Indonesia pada tahun 2014, dengan nilai rata-rata sebesar 0,3333 serta deviasi standar sebesar 0,16588, (6) Ukuran perusahaan setelah ditransformasikan (LNUP) memiliki nilai minimum sebesar 2,44 yang dimiliki oleh PT Lionmesh Prima pada tahun 2011 dan nilai maksimum sebesar 2,96 yang dimiliki oleh PT Astra International pada tahun 2014, dengan nilai rata-rata sebesar 2,6855 serta deviasi standar sebesar 0,11226, (7) Profitabilitas (ROA) memiliki nilai minimum sebesar 0,00 yang dimiliki PT Alumindo Light Metal Industry pada tahun 2011-2014 dan nilai maksimum sebesar 0,88 yang dimiliki PT Multi Bintang Indonesia pada tahun 2013, dengan nilai rata-rata sebesar 0,171 serta deviasi standar sebesar 0,13002.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Hasil uji normalitas berdasar uji *Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan bahwa nilai signifikansi residualnya $> 0,05$ sehingga tidak terjadi gejala non normalitas, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi telah berdistribusi secara normal.

Uji Multikolinearitas

Nilai *tolerance* semua variabel bebas lebih besar dari 0,10, demikian pula nilai VIF semuanya kurang dari 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan metode *scatterplot*. Hasil menunjukkan bahwa *scatterplot* menyebar secara acak, berpencar, dan tidak membentuk pola tertentu. Sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas antara variabel dependen terhadap variabel residualnya.

Uji Autokorelasi

Hasil perhitungan autokorelasi, diperoleh nilai *Durbin-Watson* adalah sebesar 1,790. Dengan demikian model regresi yang akan digunakan tidak terdapat masalah autokorelasi karena nilai DW berada di antara -2 dan +2.

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel independen berhubungan positif atau negatif terhadap variabel dependen dan seberapa besar pengaruh faktor yang digunakan dalam model penelitian yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap struktur modal. Adapun hasil uji regresi linier berganda nampak pada tabel 2.

Tabel 2
Hasil Uji Regresi Linear Berganda
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-3,644	1,261		-2,889	,004
KM	,137	,113	,093	1,218	,225
KI	1,094	,506	,170	2,161	,032
DPR	-,381	,183	-,158	-2,078	,039
SA	,672	,308	,156	2,181	,031
LNUP	1,168	,473	,184	2,469	,015
ROA	-1,457	,478	-,265	-3,049	,003

Dependent Variable: LNDER

Sumber: Output SPSS

Berdasarkan data pada tabel 2 maka dapat diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:
 $LNDER = -3,644 + 0,137KM + 1,094KI - 0,381DPR + 0,672SA + 1,168LNUP - 1,457ROA + e$

Uji Koefisien Determinasi

Adapun perhitungan yang telah dilakukan tingkat koefisien determinasi berganda nampak pada tabel 3:

Tabel 3
Hasil Uji Determinasi
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,414 ^a	,172	,143	,66064

a. Predictors: (Constant), LNUP, KM, SA, KI, DPR, ROA

b. Dependent Variable: LNDER

Sumber: Output SPSS

Berdasarkan tabel 3, diperoleh nilai *R square* (R^2) sebesar 0,172. Hal ini berarti bahwa seluruh variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, ukuran perusahaan, dan profitabilitas yang mempengaruhi variabel dependen (struktur modal) adalah sebesar 17,2% dan sisanya 82,8 % dipengaruhi variabel lain yang tidak diteliti.

Goodness of Fit (Uji F)

Uji F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model cocok sebagai penjelas variabel terikat atau dependen. Untuk menguji hipotesis ini digunakan statistik F. Adapun hasil uji *goodness of fit* nampak pada tabel 4.

Tabel 4
Hasil Uji Statistik F

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	15,631	6	2,605	5,969	,000 ^b
	Residual	75,505	173	,436		
	Total	91,136	179			

a. Dependent Variable: LNDER

b. Predictors: (Constant), LNUP, KM, SA, KI, DPR, ROA

Sumber: Output SPSS

Berdasarkan uji F pada tabel 4, diperoleh nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,000. Nilai probabilitas lebih kecil dari batas nilai signifikan ($\alpha = 0,05$), maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, ukuran perusahaan, dan profitabilitas cocok sebagai penjelas variabel dependen yaitu struktur modal.

