

PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM DAN RASIO KEUANGAN TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN

Sisil Ayu Lestari

Sisilayulestari@gmail.com

Suwardi Bambang Hermanto

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research is meant to test the influence of stock ownership and financial ratio to the company capital structure on the manufacturing companies in 2010-2013 periods which are listed in Indonesia Stock Exchange. The sample has been done by using purposive sampling method and 236 annual financial statements of 78 manufacturing companies which have published their statement through official sites of Indonesia Exchange (www.idx.co.id). The test has been conducted by using multiple regressions analysis with the support of SPSS (Statistical Package for Social Sciences) 20 version, with the independent variables which are: the majority of stockholders (the ownership of stock > 5% is divided by shares in circulation), public stockholders (the logarithm of the number of ownership of stocks < 5%), the dividend policy (dividend payout ratio), free cash flow (the remaining of the subtraction of operating cash flow, capital expenditures and net working capital), profitability (return on asset), firm size (natural logarithm of the total asset) and business risk (return on invested capital) to the dependent variable which is the company capital structure (debt equity ratio). The result of the research shows that 5 variables have influence and 2 variables do not have any influence to the company capital structure. Five variables which have influence to the company capital structure consist of 4 variables which have negative and significant which includes the majority of stockholders, public stockholders, dividend policy, and business risk. Meanwhile, 1 variable which has significant and positive influence is free cash flow. Two variables which do not have any influence to the company capital structure are profitability and firm size.

Keywords: Majority Stockholders, Public Stockholders, Financial Ratio, Capital Structure and Multiple Regressions.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh kepemilikan saham dan rasio keuangan terhadap struktur modal perusahaan pada perusahaan manufaktur periode 2010-2013 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel menggunakan metode *purposive sampling* sebanyak 236 laporan keuangan tahunan dari 78 perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan yang diperoleh melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Pengujian menggunakan teknik analisis regresi berganda dengan alat bantu SPSS (*Statistical Package for Social Sciences*) versi 20, dengan variabel independen yaitu pemegang saham mayoritas (kepemilikan lembar saham > 5% dibagi lembar saham beredar), pemegang saham publik (logaritma dari jumlah kepemilikan lembar saham < 5%), kebijakan dividen (*dividen payout ratio*), *free cash flow* (sisa pengurangan dari aliran kas operasi, pengeluaran modal dan modal kerja bersih), profitabilitas (*return on asset*), ukuran perusahaan (logaritma natural dari total aktiva) dan risiko bisnis (*return on invested capital*) terhadap variabel dependen yaitu struktur modal perusahaan (*debt equity ratio*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa 5 variabel berpengaruh dan 2 variabel tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Lima variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan diantaranya yaitu 4 variabel berpengaruh negatif dan signifikan yang meliputi pemegang saham mayoritas, pemegang saham publik, kebijakan dividen dan risiko bisnis. Sedangkan 1 variabel berpengaruh positif dan signifikan yaitu adalah *free cash flow*. Dua variabel yang tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan yaitu profitabilitas dan ukuran perusahaan.

Kata kunci: Pemegang Saham Mayoritas, Pemegang Saham Publik, Rasio Keuangan, Struktur Modal dan Regresi Berganda.

PENDAHULUAN

Setiap perusahaan yang tumbuh dan berkembang pasti memiliki rencana jangka pendek dan jangka panjang. Perencanaan jangka pendek berusaha memastikan bahwa perusahaan mempunyai cukup uang untuk membayar tagihan-tagihannya dan bahwa meminjamkan untuk jangka pendek diatur sebaik-baiknya. Sedangkan perencanaan keuangan jangka panjang memfokuskan diri pada tujuan jangka panjang perusahaan, investasi yang diperlukan untuk memenuhi tujuan-tujuan ini dan pendanaan yang harus dikumpulkan (Brealey et al., 2008: 106).

Tujuan dari manajer perusahaan adalah mensejahterahkan kepentingan pemilik dan pemegang saham melalui keputusan atau kebijakan investasi, pendanaan, dan dividen yang tercermin dalam harga saham di pasar. Untuk itu manajer keuangan memiliki kewajiban untuk melakukan pertimbangan mengenai kebijaksanaan apa yang akan dilakukan terkait dengan keputusan pendanaan modal.

Dengan semakin meningkatnya kebutuhan tidak menutup kemungkinan bagi perusahaan untuk melakukan penambahan modal tidak hanya yang berasal dari sumber internal saja. Apabila perusahaan memilih untuk menggunakan pendanaan melalui hutang maka akan timbul biaya tambahan yang harus ditanggung oleh perusahaan sebagai biaya bunga pinjaman pada periode yang telah ditentukan sebelumnya. Sedangkan apabila perusahaan menggunakan sumber modal dari mengeluarkan saham baru akan membutuhkan biaya pengadaan yang lebih mahal daripada melakukan pinjaman atau hutang.

Telah di jelaskan dalam *Pecking Order Theory* oleh Brealey et al. (2008:25) bahwa: Pertama, perusahaan menyukai pendanaan internal, karena dana ini terkumpul tanpa mengirimkan sinyal sebaliknya yang dapat menurunkan harga saham. Kedua, jika dana eksternal dibutuhkan, perusahaan menerbitkan utang lebih dahulu dan hanya menerbitkan ekuitas sebagai pilihan terakhir. *Pecking order theory* ini muncul karena penerbitan utang tidak terlalu diterjemahkan sebagai pertanda buruk oleh investor bila dibandingkan dengan penerbitan ekuitas.

Konsep *Agency Theory* yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) ternyata bisa memberikan perspektif lain mengenai struktur modal. Dengan mengkategorikan pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan, yaitu manajemen, pemegang saham, dan kreditor ternyata terdapat interaksi antarpihak yang berkepentingan dalam suatu perusahaan. Asumsinya, masing-masing pihak mempunyai kepentingan sendiri dan kemampuan untuk menyamakan kepentingan yang berbeda-beda, yang selanjutnya akan menentukan kesuksesan perusahaan. Bila dihubungkan dengan konsep struktur modal, menurut Jensen dan Meckling, penggunaan instrumen utang dan ekuitas akan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*) untuk masing-masing instrumen. Sudah menjadi tugas manajemen untuk menentukan komposisi yang seimbang antara utang dan ekuitas sehingga total biaya keagenan paling minimal. Pada titik keseimbangan itulah nilai perusahaan akan mencapai titik maksimal. Selain itu, manajemen juga harus berusaha meminimalisasi kemungkinan terjadinya konflik antar pihak yang berkepentingan dalam perusahaan.

Kepemilikan saham di bursa Indonesia terbagi atas dua yaitu pemegang saham mayoritas dan pemegang saham publik. Pemegang saham mayoritas mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam mengendalikan manajemen dibandingkan dengan pemegang saham minoritas, sehingga keputusan-keputusan yang diambil sering merugikan kelompok pemegang saham minoritas. Laporan keuangan merupakan informasi penting yang diperlukan bagi investor untuk mengetahui baik buruknya kinerja perusahaan. Kinerja

perusahaan dapat di cerminkan dalam rasio-rasio keuangan yang dapat digunakan sebagai ringkasan dari laporan keuangan yang dapat mengkomunikasikan bagaimana kondisi perusahaan saat ini. Pada penelitian ini rasio keuangan digambarkan dalam beberapa variabel yaitu kebijakan dividen, *free cash flow*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan risiko bisnis.

Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan dengan jumlah emiten terbanyak di Bursa Efek Indonesia yang melakukan proses mulai dari pembelian bahan baku, mengolah bahan hingga barang siap jadi dan dijual. Semua proses tersebut dilakukan sendiri oleh perusahaan manufaktur sehingga tidak menutup kemungkinan bahwa perusahaan membutuhkan dana yang besar untuk terus beroperasi. Dengan peluang besar untuk terus berkembang, perusahaan manufaktur harus memperhatikan keputusan pendanaan yang diambil ditengah-tengah persaingan global yang semakin ketat agar kelak tidak terjadi kesalahan yang mengakibatkan penurunan operasi. Kebutuhan akan pendanaan yang besar dapat diatasi dengan menarik minat investor dan kreditor melalui pengelolaan laporan keuangan yang baik salah satunya adalah struktur modal perusahaan. Struktur modal dapat mencerminkan kemampuan perusahaan untuk terus berkembang di masa depan.

Dari uraian diatas dapat di simpulkan bahwa struktur modal merupakan elemen yang sangat penting bagi perusahaan karena sebagai barometer bagi nilai perusahaan yang akan berpengaruh pada harga saham dan tingkat kepercayaan investor kepada perusahaan. Maka dari itu penelitian ini di maksudkan untuk mengidentifikasi faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi kebijakan manajemen sehingga dapat mempengaruhi keputusan pendanaan mengenai struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

TINJAUAN TEORITIS DAN HIPOTESIS

Struktur Modal

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing (jangka panjang) dengan modal sendiri (Riyanto 2011:282). Menurut Brealey et al (2008) struktur modal adalah pilihan antara pendanaan hutang dengan ekuitas sedangkan modal berarti merupakan sumber pendanaan jangka panjang perusahaan. Struktur modal dalam penelitian ini diproksikan dengan *debt to equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan perbandingan antara *total debt* (total hutang) dan *total shareholder's equity* (total modal sendiri). DER merupakan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dengan modal yang dimilikinya dan sangat berkaitan dengan penciptaan suatu struktur modal yang dapat mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan yang tepat guna memaksimalkan nilai perusahaan.

Komponen-komponen Struktur Modal

Struktur modal suatu perusahaan memiliki beberapa komponen yang terdiri dari (Riyanto, 2011:238): (a) Utang jangka panjang, utang yang memiliki jangka waktu lebih dari 1 tahun. Adapun jenis atau bentuk utama dari kewajiban jangka panjang antara lain; (1) Pinjaman obligasi; (2) Pinjaman hipotik. (b) Modal sendiri, modal yang berasal dari pemilik perusahaan yang tertanam didalam perusahaan untuk waktu yang tidak ditentukan. Dalam perusahaan berbentuk perseroan, modal sendiri terdiri dari; (1) Saham biasa; (2) Saham preferen; (3) Cadangan; (4) Laba ditahan.

Teori Struktur modal

Berikut ini adalah beberapa teori struktur modal menurut Hanafi (2008) :

1. Pecking Order Theory

Secara spesifik, perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam penggunaan dana. Skenario urutan dalam *Pecking Order Theory* adalah sebagai berikut ini :

1. Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan; (2) Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi. Perusahaan berusaha menghindari perubahan dividen yang tiba-tiba. Dengan kata lain, pembayaran dividen diusahakan konstan atau kalau berubah terjadi secara gradual dan tidak berubah dengan signifikan; (3) Karena kebijakan dividen yang konstan (*sticky*), digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bias diprediksi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada saat-saat tertentu, dan akan lebih kecil pada saat yang lain. Jika kas tersebut lebih besar, perusahaan akan membayar utang atau membeli surat berharga. Jika kas tersebut lebih kecil, perusahaan akan menggunakan kas yang dimiliki atau menjual surat berharga; (4) Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dulu. Perusahaan akan memulai dengan utang, kemudian dengan surat berharga campuran (*hybrid*) seperti obligasi konvertibel dan kemudian barangkali saham sebagai pilihan terakhir.

2. Teori Trade-off

Dalam kenyataan, ada hal-hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Satu hal yang terpenting adalah dengan semakin tingginya utang, akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan. Biaya lain dari peningkatan utang adalah meningkatnya biaya keagenan utang (*agency cost of debt*). Jika utang meningkat maka konflik antara pihak pemegang utang dan pemegang saham akan semakin meningkat karena potensi kerugian yang dialami oleh pemegang utang. Dalam situasi tersebut pemegang utang akan semakin meningkatkan pengawasan (*monitoring*) dalam bentuk biaya-biaya (persyaratan yang lebih ketat, menambah jumlah akuntan dan sebagainya) dan bisa juga dalam bentuk kenaikan tingkat bunga.

3. Agency Theory

Menurut pendekatan ini, struktur modal disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Pemegang saham dengan pemegang utang akan mempunyai konflik kepentingan begitu juga dengan pihak manajemen. Pada konflik yang pertama, jika utang mencapai jumlah yang signifikan dibandingkan dengan saham, maka pemegang saham akan tergoda melakukan substitusi aset. Jika terjadi kerugian pemegang saham tidak akan terlalu merugi karena proporsi saham kepemilikannya diperusahaan tidak terlalu besar jika utang semakin banyak. Untuk mencegah situasi semacam itu, pemegang utang akan membebani bunga yang semakin tinggi dengan meningkatnya utang. Struktur modal dengan demikian merupakan kompromi antara kepentingan pemegang saham dengan pemegang utang. Dalam situasi kedua, jika manajemen tidak mempunyai saham di perusahaan, maka keterlibatan manajer akan semakin berkurang. Dalam situasi tersebut manajer akan cenderung mengambil tindakan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

4. Teori Asimetri Informasi dan Signaling

Konsep asimetri informasi dan *signaling* berkaitan erat. Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang

sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Manajer biasanya mempunyai informasi yang lebih baik dibanding pihak lainnya. Manajer biasanya mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan dengan pihak luar (seperti investor). Karena itu bisa dikatakan terjadi asimetri informasi antara manajer dan investor. Investor, yang merasa mempunyai informasi yang lebih sedikit, akan berusaha menginterpretasikan perilaku manajer. Dengan kata lain, perilaku manajer, termasuk dalam hal menentukan struktur modal, bisa dianggap sebagai signal oleh pihak luar (investor).

Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houston (2001) pada umumnya mempertimbangkan faktor - faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain; (1) Stabilitas Penjualan, (2) Struktur Aktiva, (3) *Leverage* Operasi, (4) Tingkat Pertumbuhan, (5) Profitabilitas, (6) Pajak, (7) Pengendalian, (8) Sikap Manajemen, (9) Sikap Pemberi Pinjaman dan Agen Pemberi Peringkat, (10) Kondisi Pasar, (11) Kondisi Internal Perusahaan, (12) Fleksibilitas Keuangan.

Sedangkan menurut Riyanto (2011: 297) struktur modal suatu perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor dimana faktor - faktor yang utama ialah : (1) Tingkat Bunga, (2) Stabilitas dari *Earning*, (3) Susunan dari Aktiva, (4) Kadar Risiko dari Aktiva, (5) Besarnya Jumlah Modal yang Dibutuhkan, (6) Keadaan Pasar Modal, (7) Sifat Manajemen, (8) Besarnya Suatu Perusahaan.

Kepemilikan saham

Dengan asumsi bahwa 1 lembar saham memiliki 1 hak suara, maka proporsi kepemilikan saham dalam penelitian ini dibagi menjadi dua yaitu pemegang saham mayoritas dan pemegang saham publik.

