



**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN PEMERINTAH, *CORPORATE*  
*GOVERNANCE*, DAN KINERJA KEUANGAN TERHADAP  
STRUKTUR MODAL  
(Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2014-2018)**

**SKRIPSI**

**Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi  
pada Universitas Negeri Semarang**

**Oleh**

**Melia Nur Afita**

**NIM 7311416049**

**JURUSAN MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG**

**2020**

## PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi dengan judul “Pengaruh Struktur Kepemilikan Pemerintah, *Corporate Governance*, dan Kinerja Keuangan terhadap Struktur Modal (Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2014-2018)”, disusun oleh Melia Nur Afita (NIM 7311416049), telah disetujui untuk dipertahankan di hadapan Sidang Ujian Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang, pada:

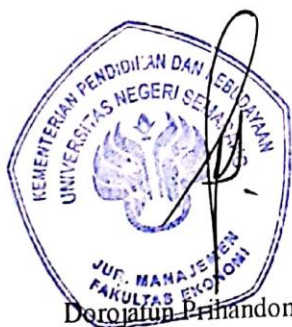
Hari : Jum`at

Tanggal : 25 September 2020

Mengetahui,

Ketua Jurusan Manajemen

Pembimbing



Dorojatun Prihandono, S.E., M.M., Ph.D.

NIP. 197311092005011001

Moh Khoirudin, S.E., M.Si.

NIP. 197001062008121001

## PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankan dihadapan Sidang Ujian Skripsi Fakultas Ekonomi  
Universitas Negeri Semarang, pada:

Hari : Jum'at

Tanggal : 25 September 2020

Dosen Penguji I



Dr. Dwi Cahyaningdyah, S.E., M.Si.

NIP. 195201232017022246

Dosen Penguji II



Anindya Ardiansari, S.E, M.M.

NIP. 198407232008122004

Dosen Penguji III

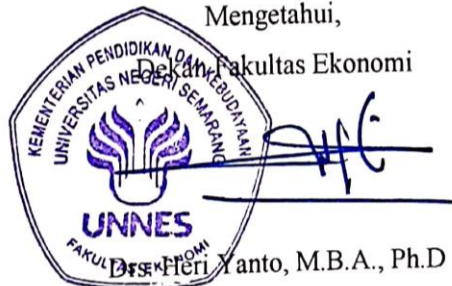


Moh Khoirudin, S.E., M.Si.

NIP. 197001062008121001

Mengetahui,

Dekan Fakultas Ekonomi



Heri Yanto, M.B.A., Ph.D

NIP. 196307181987021001

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Saya yang bertandatangan di bawah ini:

Nama : Melia Nur Afita

NIM : 7311416049

Tempat Tanggal Lahir: Wonosobo, 19 Mei 1998

Alamat : Dsn Tentrem, Rowo, Kandangan, Temanggung

Menyatakan bahwa skripsi yang berjudul **“Pengaruh Struktur Kepemilikan Pemerintah, *Corporate Governance*, dan Kinerja Keuangan terhadap Struktur Modal (Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2014-2018)”** adalah hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis orang lain, baik sebagian atau seluruhnya. Apabila dikemudian hari diketahui adanya plagiasi maka saya siap bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Semarang , 25 September 2020



**Melia Nur Afita**

NIM. 7311416049

## **MOTTO DAN PERSEMBAHAN**

### **MOTTO**

“Dan janganlah kamu (merasa) lemah, dan jangan (pula) bersedih hati, sebab kamu paling tinggi (derajatnya), jika kamu orang beriman”. (QS. Ali Imron: 139)

### **PERSEMBAHAN**

Skripsi ini saya persembahkan untuk:

1. Orang tua saya tercinta Bapak Istakhori dan Ibu Nur Farida serta Adik saya tersayang Dwi Rahman Raihan.
2. Keluarga besar Bani Rusmin
3. Keluarga besar Bani Soeharto
4. Almamater UNNES dan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang

## KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis ucapkan atas kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga skripsi yang berjudul **“Pengaruh Struktur Kepemilikan Pemerintah, *Corporate Governance*, dan Kinerja Keuangan terhadap Struktur Modal (Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2014-2018)”**, dapat terselesaikan.