Uji Hipotesis (Uji t)

Uji t (*t-test*) digunakan untuk menguji ada tidaknya pengaruh kepemilikan manajerial (KM), kepemilikan institusional (KI), kebijakan dividen (DPR), struktur aset (SA), ukuran perusahaan (LNUP), dan profitabilitas (ROA) terhadap struktur modal (LNDER). Dengan tingkat signifikansi $< 0,05$ maka dapat disimpulkan variabel independen mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Adapun hasil uji hipotesis berdasar uji statistik t nampak pada tabel 5:

Tabel 5
Hasil Uji Statistik t

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
	(Constant)	-3,644	1,261		-2,889	,004
	KM	,137	,113	,093	1,218	,225
	KI	1,094	,506	,170	2,161	,032
1	DPR	-,381	,183	-,158	-2,078	,039
	SA	,672	,308	,156	2,181	,031
	ROA	-1,457	,478	-,265	-3,049	,003
	LNUP	1,168	,473	,184	2,469	,015

a. Dependent Variable: LNDER

Sumber: Output SPSS

Berdasarkan tabel 5 tersebut, maka dapat dijelaskan hasilnya sebagai berikut:

Hasil perhitungan pada tabel 5 menunjukkan bahwa β sebesar 0,137 dengan nilai signifikansi sebesar 0,225 lebih besar dari 0,05 (*level of significant*), artinya kepemilikan

manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Jadi hipotesis pertama ditolak.

Hasil perhitungan pada tabel 5 menunjukkan bahwa β sebesar sebesar 1,094 dengan nilai signifikansi sebesar 0,032 lebih kecil dari 0,05 (*level of significant*), artinya kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Jadi hipotesis kedua ditolak.

Hasil perhitungan pada tabel 5 menunjukkan bahwa β sebesar -0,381 dengan nilai signifikansi sebesar 0,039 lebih kecil dari 0,05 (*level of significant*), artinya kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Jadi hipotesis ketiga diterima.

Hasil perhitungan pada tabel 5 menunjukkan bahwa β sebesar 0,672 dengan nilai signifikansi sebesar 0,031 lebih kecil dari 0,05 (*level of significant*), artinya struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Jadi hipotesis keempat diterima.

Hasil perhitungan pada tabel 5 menunjukkan bahwa β sebesar 1,168 dengan nilai signifikansi sebesar 0,015 lebih kecil dari 0,05 (*level of significant*), artinya ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Jadi hipotesis kelima diterima.

Hasil perhitungan pada tabel 5 menunjukkan bahwa β sebesar -1,457 dengan nilai signifikansi sebesar 0,003 lebih kecil dari 0,05 (*level of significant*), artinya profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Jadi hipotesis keenam diterima.

Pembahasan

Kepemilikan manajerial (KM) tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa masih rendahnya kepemilikan saham oleh manajemen (*insider*) perusahaan manufaktur di Indonesia dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan sehingga manajer perusahaan manufaktur di Indonesia bukanlah sebagai faktor penentu dalam kebijakan struktur modal. Ini bertentangan dengan pendapat yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang mengidentifikasi bahwa peningkatan kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajerial ialah suatu instrumen atau alat yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan diantara beberapa klaim terhadap suatu perusahaan. Hasil uji ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Seftianne dan Handayani (2011).

Kepemilikan institusional (KI) berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil ini menolak hipotesis yang telah dirumuskan oleh peneliti. Rata-rata kepemilikan saham institusional perusahaan pada tahun 2011-2014 ialah sebesar 71. Dengan persentase yang cukup besar tersebut maka hasil dari penelitian ini mendukung teori bahwa kepemilikan institusional memiliki wewenang lebih besar bila dibandingkan dengan pemegang saham kelompok lain untuk cenderung memilih proyek yang beresiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi. Untuk membiayai proyek tersebut, investor cenderung memilih pembiayaan melalui hutang yang berarti akan meningkatkan struktur modalnya (Faisal, 2004). Hal ini bertentangan dengan teori keagenan yang memprediksi bahwa kekuatan kepemilikan institusional dapat menggantikan peranan hutang dalam memonitor manajemen sehingga dapat mengurangi masalah keagenan dalam perusahaan. Hasil penelitian ini senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Widjaja dan Kasenda (2008).