1. Pemegang Saham Mayoritas

Pemegang saham mayoritas (proporsi diatas 5 %) memiliki hak suara yang lebih kuat untuk masing-masing individu daripada pemegang saham publik. Pemegang saham mayoritas memiliki hak untuk mempengaruhi manajemen dalam mengambil kebijakan-kebijakan yang dibutuhkan perusahaan termasuk masalah pendanaan.

2. Pemegang Saham Publik

Pemegang saham publik secara per individu tidak memiliki hak suara yang signifikan untuk mempengaruhi manajemen atau menempatkan perwakilan di dewan komisaris.

Rasio Keuangan

Rasio keuangan adalah alat ukur yang digunakan oleh investor untuk membaca bagaimana hasil kinerja perusahaan dan meramalkan bagaimana prospek perusahaan di masa datang. Dalam penelitian ini rasio keuangan terdiri atas :

1. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan pembagian laba antara pembayaran kepada pemegang saham dan investasi kembali perusahaan/laba ditahan (Rahman dan Triani, 2013). Menurut Joni dan Lina (2010) rasio pembayaran dividen akan menjadi acuan bagi para investor untuk menanamkan modalnya pada sebuah perusahaan karena perusahaan yang melakukan pembayaran dividen secara rutin diasumsikan memiliki dana internal yang mencukupi dan hal ini akan menarik minat para investor.

2. Free Cash Flow

Free cash flow merupakan jumlah arus kas discretionary yang dimiliki atau dihasilkan perusahaan, yang biasanya oleh manajer digunakan untuk pembelian tambahan investasi, pembayaran hutang, pembelian saham-saham treasury atau hanya sebagai menambah likuiditas perusahaan, dengan kata lain pengukuran *free cash flow* ini mengindikasikan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan.

3. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan salah satu indikator yang digunakan perusahaan untuk mengetahui efektifitas perusahaan dalam mengelola sumber-sumber yang dimilikinya dalam menghasilkan laba.

4. Ukuran perusahaan

Menurut Riyanto (2011: 299-300) Perusahaan pada pertumbuhan yang tinggi akan selalu membutuhkan modal yang semakin besar demikian juga sebaliknya perusahaan pada pertumbuhan penjualan yang rendah, kebutuhan terhadap modal juga semakin kecil maka, konsep tingkat pertumbuhan penjualan tersebut memiliki hubungan yang positif tetapi implikasi tersebut akan memberikan efek yang berbeda terhadap struktur modal yaitu dalam penentuan jenis modal yang digunakan.

5. Risiko Bisnis

Risiko bisnis adalah ketidakpastian mengenai proyeksi pengembalian atas modal di masa mendatang, Suatu perusahaan mempunyai risiko bisnis yang kecil apabila permintaan akan produknya stabil, harga-harga masukan dan produknya relative konstan, harga produknya dapat segera disesuaikan dengan kenaikan biaya, dan penjualannya menurun.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Pemegang Saham Mayoritas Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Pemegang saham mayoritas dalam penelitian ini di proxykan dengan proporsi saham > 5% terhadap total saham yang disetorkan. Makin besar proporsi pemegang saham mayoritas, maka makin kuat pula pengaruhnya terhadap manajemen perusahaan dalam menetapkan tingkat utang, selain menguasai jumlah saham yang relatif besar, pemegang saham mayoritas juga memiliki keuntungan lain yaitu mengawasi dewan direksi secara langsung dalam kegiatan sehari-hari. (Ariyanto, 2002). Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Ariyanto (2002) struktur pemegang saham terhadap struktur modal perusahaan menunjukkan hasil yang negatif signifikan. Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah:
 H_1 : Pemegang saham mayoritas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Pemegang Saham Publik Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Pemegang saham publik akan melakukan koalisi untuk memiliki hak suara yang cukup untuk mempunyai kekuatan yang relatif signifikan. Perbedaannya dengan pemegang saham mayoritas adalah ketika melakukan koalisi antara pemegang saham publik maka masing-masing individu harus mengeluarkan biaya penggalangan koalisi. Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ariyanto (2002) menunjukkan bahwa pemegang saham publik berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah:

H_2 : Pemegang saham publik berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Hubungan dividen payout ratio dengan struktur modal, apabila *dividen 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. Hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah :

H_3 : Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Rahman dan Triani (2013) secara parsial ditemukan bahwa *free cash flow* atau arus kas bebas berpengaruh positif terhadap struktur modal di perusahaan manufaktur yang berarti bahwa besar kecilnya kepemilikan manajerial tidak berdampak pada besar kecilnya hutang perusahaan. Hal ini disebabkan perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang tinggi ada kecenderungan memiliki utang yang tinggi khususnya bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah, utang yang tinggi dimaksudkan untuk mengimbangi terjadinya biaya agensi yang berasal dari arus kas bebas. Hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah :

H₄ : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Kusumaningtyas (2012) menyatakan bahwa semakin tinggi keuntungan yang diperoleh berarti semakin rendah kebutuhan dana eksternal (hutang) sehingga semakin rendah struktur modalnya. Hal ini sesuai dengan esensi *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal (*internal financing*). Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi tentu memiliki dana internal yang lebih banyak daripada perusahaan dengan profitabilitas yang rendah. Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Hipotesis kelima dalam penelitian ini adalah :

H₅ : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Menurut Riyanto (2011) perusahaan yang lebih besar dimana sahamnya tersebar sangat luas akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan penjualannya dibanding perusahaan yang lebih kecil. Hal ini mempermudah perusahaan dengan ukuran yang lebih besar untuk memperoleh pinjaman dana eksternal. Rahman dan Trianni (2013) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang besar cenderung lebih mudah mendapatkan pinjaman dana eksternal dengan kecenderungan bahwa perusahaan yang bertumbuh dengan pesat harus mengandalkan pinjaman eksternal dalam memenuhi kebutuhan dana operasional perusahaan. Hipotesis keenam dalam penelitian ini adalah :

H₆ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Wimelda dan Marlinah (2013) serta Ferdiansya dan Isnurhadi (2013) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan cenderung menggunakan pendanaan eksternal baik berupa hutang maupun penerbitan saham. Hal ini dikarenakan para investor beranggapan bahwa perusahaan yang berisiko tinggi akan memberikan return yang tinggi. Hipotesis ketujuh dalam penelitian ini adalah :

H₇ : Risiko Bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2010-2013. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Adapun beberapa kriteria yang digunakan dalam

pengambilan sampel ini antara lain: (1) Perusahaan yang diteliti adalah manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode penelitian tahun 2010-2013; (2) perusahaan yang telah menerbitkan laporan keuangan yang meliputi laporan posisi keuangan, laporan laba rugi, laporan ekuitas, laporan arus kas dan catatan atas laporan keuangan pada periode penelitian ; (3) perusahaan tersebut memiliki proporsi kepemilikan saham oleh institusi dan publik selama periode penelitian; (4) perusahaan yang membagikan dividen selama periode penelitian.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data sekunder dalam penelitian ini berasal dari Pusat Referensi Pasar Modal (Bursa Efek Indonesia), *Website Indonesia Stock Exchange (www.idx.co.id)*.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel Independen (X)