Penyelesaian skripsi ini bertujuan untuk melengkapi persyaratan memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang. Penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini dapat diselesaikan dengan bimbingan, bantuan, dan dorongan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan yang baik ini penulis mengucapkan rasa hormat dan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Fathur Rokhman, M.Hum., Rektor Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk belajar di Universitas Negeri Semarang.
2. Drs. Heri Yanto, M.B.A., Ph.D., Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kesempatan untuk mengikuti program S1 Jurusan Manajemen di Fakultas Ekonomi.
3. Dorojatun Prihandono, S.E., M.M., Ph.D., Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan fasilitas dan layanan selama masa studi.

4. Moh Khoirudin, S.E., M.Si., Pembimbing dan Dosen Wali Manajemen D 2016 yang telah memberikan bimbingan, motivasi, bantuan, saran, dan kritik dengan sabar selama penulis menempuh studi di Universitas Negeri Semarang.
5. Bapak Ibu Dosen serta staff pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan ilmu serta motivasi selama masa studi.
6. Kedua orang tua, Bapak Istakhori dan Ibu Nur Farida yang selalu memberikan kasih sayang, dukungan, doa, serta telah memberikan ilmu yang bermanfaat bagi perjalanan hidup penulis. Tiada kata dan apapun yang mampu membalas semua jasa beliau, hanya doa yang selalu penulis panjatkan untuk kebahagiaan beliau.
7. Teman-teman Grub Sobat Kepompong (Setyaningsih dan M. Lutfi Rosadi) terima kasih atas kebersamaan menjadi sahabat dan keluarga yang selalu support dan memberikan keceriaan kepada penulis dalam penyelesaian skripsi ini.
8. Teman-teman Grub Jamiyah Rasan-rasan (Dea, Dian, Sobirun, Mia, Devia) yang selama 4 tahun hidup bersama, terima kasih telah menjadi bagian penulis dalam menyelesaikan perkuliahan ini.
9. Teman-teman (Wina, Thaufik, Izas, Frans) yang selalu memberikan dukungan, dan motivasi.

10. Teman-teman KKN Lokasi tahap 1 Tahun 2019 Desa Menjer Kecamatan Garung Kabupaten Wonosobo yang selalu memberi semangat, motivasi, dan dukungan.
11. Teman-teman PKL BPKAD Provinsi Jawa Tengah Tahun 2019 (Dimas dan Indah Kurniasari) yang saling memberi semangat satu sama lain dan yang pasti memberi dukungan, arahan, dan lain sebagainya.
12. Seluruh teman-temanku di kampus Universitas Negeri Semarang terkhusus rekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang angkatan 2016 yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu yang selalu memberikan semangat dan dukungan kepada penulis.
13. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu yang telah berkenan memberikan segala bantuannya, semoga segala kebaikan yang telah diberikan kepada penulis senantiasa diberikan balasan oleh Allah SWT Yang Maha Pengasih dan Maha Penyayang.

Penulis berharap skripsi ini dapat memberikan manfaat bagi mahasiswa Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang khususnya, dan pihak yang membutuhkan pada umumnya.

Semarang, 25 September 2020

A handwritten signature in black ink, featuring a stylized 'M' inside a circle followed by a cursive name.

Melia Nur Afita



## SARI

**Afita, Melia Nur.** 2020. “Pengaruh Struktur Kepemilikan Pemerintah, *Corporate Governance*, dan Kinerja Keuangan terhadap Struktur Modal (Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2014-2018)” Skripsi. Jurusan Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing. Moh Khoirudin, S.E., M.Si.

**Kata Kunci:** *Capital Structure, Government Ownership, Board of Directors, Board Independence, Board Female.*

Struktur modal yang optimal adalah menggabungkan sumber-sumber dana yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasi, yang akan meminimalkan biaya modal dan memaksimalkan harga saham. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan, *corporate governance*, dan Kinerja keuangan terhadap struktur modal perusahaan. Struktur kepemilikan diukur dengan kepemilikan pemerintah dan kepemilikan non-pemerintah. *Corporate governance* diukur dengan ukuran dewan direksi, komisaris independen, dan ukuran dewan direksi wanita dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Sedangkan, kinerja keuangan diukur dengan *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *firm size*.