Kebijakan dividen (DPR) berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Kondisi ini menunjukkan bahwa semakin rendah tingkat kebijakan dividen maka justru semakin tinggi tingkat struktur modal, begitupun sebaliknya. Penurunan kebijakan dividen diakibatkan karena adanya penurunan profitabilitas, sehingga perusahaan membutuhkan asupan dana eksternal berupa hutang untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya, demikian pula

sebaliknya. Selain itu, adanya fluktuasi kebijakan dividen menunjukkan bahwa perusahaan tidak mampu untuk mempertahankan tingkat kebijakan dividen yang telah ditetapkan pada periode sebelumnya. Teori Sinyal menyatakan bahwa investor akan memandangi perubahan dividen sebagai suatu sinyal peramalan laba oleh manajemen. Suatu penurunan dividen merupakan sinyal bahwa perusahaan meramalkan suatu laba yang kurang baik dimasa mendatang. Demikian pula apabila terjadi sebaliknya. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rahman dan Triani (2013).

Struktur aset (SA) berpengaruh positif terhadap struktur modal. Semakin tinggi struktur aset maka semakin tinggi struktur modalnya yang berarti semakin besar aset tetap yang dapat dijadikan agunan hutang oleh perusahaan tersebut kepada kreditur, sehingga mereka tidak perlu merasa cemas saat memberikan pinjaman kepada perusahaan yang bersangkutan. Demikian pula apabila terjadi sebaliknya. Dengan tingkat struktur aset yang tinggi, apabila perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan mengalami kebangkrutan, maka kreditur berhak atas *tangible asset* perusahaan yang sudah dijamin. Perusahaan yang sebagian besar total asetnya tersusun dari *tangibility assets* akan cenderung untuk memiliki tingkat hutang yang tinggi. Sebaliknya, semakin rendah struktur aset dari suatu perusahaan, semakin rendah kemampuan dari perusahaan tersebut untuk dapat menjamin hutang jangka panjangnya. Hal ini sesuai dengan teori Brigham and Houston (2006: 39), bahwa perusahaan yang asetnya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan banyak hutang. Selain itu hal ini juga senada dengan teori *pecking order* yang menjadikan hutang sebagai alternatif utama pembiayaan eksternal. Hasil penelitian konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Mas'ud (2009), Chen (2010), dan Wimelda dan Marlinah (2013).

Ukuran perusahaan (UP) berpengaruh positif terhadap struktur modal. Semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin tinggi tingkat struktur modal, begitupun sebaliknya. Hubungan yang positif antara ukuran perusahaan dan struktur modal ini dikarenakan perusahaan besar mempunyai tingkat kredibilitas yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil sehingga perusahaan besar mempunyai akses yang lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman. Selain itu perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang kegiatan operasionalnya. Perusahaan besar ini pada umumnya lebih dikenal oleh pihak luar seperti investor dan analis, sehingga informasi yang diterima pihak luar simetris dengan manajer perusahaan. Hal ini sesuai dengan *signalling theory* yang menyatakan bahwa suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk (*signal*) tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan bagi para investor yang hendak melakukan aktivitas investasi di suatu perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Widjaja dan Kasenda (2008), Mas'ud (2009), Chen (2010), Wimelda dan Marlinah (2013) dan Rahman dan Triani (2013).

Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. profitabilitas perusahaan yang menurun akan meningkatkan struktur modal perusahaan, begitupun sebaliknya. Adanya fluktuasi tingkat profitabilitas mencerminkan seberapa banyak kebutuhan dana eksternal yang dibutuhkan. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan mengurangi ketergantungan modal dari pihak luar, karena dengan tingkat keuntungan yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk memperoleh sebagian besar pendanaan yang dihasilkan dari internal yang berupa laba bersih atau laba ditahan. Atau dengan kata lain, jika perusahaan *profitable* maka perusahaan akan cenderung mengurangi rasio hutang mereka. Sebaliknya apabila perusahaan kurang *profitable* yang ditandai dengan menurunnya tingkat profitabilitas, maka perusahaan masih memerlukan pendanaan dari luar berupa hutang yang mengakibatkan struktur modal nya mengalami peningkatan. Selain itu, hasil ini juga mendukung *pecking order theory*, dimana struktur pendanaan perusahaan mengikuti suatu hirarki. Pertama kali perusahaan akan memilih pendaan internal (laba ditahan) jika

harus mencari pendanaan eksternal akan dimulai dari hutang dan terakhir ekuitas. Berdasarkan teori ini, dengan memprioritaskan pendanaan internal (laba ditahan) maka akan mengurangi pendanaan dari eksternal yang salah satunya adalah hutang. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nurrohim (2008), Widjaja dan Kasenda (2008), Chen (2010) dan Wimelda dan Marlinah (2013) bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Dari hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini dapat ditarik simpulan sebagai berikut: (1) kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal, (2) kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap struktur modal, (3) kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap struktur modal, (4) *tangibility* atau struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal, (5) ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, (6) profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Saran