1. Pemegang Saham Mayoritas

Klasifikasi pemegang saham mayoritas didasarkan pada komposisi jumlah kepemilikan saham, maupun berdasarkan hak yang dimilikinya. Istilah mayoritas digunakan sesuai dengan besar wewenang pengendalian terhadap perusahaan. Pemegang saham mayoritas pada penelitian ini di asumsikan dengan jumlah lembar saham sebanyak > 5%, yang diukur berdasarkan Ariyanto (2002) :

$$PSM = \frac{\text{Jumlah lembar saham yang dikuasai oleh pemegang saham (> 5\%)}}{\text{Jumlah lembar saham yang beredar atau sudah disetorkan}}$$

2. Pemegang Saham Publik

Bagian dari masyarakat umum yang tidak turut mengendalikan perusahaan karena proporsi kepemilikan sahamnya yang kurang dari 5% dan bukan merupakan pendiri perusahaan disebut dengan pemegang saham publik. Variabel pemegang saham publik diukur dengan logritma natural dari jumlah saham yang dikuasai publik < 5%, berdasarkan Ariyanto (2002) :

$$PSP = Ln (\text{Jumlah lembar saham yang dikuasai oleh pemegang saham < 5\%})$$

3. Kebijakan Dividen

Kebijakan 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) :

$$DPR = \frac{\text{Dividen per share}}{\text{Earning per share}}$$

Keterangan :

DPR : *Dividend payout ratio*
Dividend per share : Dividen per lembar saham
Earning per share : Laba per lembar saham

4. Free Cash Flow

Free cash flow atau arus kas bebas dapat didefinisikan sebagai pendapatan kas yang bersumber dari pendapatan operasional usaha setelah dikurangi pajak, pembelian barang modal, pengeluaran modal kerja dan pengeluaran-pengeluaran kas lainnya untuk operasional usaha tetapi belum dikurangi pembayaran dividen dan bunga atas pinjaman yang diterima. *Free cash flow* (FCF) dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Rahman dan Triani, 2013).

$$FCF = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}$$

Keterangan :

FCF : *Free cash flow*

AKO_{it} : Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

Yang dihitung dengan cara :

AKO_{it} : Laba bersih + Beban penyusutan dan amortisasi + keuntungan

(kerugian) penjualan aset + Kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi

PM_{it} : Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

Yang dihitung dengan cara :

PM_{it} = Aset tetap bersih akhir periode - Aset tetap bersih awal periode

NWC_{it} : Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

NWC_{it} = Aset Lancar - Liabilitas lancar

5. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikan. Profitabilitas diukur dengan menggunakan *return on assets* (ROA) yang menunjukkan kemampuan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva untuk menghasilkan laba yang merupakan perbandingan antara laba bersih sebelum pajak dengan total aktiva (Riyanto, 2011: 336).

$$ROA = \frac{Earning\ Before\ Tax}{Total\ Aset}$$

Keterangan :

ROA = Return on Asset

EBIT = Earning before tax (laba sebelum pajak)

Total Asset = Total aset

6. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah tolak ukur besar-kecilnya perusahaan dengan melihat besarnya nilai ekuiti, nilai penjualan atau nilai total aset yang dimiliki perusahaan. Dalam penelitian ini ukuran perusahaan di proxy dengan nilai logaritma natural dari total aset perusahaan mulai dari tahun 2010–2013. Semakin tinggi total aktiva yang dimiliki perusahaan menunjukkan semakin besarnya ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan pada penelitian ini disingkat dengan UKP yang dihitung dengan rasio berikut berdasarkan Ferawati (2014) :

$$UKP = Ln (Total\ Aktiva)$$

7. Risiko Bisnis

Salah satu akibat yang muncul karena ketidakpastian perusahaan dalam menghasilkan pendapatan dimasa yang akan datang disebut dengan risiko bisnis. Risiko bisnis dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu variabilitas permintaan (unit yang terjual), variabilitas harga jual, variabilitas harga masukan, kemampuan untuk menyesuaikan harga keluaran terhadap perubahan harga masukan dan sejauh mana biaya-biaya bersifat tetap

(leverage operasi). Rasio ROIC (*return on invested capital*) menjadi pengukuran atas variabel risiko bisnis pada penelitian yang disingkat menjadi RSK yaitu perhitungan dengan menggunakan laba setelah pajak dibagi modal menurut Brigham dan Houston (2001) ;

$$\text{RSK} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Modal}}$$

Variabel dependen (Y)

Struktur Modal

Variabel dependen adalah variabel variabel yang dipengaruhi variabel bebas atau independen. Besarnya variabel independen diharapkan akan turut mempengaruhi besarnya variabel dependen. Pada penelitian ini variabel independen yang digunakan adalah struktur modal. Husnan (2000:275) mendefinisikan struktur modal sebagai perbandingan antara sumber jangka panjang yang bersifat pinjaman dan modal sendiri sama hal dengan Riyanto (2011:282) yang menyatakan bahwa struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara total hutang dengan modal sendiri.

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal Sendiri}}$$

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 Sciences* (SPSS). Metode analisis data yang digunakan adalah uji asumsi klasik, analisis regresi berganda, dan uji hipotesis untuk menganalisis 7 (tujuh) variabel independen terhadap variabel dependen.

Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal atau tidak. Jika variabel residual tersebut memiliki distribusi tidak normal maka hasil uji akan bias. Dalam penelitian ini untuk mendeteksi apakah data berdistribusi normal atau tidak menggunakan cara yaitu analisis *kolmogorov smirnov test*.

2. Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas dilakukan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas (*independent*). Jika terjadi korelasi maka terdapat problem multikolinearitas dilakukan dengan mendeteksi *Pearson Correlation* antara variabel independen dan dengan melihat nilai VIF ($VIF = 1/tolerance$). Nilai toleransi mendekati satu dan korelasi antar variabel adalah lemah (dibawah 0,1), maka dalam model regresi terdapat masalah multikolinearitas (Ghozali, 2006)

3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi masalah autokorelasi maka nilai probabilitas diatas nilai signifikansi yaitu alpha sama dengan 0,05. Pada penelitian ini uji autokorelasi menggunakan uji *Run Test*. Sebagai bagian dari *statistic non parametrik* maka *Run Test* dapat pula digunakan untuk menguji apakah antar residual terdapat korelasi yang tinggi. Jika antar residual tidak terdapat hubungan korelasi, maka dikatakan bahwa residual acak atau random. *Run*

Test digunakan untuk melihat apakah data residual terjadi secara random atau tidak (sistematis), (Ghozali, 2006:103).

4. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan antara variance dari residual satu ke pengamatan yang lain. Ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan cara melihat grafik plot antar nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara ZPRED dan SRESID dimana sumbu Y adalah Y yang telah di prediksi, dan sumbu X adalah residual (Y prediksi-Y sesungguhnya) yang telah di-*studentized* (Imam Ghozali, 2006).

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui signifikan tidaknya pengaruh variabel independen pemegang saham mayoritas, pemegang saham publik, kebijakan deviden, *free cash flow*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan risiko bisnis terhadap variabel terikat struktur modal. Persamaan fungsinya dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$DER = \alpha + \beta_1 PSM + \beta_2 PSP + \beta_3 DPR + \beta_4 FCF + \beta_5 ROA + \beta_6 UKP + \beta_7 RSK + e$$

Keterangan :

α = Konstanta

β = Koefisien regresi dari masing-masing variabel independen

e = Standart error

DER = *Debt to equity ratio*

PSM = Pemegang Saham Mayoritas

PSP = Pemegang Saham Publik

DPR = *Dividend Payout Ratio*

FCF = *Free Cash Flow*

UKP = Ukuran Perusahaan

RSK = *Return on invested capital*

Pengujian Hipotesis

1. Pengujian hipotesis (uji t)

Uji t ini digunakan untuk menguji pengaruh pemegang saham mayoritas, pemegang saham publik, kebijakan deviden, *free cash flow*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan risiko bisnis secara parsial terhadap struktur modal.