Periode pengamatan dalam penelitian ini yaitu 2014-2018. Sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling*. Metode analisis data yang digunakan, yaitu analisis deskriptif, penentuan model estimasi data panel, regresi linier berganda. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan *E-Views 9*.

Hasil uji model menunjukkan bahwa model estimasi data panel terbaik adalah *common effect*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Kepemilikan non-pemerintah berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal. Variabel ukuran dewan direksi, komisaris independen, dan ukuran dewan direksi wanita berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan variabel *Profitability* dan *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. *Firm size* berpengaruh positif signifikan dan *asset tangibility* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Kesimpulan dari penelitian ini adalah variabel ukuran dewan direksi, komisaris independen, ukuran dewan direksi wanita, dan *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap *capital structure*. *Profitability* dan *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap *capital structure*. Kepemilikan pemerintah dan *asset tangibility* tidak berpengaruh terhadap *capital structure*. Sedangkan kepemilikan non-pemerintah berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *capital structure*. Saran bagi perusahaan agar meningkatkan kinerja sehingga investor/kreditor tertarik untuk menanamkan modalnya. Bagi investor dapat memberikan gambaran dalam memilih dimana investasi yang akan dilakukan. Bagi peneliti selanjutnya sebaiknya melakukan penelitian serupa namun dengan menambah variabel baru seperti tingkat pengalaman masa jabatan.

## ABSTRACT

**Afita, Melia Nur.** 2020. "Effect of Government Ownership Structure, Corporate Governance, and Financial Performance on Capital Structure (Case Study on Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange in the 2014-2018 Period)" Thesis. Management Departement. Faculty of Economics. Universitas Negeri Semarang. Supervisor. Moh Khoirudin, S.E., M.Sc.

**Keywords:** *Capital Structure, Government Ownership, Board of Directors, Board Independence, Board Female.*

The optimal capital structure is to combine the sources of funds used by the company to finance operations, which will minimize capital costs and maximize stock prices. This study aims to determine the effect of ownership structure, corporate governance, and financial performance on the company's capital structure. The ownership structure is measured by government ownership and non-government ownership. Corporate governance is measured by the size of the board of directors, board independent, and board female with a Debt to Equity Ratio (DER). Meanwhile, financial performance is measured by profitability, liquidity, asset tangibility, and firm size.

The research period in this study was 2014-2018. The sample used was a purposive sampling method. The data analysis method used, namely descriptive analysis, determines the panel estimation model, multiple linear regression. The analytical tool used in this study uses E-Views 9.

The model test results show the best panel data estimation model is the common effect. The results showed that the government ownership have no effect on capital structure. Non-government ownership not have a significant negative effect on capital structure. Variable size of the board of directors, board independent, and board female have a significant positive effect on capital structure. While the profitability and liquidity variables have a significant negative effect on capital structure. Firm size has a significant positive effect and asset tangibility has no effect on capital structure..

The conclusion of this study is the variable size of the board of directors, board independent, board female, and firm size significantly positive effect on capital structure. Profitability and liquidity have significant negative effect on capital structure. Government ownership and asset tangibility do not affect the capital structure. While non-government ownership not have a significant negative effect on capital structure. Suggestions for companies to improve performance so that investors/creditors are interested in investing. For investors to give an idea in choosing where the investment will be made. For further researchers, it is better to conduct similar research but by adding new variables such as the level of tenure experience.