Beberapa saran dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) disarankan untuk penelitian selanjutnya mempertimbangkan variabel-variabel lain selain variabel yang digunakan dalam penelitian ini yang memungkinkan berpengaruh terhadap struktur modal seperti likuiditas, pertumbuhan penjualan, risiko bisnis, dan lain-lain, karena dalam penelitian ini koefisien determinasi yang dihasilkan hanya 17,2% dan sisanya lebih besar yaitu 82,8% (2) untuk penelitian selanjutnya diharapkan memperpanjang waktu pengamatan sebab penelitian ini hanya menggunakan periode pengamatan selama empat tahun (3) dalam penelitian selanjutnya diharapkan peneliti dapat menggunakan *proxy* yang berbeda, khususnya untuk variabel kepemilikan manajerial agar mendapat hasil yang lebih mendetail.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E. F. dan J. F. Houston. 2004. *Fundamental of Financial Management*. 8th Edition. Thomson South Western. Ohio. Terjemahan A. A. Yulianto. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Salemba Empat. Jakarta.
- Brigham, E. F. dan L. C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition-International Edition. The Dryden Press. New York. Terjemahan D. Suharto. 2006. *Manajemen Keuangan Lanjutan*. Edisi 5. Salemba Empat. Jakarta.
- Chandra, T. 2007. Pengaruh Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 8(2).
- Chen, L. J. 2010. How the Pecking Order Theory Explain Capital Structure. *Journal of Business Management*. Vol. 4(2): 45-65.
- Donaldson, G. 1961. Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. Boston: *Division of Research*. Harvard School of Business Administration.
- Faisal. 2004. Analisis *Agency Cost*, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance. *Simposium Nasional Akuntansi Indonesia VII*. Denpasar.
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit UNDIP. Semarang.
- Husnan, S. 2000. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapannya (Keputusan Jangka Panjang)*. BPFE. Yogyakarta.

- Horne, J. C. V. dan J. M. Wachowicz. 2005. *Fundamental of Financial Management*. Aprentice Hall. New Jersey. Terjemahan D. Fitriasaki dan D. A. Kwary. 2007. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Edisi 12. Salemba Empat. Jakarta.
- Jensen, M. C dan W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3(4): 305-360.
- Mai, M. U. 2006. Analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Jakarta. *Ekonomika*. Politeknik Negeri Bandung.
- Mas'ud, M. 2009. Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Serta Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen* Vol. 7(1): 151-161.
- Myers, S. C. 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*. Vol. 39: 575-592.
- Nurhidayati. 2006. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Kas Di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi*. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta.
- Rahayu, D. S. dan Faisal. 2005. Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial dan Institusional Pada Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*. Vol 1(2): 181-197.
- Rahman, S. W. A dan N. N. A. Triani. 2013. Pengaruh Arus Kas Bebas, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2012. *Jurnal Ilmu Manajemen* 1(6): 1650-1660.
- Riyanto, B. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat. BPFE. Yogyakarta.
- _____. 2011. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. BPFE. Yogyakarta.
- Saidi. 2004. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ Tahun 1997-2002. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol. 11(1): 44-58.
- Seftianne dan R. Handayani. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 13(1): 39-56.
- Setiawan, R. 2006. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dalam perspective Pecking Order Theory studi pada Industri Makanan dan Minuman di BEJ. *Majalah Ekonomi*. Tahun XVI (3): 318-333.
- Suliyanto. 2011. *Ekonomika Terapan: Teori dan Aplikasi dengan SPSS*. Penerbit Andi. Yogyakarta.
- Titman dan Wessels. 1988. Determinant of Capital Structure. *The Journal of Finance*. Vol. 43(1): 1-19.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5(1): 1-16.
- Wibowo, D. S. A. 2007. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Go Public di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi*. Universitas Negeri Semarang.
- Widjaja, I. dan F. Kasenda. 2008. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Aktiva Berwujud, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal pada Perusahaan dalam Industri Barang Konsumsi di BEI. *Jurnal Manajemen*. Tahun XII (2): 139-150.
- Wimelda, L dan A. Marlinah. 2013. Variable-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Non Keuangan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 10 (2): 200-213.