Adapun kriteria pengujian secara parsial dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ yaitu sebagai berikut :

a. Jika nilai signifikansi uji t $> 0,05$ maka pemegang saham mayoritas, pemegang saham publik, kebijakan deviden, *free cash flow*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan risiko bisnis tidak berpengaruh secara parsial terhadap struktur modal.

b. Jika nilai signifikansi uji t $\leq 0,05$ maka pemegang saham mayoritas, pemegang saham publik, kebijakan deviden, *free cash flow*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan risiko bisnis berpengaruh secara parsial terhadap struktur modal.

2. Goodness of fit (Uji F)

Uji F ini digunakan untuk menguji pemegang saham mayoritas, pemegang saham publik, kebijakan deviden, *free cash flow*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan risiko bisnis berpengaruh secara simultan terhadap struktur modal. Adapun kriteria pengujian secara simultan dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ yaitu sebagai berikut :

- a. Jika nilai signifikan uji F $> 0,05$ maka pemegang saham mayoritas, pemegang saham publik, kebijakan deviden, *free cash flow*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan risiko bisnis diterima yang berarti model penelitian tidak layak untuk diuji.
- b. Jika nilai signifikan uji F $\leq 0,05$ maka pemegang saham mayoritas, pemegang saham publik, kebijakan deviden, *free cash flow*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan risiko bisnis maka yang berarti model penelitian layak untuk diuji.

3. Koefisien Determinasi (R²)

Koefisien determinasi digunakan untuk melihat seberapa besar variabel-variabel independen secara bersama mampu memberikan penjelasan mengenai variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah nol dan satu. Nilai R² yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel-variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1
Hasil Statistik Deskriptif
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	236	.06	4.13	1.06	.81
PSM	236	.45	.99	.74	.14
PSP	236	.69	9.91	5.48	1.55
DPR	236	.00	1.42	.26	.26
FCF	236	-1.57	2.71	-1.03	1.99
ROA	236	-.12	.66	.10	.10
UKP	236	13.80	29.37	22.90	5.26
RSK	236	-.09	.46	.08	.08
Valid N (listwise)	236				

Sumber: Data telah diolah, 2015

Berdasarkan hasil statistik deskriptif dapat dilihat hasil pengolahan data menghasilkan nilai minimum, rata-rata dan standar deviasi atas variabel-variabel yang digunakan.

Struktur modal yang diprosikan dengan *debt to equity ratio* (DER) memiliki nilai rata-rata sebesar 1,06 dengan nilai maksimum sebesar 4,13. Tingginya nilai DER menandakan bahwa total ekuitas perusahaan lebih kecil daripada hutang jangka panjangnya yang berarti perusahaan memiliki risiko lebih besar untuk menjamin hutang-hutangnya. Sedangkan nilai minimum adalah sebesar 0,06 yang berarti perusahaan tersebut memiliki kemampuan yang bagus dalam menjamin hutang-hutangnya dari total ekuitas yang dimilikinya. Standar deviasi untuk variabel struktur modal adalah 0,81. Standar deviasi yang dihasilkan memiliki

rentang yang cukup jauh dengan nilai rata-rata karena hasil olahan data minimal dan maximal yang terdapat selisih cukup besar.

Variabel Pemegang saham mayoritas yang dihitung dengan jumlah lembar kepemilikan saham $> 5\%$ (PSM) dibagi jumlah lembar saham beredar memiliki nilai rata-rata 0,75. Nilai tertinggi sebesar 0,99. Jumlah lembar saham yang tidak pernah meningkat dan struktur kepemilikan saham yang tidak berubah (dimiliki institusi bank, dewan komisaris dan direktur perusahaan) membuat perusahaan tersebut memiliki nilai maksimum atas kepemilikan saham mayoritas tertinggi selama 4 tahun periode penelitian. Sedangkan nilai terendah sebesar 0,45. Rendahnya kepemilikan saham mayoritas sebesar 45% menunjukkan bahwa pemegang saham publik ($<5\%$) memiliki hak kontrol terhadap perusahaan sebesar 55% jika sahamnya digabungkan. Standar deviasi yang dimiliki variabel pemegang saham mayoritas adalah sebesar 0,14.

Variabel pemegang saham publik yang diproxykan dengan logaritma natural dari jumlah lembar kepemilikan saham sebanyak $< 5\%$ (PSP) memiliki nilai rata-rata 5,51. Nilai tertinggi sebesar 9,91. Meningkatnya kepemilikan saham publik yang hampir mencapai 50% (dari total lembar saham beredar) menunjukkan citra baik yang dimiliki perusahaan sehingga menarik masyarakat untuk turut menanamkan modalnya. Sedangkan nilai terendah sebesar 0,69 yang menandakan bahwa tingkat kontrol dari pemegang saham publik sangat kecil terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Faktor penggunaan mata uang asing dalam laporan keuangan mungkin menjadi penyebab kecilnya nilai pemegang saham publik dari perusahaan ini. Sedangkan nilai standar deviasi pemegang saham publik sebesar 1,55.

Variabel kebijakan dividen yang diproxykan dengan *dividen payout ratio* (DPR) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,2634 atau 0,26. Ini berarti rata-rata perusahaan manufaktur membagikan dividen sebesar 26% dan sisanya untuk menahan laba sebesar 74%. Nilai tertinggi *dividen payout ratio* sebesar 1,42 yang menunjukkan bahwa perusahaan membagikan dividen lebih besar dari pada *earning price ratio* yang dimiliki. Sedangkan nilai minimum sebesar 0,00 dimiliki oleh beberapa perusahaan yang tidak membagikan dividen secara rutin setiap tahun pada periode penelitian yaitu terdapat 34 perusahaan atau 44% dari perusahaan yang tidak membagikan dividen secara rutin. Banyaknya perusahaan yang tidak membagikan dividen secara rutin mungkin dikarenakan kebutuhan akan pembiayaan operasional perusahaan yang lebih harus didahulukan daripada mementingkan kesejahteraan pemegang saham di setiap tahunnya. Standar deviasi untuk variabel kebijakan dividen adalah 0,26308 atau 0,26 menunjukkan rata-rata kebijakan perusahaan dalam menyalurkan hak pemegang saham melalui dividen.

Variabel *Free Cash Flow* yang dihitung dengan aliran kas operasi dikurangi pengeluaran modal dikurangi modal kerja bersih (FCF) memiliki nilai rata-rata sebesar -1,03. Untuk nilai tertinggi sebesar 2,71 (dalam milyar). Aliran kas operasi yang lebih besar daripada nilai pengeluaran modal dan modal kerja bersih menghasilkan nilai *free cash flow* yang tinggi. Sedangkan nilai terendah sebesar -1,57 (dalam triliun). *Free Cash Flow* yang bernilai negatif dikarenakan kas perusahaan tersebut digunakan untuk investasi pada aset-aset operasional yang dibutuhkan untuk mendukung pertumbuhannya, hal ini terlihat pada laba bersih setelah pajak yang bernilai positif namun *free cash flow* nya bernilai negatif. Artinya *free cash flow* dengan nilai negatif tidak berarti selalu buruk jika dilihat berdasarkan alasannya yaitu salah satunya adalah kebutuhan untuk menunjang pertumbuhan finansial perusahaan dengan melakukan investasi. Standar deviasi untuk variabel *free cash flow* adalah 1,99.