## DAFTAR ISI

<b>PERSETUJUAN PEMBIMBING</b> .....	ii
<b>PENGESAHAN KELULUSAN</b> .....	iii
<b>HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS</b> .....	iii
<b>MOTTO DAN PERSEMBAHAN</b> .....	v
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	vi
<b>SARI</b> .....	ix
<b>ABSTRACT</b> .....	x
<b>DAFTAR ISI</b> .....	xi
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	xvi
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	xvii
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	xviii
<b>BAB I PENDAHULUAN</b> .....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Identifikasi Masalah.....	25
1.3 Cakupan Masalah .....	26
1.4 Rumusan Masalah.....	26
1.5 Tujuan Penelitian.....	27
1.6 Manfaat penelitian .....	29
1.7 Orisinalitas Penelitian .....	30

<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA &amp; HIPOTESIS PENELITIAN .....</b>	<b>32</b>
2.1 Kajian Teori Utama ( <i>Grand Theory</i> ) .....	32
2.1.1 <i>Trade-off Theory</i> .....	32
2.1.2 <i>Agency Theory</i> .....	34
2.2 Kajian Variabel Penelitian .....	36
2.2.1 Struktur Modal .....	36
2.2.2 Struktur Kepemilikan .....	42
2.2.3 <i>Corporate Governance</i> .....	45
2.2.4 Kinerja Keuangan .....	58
2.3 Kajian Penelitian terdahulu .....	66
2.4 Kerangka Pikir .....	73
2.4.1 Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Struktur Modal .....	73
2.4.2 Pengaruh <i>Board of Directors</i> terhadap Struktur Modal .....	75
2.4.3 Pengaruh <i>Board Independence</i> terhadap Struktur Modal .....	76
2.4.4 Pengaruh <i>Board Female</i> terhadap Struktur Modal .....	77
2.4.5 Pengaruh <i>Profitability</i> terhadap Struktur Modal .....	77
2.4.6 Pengaruh <i>Liquidity</i> terhadap Struktur Modal .....	78
2.4.7 Pengaruh <i>Asset Tangibility</i> terhadap Struktur Modal .....	79
2.4.8 Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap Struktur Modal .....	80
2.5 Hipotesis Penelitian .....	81

<b>BAB III METODE PENELITIAN .....</b>	<b>82</b>
3.1 Jenis dan Desain Penelitian .....	82
3.2 Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel.....	82
3.2.1 Populasi .....	82
3.2.2 Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel .....	83
3.3 Definisi Operasional Variabel .....	84
3.3.1 Struktur Modal.....	84
3.3.2 Kepemilikan Pemerintah dan Non-Pemerintah.....	85
3.3.3 <i>Board of Directors</i> .....	86
3.3.4 <i>Board Independence</i> .....	86
3.3.5 <i>Board Female</i> .....	86
3.3.6 <i>Profitability</i> .....	87
3.3.7 <i>Liquidity</i> .....	88
3.3.8 <i>Asset Tangibility</i> .....	89
3.3.9 <i>Firm Size</i> .....	90
3.4 Metode Pengumpulan Data .....	92
3.4.1 Sumber Data .....	92
3.4.2 Cara Pengumpulan Data .....	92
3.4.3 Data yang Diperlukan.....	93
3.5 Metode Analisis Data.....	93
3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif.....	93

3.5.2	Metode Penentuan Model Estimasi Data Panel .....	93
3.5.3	Pemilihan Model Estimasi.....	95
3.5.4	Uji Asumsi Klasik.....	97
3.5.5	Uji Goodness of Fit.....	101
3.5.6	Analisis Regresi Data Panel.....	103
3.5.7	Pengujian Hipotesis.....	105
<b>BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN .....</b>		<b>106</b>
4.1	Hasil Penelitian.....	106
4.1.1	Deskripsi Data .....	106
4.1.2	Analisis Statistik Deskriptif.....	107
4.1.3	Uji Data Panel.....	114
4.1.4	Uji Asumsi Klasik.....	117
4.1.5	Uji <i>Goodness Of Fit</i> .....	122
4.1.6	Analisis Regresi dengan <i>Common Effect Model</i> .....	124
4.1.7	Uji Hipotesis .....	128
4.2	Pembahasan.....	132
4.2.1	Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap <i>Debt to Equity Ratio</i> .....	132
4.2.2	Pengaruh Kepemilikan non-Pemerintah terhadap <i>Debt to Equity Ratio</i> .	133
4.2.3	Pengaruh <i>Board of Directors</i> terhadap <i>Debt to Equity Ratio</i> .....	134
4.2.4	Pengaruh <i>Board Independence</i> terhadap <i>Debt to Equity Ratio</i> .....	136

1.2.5	Pengaruh <i>Board Female</i> terhadap <i>Debt to Equity Ratio</i> <b>Error! Bookmark not defined.</b>	
1.2.6	Pengaruh <i>Profitability</i> terhadap <i>Debt to Equity Ratio</i> .....	139
1.2.7	Pengaruh <i>Liquidity</i> terhadap <i>Debt to Equity Ratio</i> .....	139
1.2.8	Pengaruh <i>Asset Tangibility</i> terhadap <i>Debt to Equity Ratio</i> .....	140
1.2.9	Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap <i>Debt to Equity Ratio</i> .....	141
<b>BAB V PENUTUP</b> .....		143
5.1	Simpulan .....	143
5.2	Saran .....	144
<b>DAFTAR PUSTAKA</b> .....		141
<b>LAMPIRAN</b> .....		153

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Jumlah Perusahaan BUMN.....	6
Tabel 1.2. <i>Research Gap</i> .....	22
Tabel 2.1. Hasil Penelitian Terdahulu.....	65
Tabel 3.1. Kriteria Sampel Penelitian.....	84
Tabel 3.2. Desain Operasional Variabel .....	90
Tabel 4.1. Sampel Penelitian.....	105
Tabel 4.2. Hasil Statistik Deskriptif.....	107
Tabel 4.3. Hasil Uji Chow.....	115
Tabel 4.4. Hasil Uji Hausman .....	116
Tabel 4.5. Hasil Uji Multikolinieritas .....	119
Tabel 4.6. Hasil Uji Autokorelasi.....	120
Tabel 4.7. Hasil Uji Autokorelasi Metode <i>Chocrane Orcutt</i> .....	121
Tabel 4.8. Hasil Uji Heteroskedastisitas .....	122
Tabel 4.9. Hasil Uji Heteroskedastisitas Metode <i>Chocrane Orcutt</i> .....	122
Tabel 4.10. Hasil Uji Determinasi .....	123
Tabel 4.11. Hasil Uji Statistik F.....	124
Tabel 4.12. Hasil Uji Regresi dengan <i>Common Effect Model</i> .....	125
Tabel 4.13. Hasil Uji T.....	129



Tabel 4.14. Hasil Pengujian Hipotesis Keseluruhan.....	132
--	-----

## **DAFTAR GAMBAR**

Gambar 1.1. Grafik Perkembangan Utang, Ekuitas, dan Aset Perusahaan BUMN 8	
Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	80
Gambar 4.1. Hasil Uji Normalitas .....	117

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Sampel Perusahaan.....	159
Lampiran 2 Hasil DER per Emiten tahun 2014-2018.....	160
Lampiran 3 Hasil Kepemilikan Pemerintah per Emiten tahun 2014-2018.....	164
Lampiran 4 Hasil Kepemilikan non-Pemerintah per Emiten tahun 2014-2018.....	168
Lampiran 5 Hasil <i>Board of Directors</i> per Emiten tahun 2014-2018 .....	172
Lampiran 6 Hasil <i>Board Independence</i> per Emiten tahun 2014-2018 .....	174
Lampiran 7 Hasil <i>Board Female</i> per Emiten tahun 2014-2018 .....	178
Lampiran 8 Hasil Profitabilitas per Emiten tahun 2014-2018 .....	182
Lampiran 9 Hasil Likuiditas per Emiten tahun 2014-2018.....	186
Lampiran 10 Hasil Aset Tangibilitas per Emiten tahun 2014-2018 .....	188
Lampiran 11 Hasil Ukuran Perusahaan per Emiten tahun 2014-2018 .....	194
Lampiran 12 Hasil Statistik Deskriptif .....	198
Lampiran 13 Hasil Uji <i>Chow</i> .....	199
Lampiran 14 Hasil Uji Hausman .....	200
Lampiran 15 Hasil Uji Normalitas .....	201
Lampiran 16 Hasil Uji Multikolinieritas.....	202
Lampiran 17 Hasil Uji Autokorelasi.....	203
Lampiran 18 Hasil Uji Heteroskedastisitas .....	204