Variabel Profitabilitas yang diukur dengan rasio *return on asset* (ROA) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,1058 atau 0,10 dengan nilai tertinggi sebesar 0,66 yang dapat diartikan bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba sebesar 66% dari total aktiva yang dimiliki

perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan mengalami peningkatan jumlah laba sebelum bunga dan pajak pada periode tertentu dibanding periode sebelumnya. Sedangkan nilai terendah sebesar -0,12 yang berarti perusahaan tersebut mengalami kerugian dengan arti beban perusahaan lebih besar dibandingkan dengan pendapatan perusahaannya. Risiko bisnis dengan fluktuasi laba yang naik turun menyebabkan pengembalian atas investasi aktiva di masa depan mengalami kemungkinan terburuk yaitu mengalami kerugian. Standar deviasi variabel profitabilitas adalah 0,10476 atau 0,10.

Variabel ukuran perusahaan yang diukur dengan logaritma natural dari total aset (UKP) memiliki nilai rata-rata sebesar 22,90 dengan nilai tertinggi yaitu 29,37 yang diartikan bahwa perusahaan tersebut merupakan perusahaan terbesar dari 78 perusahaan pada penelitian ini berdasarkan proxy yang diukur dari logaritma natural dari total aset perusahaan. Sedangkan nilai terendah sebesar 13,80 Nilai terendah menunjukkan kecilnya jumlah total aset yang dimiliki perusahaan. Untuk variabel ukuran perusahaan standar deviasinya adalah 5,26.

Variabel risiko bisnis yang dihitung dengan rasio *return on invested capital* (RSK) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0810 atau 0,08 sedangkan nilai tertinggi sebesar 0,46 yang artinya perusahaan memiliki tingkat pengharapan atas pengembalian nilai modal yang telah dikorbankan sebesar 46%. Semakin tinggi nilai dari risiko bisnis yang diukur dengan laba setelah pajak dibagi dengan modal (total hutang + ekuitas) maka menunjukkan semakin baik prospek masa depan perusahaan untuk mengatasi risiko bisnisnya karena nilai laba bersih yang tidak terlalu lebih kecil dari nilai modal perusahaan. Sedangkan nilai terendah sebesar -0,09. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat pengembalian atas modal yang dikorbankan sangat kecil jika dilihat perusahaan tersebut mengalami kerugian dengan nilai laba bersih yang minus. Rendah nilai risiko bisnis atas pengembalian modal berarti semakin buruk prospek masa depan perusahaan tersebut. Nilai standar deviasi variabel risiko bisnis adalah sebesar 0,08222 atau 0,08.

Uji Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas

Dalam penelitian ini menggunakan tabel dengan uji normalitas dilakukan dengan menggunakan metode tabel yaitu *kolmogorov-smirnov* dengan nilai Z sebesar 1,29 dengan $Asymp.sig (2-tailed) > \alpha$. Maka dapat diambil kesimpulan bahwa, data memiliki distribusi normal karena nilai *kolmogorov-smirnov* memiliki tingkat signifikansi $0,07 > 0,05$.

2. Uji Multikolinearitas

Nilai *tolerance* semua variabel bebas lebih besar dari 0,10, demikian pula dengan nilai VIF semuanya kurang dari 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengindikasikan adanya multikolinieritas.

3. Uji Autokorelasi

Hasil perhitungan autokorelasi dengan menggunakan *Run test* menunjukkan nilai Z sebesar -1,30 dengan probabilitas 0,19 dan nilai alpha diatas 0,05 dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual dalam model regresi.

4. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat pola grafik *scatterplot*. Hasil dari grafik *scatterplot* terlihat titik menyebar secara acak, tidak membentuk pola tertentu yang jelas serta tersebar diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas.

Analisis Regresi Linier Berganda

Tabel 2
Koefisien Regresi
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	
(Constant)	3,13	,55	,00
PSM	-1,29	,41	,00
PSP	-,10	,04	,01
DPR	-,37	,18	,04
FCF	1,03	,00	,00
ROA	,00	,21	,99
UKP	-,00	,01	,61
RSK	-3,41	,90	,00

a. Dependent Variable: DER

Sumber: Data telah diolah, 2015

Berdasarkan tabel 2 menjelaskan bahwa model regresi yang dapat di bentuk , yaitu :
 $DER = 3,13 - 1,29 PSM - 0,10 PSP - 0,37 DPR + 1,03 FCF + 0,00 ROA - 0,00 UKP - 3,41 RSK + e$

Pengujian Hipotesis

1. Pengujian secara Parsial (t)

Tabel 3
Hasil Uji t
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	3,13	,55		5,62	,00
PSM	-1,29	,41	-,23	-3,11	,00
PSP	-,10	,04	-,18	-2,42	,01
DPR	-,37	,18	-,12	-1,99	,04
FCF	1,03	,00	,21	3,40	,00
ROA	,00	,21	,00	,00	,99
UKP	-,00	,01	-,03	-,49	,61
RSK	-3,41	,90	-,24	-3,77	,00

a. Dependent Variable: DER

Sumber: Data telah diolah, 2015

- H₁ : Pemegang saham mayoritas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan, hasil output regresi tabel 3 menunjukkan bahwa t hitung sebesar -3,11 dengan nilai signifikansi sebesar 0,00 lebih kecil dari 0,05 (*level of signifikan*). Jadi hipotesis pertama diterima. Hasil uji ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ariyanto (2002).
- H₂ : Pemegang saham publik berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan, hasil output regresi tabel 3 menunjukkan bahwa t hitung sebesar -2,24 dengan nilai signifikan sebesar 0,01 dan nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 (*level of signifikan*), artinya pemegang saham publik berpengaruh negatif dan signifikan terhadap

- struktur modal perusahaan. Jadi, hipotesis kedua diterima. Hasil uji ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ariyanto (2002).
- H₃ : Kebijakan deviden berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan, hasil perhitungan pada tabel 7 menunjukkan bahwa t hitung sebesar -1,99 dengan nilai signifikan sebesar 0,04 dan nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 (*level of signifikan*), artinya kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Jadi, hipotesis ketiga diterima. Hasil uji ini konsisten dengan yang dilakukan oleh Ariyanto (2002), Joni dan Lina (2010) serta Rahman dan Triani (2013).
- H₄ : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan, hasil perhitungan pada tabel 7 menunjukkan bahwa t hitung sebesar 3,40 dengan nilai signifikan sebesar 0,00 dan nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 (*level of signifikan*), artinya *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Jadi, hipotesis keempat diterima. Hasil uji ini konsisten dengan yang dilakukan oleh Rahman dan Triani (2013).
- H₅ : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan, hasil perhitungan pada tabel 7 menunjukkan bahwa t hitung sebesar 0,00 dengan nilai signifikan sebesar 0,99 dan nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 (*level of signifikan*), artinya profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Jadi, hipotesis kelima ini ditolak. Hasil uji ini tidak konsisten dengan penelitian Ferawati (2014), Kusumaningtyas (2012) dan Wimelda dan Marlinah (2013), namun konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rofiqoh (2013) serta Seftianne dan Handayani (2011).
- H₆ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal, hasil perhitungan pada tabel 7 menunjukkan t hitung sebesar -0,49 dan nilai signifikan sebesar 0,61 dan nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 (*level of signifikan*), artinya ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Jadi hipotesis keenam ini ditolak. Hasil uji ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ferawati (2014), Wimelda dan Marlina (2011), Rahman dan Trianni (2013). Namun konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Amiriyah (2014) dan Rupianti (2013).
- H₇ : Risiko Bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan, hasil perhitungan pada tabel 7 menunjukkan t hitung sebesar -3,77 dengan nilai signifikan sebesar 0,00 dan nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 (*level of signifikan*), artinya risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Jadi hipotesis ketujuh ini diterima. Hasil uji ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ferdiansya dan Isnurhadi (2013) dan Wimelda dan Marlina (2011) serta Joni dan Lina (2010) namun konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rupianti (2013).

2. Goodness of fit (Uji F) - Statistik

Tabel 4
Hasil Uji F
ANOVA^a

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Regression	25.39	7	3.62	6.42	.00 ^b
Residual	128.70	228	.56		
Total	154.10	235			

a. Dependent Variable: DER

b. Predictors: (Constant), RSK, PSP, FCF, DPR, ROA, UKP, PSM

Sumber: Data telah diolah, 2015

Dari tabel 4 didapat tingkat signifikan nilai uji F hitung sebesar 6,42. Dengan menggunakan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Hasil perhitungan sig $0,00 < 0,05$ (*level of signifikan*), yang menunjukkan bahwa pengaruh variabel bebas yang terdiri atas pemegang saham mayoritas, pemegang saham publik, kebijakan dividen, *free cash flow*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan risiko bisnis secara simultan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur.

3. Uji Koefisien Determinasi (R square)

Tabel 5
Koefisien Determinasi
Model Summary^b

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
.40 ^a	.16	.13	.75	2.12

a. Predictors: (Constant), RSK, PSP, FCF, DPR, ROA, UKP, PSM

b. Dependent Variable: DER

Sumber: Data telah diolah, 2015

Berdasarkan tabel koefisien determinasi, dapat diketahui nilai *Adjusted R square* sebesar 0,13 atau 13 % yang menunjukkan kontribusi dari variabel bebas yang terdiri atas pemegang saham mayoritas, pemegang saham publik, kebijakan dividen, *free cash flow*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan risiko bisnis secara bersama-sama terhadap struktur modal. Sedangkan sisanya ($100\% - 13\% = 87\%$) di kontribusikan oleh faktor lainnya.

PEMBAHASAN

Pengaruh Pemegang Saham Mayoritas Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Pemegang saham mayoritas (PSM) berpengaruh negatif dan signifikan atau diterima dalam pengujian hipotesis. Kondisi ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat pemegang saham mayoritas yang dimiliki oleh perusahaan justru semakin rendah tingkat struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Hal ini dikarenakan pemegang saham mayoritas dalam membuat keputusan pendanaannya tidak ingin melakukan spekulasi yang berisiko bagi perusahaan. Pemegang saham mayoritas akan lebih berhati-hati dalam melakukan keputusan pendanaan dengan melakukan pengawasan yang ketat pada bagian direksi sehingga penggunaan dana yang diperoleh dari pihak eksternal akan lebih sedikit. Pemegang saham mayoritas yang memiliki hak untuk turut membuat keputusan dalam masalah pendanaan akan lebih mementingkan peningkatan kualitas perusahaan melalui penambahan tingkat penjualan setiap tahun dan tingkat profitabilitas. Karena dengan penambahan tingkat penjualan dan profitabilitas, secara langsung

perusahaan tidak perlu melakukan pinjaman kepada pihak luar karena telah memenuhi kebutuhan operasionalnya salah satunya adalah kewajiban membagikan laba dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ariyanto (2002) yang melakukan penelitian terhadap 40 sampel perusahaan manufaktur pada tahun 1990-1998. Namun tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wimelda dan Marlinah (2013).

Pengaruh Pemegang Saham Publik Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Pemegang saham publik (PSM) berpengaruh negatif dan signifikan atau diterima dalam pengujian hipotesis. Kondisi ini menunjukkan semakin tinggi tingkat pemegang saham publik akan menurunkan tingkat struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan. Hal ini mungkin dikarenakan pemegang saham publik menggabungkan sahamnya menjadi satu sehingga dapat diwakilkan kepada satu dewan komisaris yang turut memonitor secara ketat bagaimana kinerja perusahaan dalam mengelola saham-saham yang di miliki oleh pemegang saham publik. Perwakilan dari pemegang saham publik akan mengutamakan kesejateraan pemegang saham minoritas agar tidak tidak melemah akibat kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan manajer perusahaan. Untuk mencegah terjadinya biaya konflik agensi yang tinggi, perwakilan dari pemegang saham publik akan mengawasi perusahaan dengan memberikan nasehat untuk meningkatkan laba melalui kinerja perusahaan sehingga tidak perlu melakukan pinjaman dari luar yang lebih berisiko. Sesuai dengan pasal 94 ayat (2) Undang-Undang No.40 Tahun 2007, untuk perseroan terbatas yang menerbitkan surat pengakuan utang, atau perseroan terbuka wajib mempunyai paling sedikit dua orang komisaris. Untuk Perseroan Terbatas dalam kegiatan usahanya melakukan pengalihan dana masyarakat, diperlukan pengawasan yang lebih besar karena menyangkut kepentingan masyarakat banyak. Hasil pada penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ariyanto (2002) yang menggunakan 40 sampel perusahaan manufaktur di tahun 1990-1998.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Kebijakan dividen (DPR) berpengaruh negatif dan signifikan atau diterima dalam pengujian hipotesis penelitian ini. Kondisi ini menunjukkan semakin tinggi tingkat kebijakan dividen maka justru semakin rendah tingkat struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Hal ini dikarenakan jika *dividen payout ratio* semakin tinggi maka laba ditahan perusahaan akan semakin kecil sehingga akan memperbesar beban tetap perusahaan yang mengakibatkan apabila perusahaan melakukan pinjaman dari pihak eksternal akan lebih berisiko. Pada hasil penelitian Rahman dan Triani (2013) menyatakan bahwa meningkatnya kebijakan dividen akan mempengaruhi penurunan struktur modal karena semakin tinggi pembiayaan yang berasal dari utang akan semakin tinggi pula profitabilitas modal pemilik sebagaimana diindikasikan dengan adanya peningkatan *earning price ratio* (EPS) dari saham perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ariyanto (2002), Joni dan Lina (2010) serta Rahman dan Triani (2013) namun tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wimelda dan Marlina (2013).

Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Free cash flow (FCF) berpengaruh positif dan signifikan atau diterima dalam pengujian hipotesis. Kondisi ini menunjukkan semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. *Free Cash Flow* yang tinggi berdasarkan keinginan pemegang saham adalah dibagikan dalam bentuk dividen. Hal ini bersebrangan dengan manajer yang menginginkan *Free Cash Flow* digunakan untuk investasi kembali demi meningkatkan profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan. Untuk menengahi

dari konflik berdasarkan teori agensi ini, maka perusahaan akan melakukan pinjaman pada pihak eksternal. Biaya agensi yang besar ini memicu perusahaan untuk melakukan peminjaman dana dari luar demi menengahi konflik yang terjadi di dalam perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan yang dilakukan oleh Rahman dan Triani (2013) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat *free cash flow* yang tinggi ada kecenderungan memiliki utang yang tinggi khususnya bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah, utang yang tinggi dimaksudkan untuk mengimbangi terjadinya biaya agensi yang berasal dari *free cash flow*. Namun hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Ferdiansya dan Isnurhadi (2013).

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh signifikan atau ditolak dalam hipotesis penelitian. Nilai besar atau kecilnya dari tingkat profitabilitas tidak mempengaruhi nilai dari struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal. Hal ini mungkin di karenakan perusahaan menggunakan dana lain untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya. Misalnya dengan penerbitan saham. Perusahaan yang sedang tumbuh, akan memanfaatkan peluang investasi untuk menambah atau menguatkan modal perusahaan sehingga nilai profitabilitas tidak diperhitungkan dalam keputusan pendanaannya meskipun tingkat struktur modal menurun atau meningkat. Selain itu peningkatan laba akan menarik investor untuk menanamkan modal sehingga perusahaan akan tetap mampu mendanai kebutuhan operasionalnya. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ferawati (2014), Kusumaningtyas (2012) dan Wimelda dan Marlinah (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Namun hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rofiqoh (2013) serta Seftiane dan Handayani (2011).

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Ukuran perusahaan (UKP) tidak berpengaruh signifikan dan ditolak dalam pengujian hipotesis. Besar atau kecil ukuran perusahaan yang di proxykan dalam logaritma natural dari total aktiva tidak mempengaruhi besar kecilnya dari tingkat struktur modal perusahaan. Ukuran perusahaan pada penelitian ini bukanlah faktor penentu naik turunnya struktur modal perusahaan karena perusahaan yang besar atau kecil akan melakukan pertimbangan yang matang jika akan melakukan pinjaman. Hal ini dikarenakan pinjaman yang besar akan memberikan beban di masa depan kelak yaitu bunga pinjaman. Oleh karena itu perusahaan besar atau kecil pada umumnya akan lebih mendahulukan menggunakan dana internal daripada melakukan pinjaman dana dari pihak eksternal. Selain itu ukuran perusahaan yang besar belum tentu mampu menghasilkan pendapatan dan peningkatan penjualan yang besar juga. Maka ukuran perusahaan bukan menjadi tolak ukur bagi kreditor maupun investor dalam memberikan pinjaman, faktor lain seperti kemampuan perusahaan dalam mengelola dana dan menstabilkan tingkat penjualan juga menjadi indikator yang diperhitungkan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Amiriyah (2014), Joni dan Lina (2010) serta Rupianti (2013). Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan oleh Ferawati (2014), Wimelda dan Marlina (2011) serta Rahman dan Trianni (2013).

Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Perusahaan

Risiko bisnis (RSK) berpengaruh negatif dan signifikan atau diterima dalam hipotesis penelitian. Kondisi ini menunjukkan semakin tinggi tingkat risiko bisnis maka justru semakin rendah tingkat struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Perusahaan

dengan risiko bisnis yang tinggi akan mengurangi porsi hutangnya dikarenakan perusahaan menyadari bahwa ketidakpastiaan dalam aliran pendapatan akan kurang menguntungkan jika dibandingkan dengan penggunaan atas dana internal. Selain itu penggunaan dana internal yang diambil dari laba bersih tahun berjalan atau ekuitas perusahaan digunakan perusahaan untuk menghindari terjadinya kebangkrutan. Peran pengendalian manajemen risiko juga akan turut mengawasi bagaimana perusahaan mengelola dananya dengan melakukan analisis, mengidentifikasi risiko dan menetapkan batasan yang harus dilakukan salah satunya mengurangi peminjaman dana dari pihak eksternal. Penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rupianti (2013) namun tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ferdianya dan Isnurhadi (2013), Joni dan Lina (2010) serta Wimelda dan Marlinah (2013).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Hasil penelitian atas variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Pemegang saham mayoritas yang diukur dengan jumlah kepemilikan lembar saham > 5% dibagi dengan jumlah lembar saham beredar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang diukur dengan *debt to equity ratio*.
2. Pemegang saham publik yang diukur dengan logaritma natural dari jumlah kepemilikan lembar saham publik < 5% berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang diukur dengan *debt to equity ratio*.
3. Kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang diukur dengan *debt to equity ratio*.
4. *Free Cash Flow* yang diukur dengan aliran kas operasi dikurangi pengeluaran modal dikurangi modal kerja bersih perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang diukur dengan *debt to equity ratio*.
5. Profitabilitas yang diukur dengan *return on asset* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang diukur dengan *debt to equity ratio*.
6. Ukuran perusahaan yang diukur dengan logaritma natural dari total aset tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang diukur dengan *debt to equity ratio*.
7. Risiko bisnis yang diukur dengan *return on invested capital* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang diukur dengan *debt to equity ratio*.

Saran

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2013 untuk memperoleh generalisasi dapat digunakan dengan menambah sampel lebih besar serta menambah beberapa variabel seperti nilai tukar valuta asing (kurs) dan tingkat suku bunga.

DAFTAR PUSTAKA

- Amiriyah, 2014. Kinerja Keuangan, Ukuran Perusahaan dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Perusahaan. *Skripsi*. Program Studi Akuntansi STIESIA Surabaya.
- Ariyanto, T.2002. Pengaruh Struktur Pemegang Saham Terhadap Struktur Modal Perusahaan, *Jurnal Manajemen Indonesia* 1(1):64-71.
- Brealey et al. 2008. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi kelima. Jilid 2. Erlangga. Jakarta.

- Brigham, E. F., dan J. F. Houston. 2001. *Manajemen keuangan*, Edisi kedelapan, Erlangga. Jakarta.
- Ferawati, 2014. Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi. Surabaya.
- Ferdiansya, M., M dan Isnuardi. 2013. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya* Vol.11.
- Ghozali,I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Cetakan IV. Badan Penerbit: Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hanafii, M., M. 2008. *Manajemen Keuangan*. Edisi pertama, BPFE-Yogyakarta. Yogyakarta.
- Husnan, S. 2000. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan (Pembelajaan Perusahaan)*. Liberty. Yogyakarta.
- Jensen, M. and W.Meckling.1997. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol 3.
- Joni dan Lina.2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 12 (2); 81-96.
- Kusumaningtyas, R.A. 2012. Analisis Pengaruh Struktur Aktiva, Return On Asset, Arus Kas Operasi dan Tingkat Likuiditas terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2011. *Skripsi* .Universitas Diponegoro. Semarang.
- Rahman, S. W. A dan N. N. A, Triani. 2013. Pengaruh Arus Kas Bebas, Kebijakan Dividend dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Peride 2008-2013. *Jurnal Ilmu Manajemen* 1 (6) : 1650-1660.
- Riyanto, B. 2011. *Dasar-dasar Pembelajaan Perusahaan*. BPFE. Yogyakarta.
- Rupiyanti,Y.2014. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal perusahaan Manufaktur sektor industri dasar dan Kimia yang Go Publik di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Program Studi Akuntansi STIESIA Surabaya.
- Rofiqoh,N.2014. Pengaruh Struktur Aktiva, Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan.*Jurnal*. Program Studi Akuntansi STIESIA Surabaya.
- Seftianne, dan R. Handyani.2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 13 (1); 39-56.
- Suad, H.1996. *Pembelajaan Perusahaan (Dasar-Dasar Manajemen Keuangan)*, Edisi III. Yogyakarta: Libery.
- Wimelda, L dan A. Marlinah. 2013.Variabel-variabel yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Sektor Non Keuangan, *www.triesakti.ac.id*. Diakses tanggal 6 Oktober 2014.