Lampiran 19 Hasil Regresi Data Panel.....	205
Lampiran 20 Tabel <i>Durbin Watson</i> .....	206

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Perkembangan didalam dunia usaha saat ini sudah semakin maju ditandai dengan tingginya pengaruh globalisasi. Meningkatnya persaingan menuntut perusahaan agar melakukan penyesuaian dengan keadaan yang sedang terjadi serta mampu mengelola fungsi penting suatu perusahaan. Setiap perusahaan menginginkan bahwa perusahaannya mampu berjalan dengan baik dalam jangka waktu kedepan secara finansial maupun non finansial. Perusahaan akan melakukan berbagai strategi demi menunjukkan eksistensinya dalam dunia usaha yang dijalankan. Pemilihan keputusan yang benar diperlukan supaya mencapai tujuan yang diinginkan oleh perusahaan. Keputusan struktur modal yang efisien dan efektif menjadi suatu perihal yang penting karena setiap perusahaan memiliki prinsip untuk memaksimalkan nilai dan mengurangi biaya modal. Untuk mendapatkan modal, setiap perusahaan harus mengeluarkan biaya riil yang disebut sebagai biaya modal. Nantinya biaya modal tersebut akan digunakan berkaitan dengan pengambilan keputusan investasi jangka panjang maupun biaya operasional suatu perusahaan (Prasetyo dan Hadiprajitno, 2019).

Fungsi keuangan merupakan salah satu fungsi yang penting bagi kegiatan perusahaan. Salah satu unsur yang perlu diperhatikan dalam mengelola fungsi keuangan yaitu seberapa besar perusahaan mampu memenuhi kebutuhan dana untuk mengembangkan usaha dan beroperasi. Pemenuhan dana ini biasanya

bersumber dari dana sendiri, modal saham, ataupun hutang, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang. Setiap perusahaan membutuhkan dana untuk mengembangkan bisnisnya. Oleh karena itu, perusahaan perlu dalam menentukan truktur modal (*capital structure*) dan mengerti penggunaan struktur modal yang optimal (Brigham dan Houston, 2011).

Perusahaan memerlukan modal dalam melakukan kegiatan operasionalnya, modal yang digunakan oleh perusahaan dapat diperoleh dari modal sendiri maupun hutang. Dalam Mu'alifah (2016) keputusan pendanaan melalui hutang dapat menimbulkan biaya modal yang berupa biaya bunga atas hutang yang dapat membebani pendapatan perusahaan. Sedangkan, keputusan pendanaan melalui penerbitan ekuitas akan menimbulkan bertambahnya pemilik perusahaan dan tanggung jawab perusahaan terhadap pemilik. Perusahaan akan menanggung pembayaran dividen yang lebih besar. Selain itu perusahaan juga akan dibebani biaya emisi dari aktivitas penerbitan saham baik pendanaan melalui hutang maupun instrumen ekuitas harus dilakukan perusahaan secara cermat supaya tidak menimbulkan biaya modal yang memberatkan perusahaan.

Struktur modal menggambarkan bagaimana suatu perusahaan mampu memadai kegiatan operasional dengan menggunakan sumber dana eksternal yaitu hutang dan ekuitas. Struktur modal biasanya menunjukkan seberapa besarnya risiko yang ditanggung perusahaan dan dapat membantu investor dalam mengambil keputusan investasinya. Keputusan pendanaan perusahaan terkait keputusan tentang bentuk serta komposisi pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan. Keputusan yang baik dalam suatu perusahaan dapat dilihat dari

struktur modal yaitu kombinasi dari penggunaan sumber dana jangka panjang yang dimiliki oleh perusahaan (Husnan dan Pudjiastuti, 2015). Struktur modal merupakan suatu kunci dari kelancaran kegiatan operasional perusahaan, karena setiap pengambilan keputusan terkait dengan pilihan pendanaan perusahaan akan mempengaruhi kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* (Harjanto, 2011).

Teori struktur modal mencoba menjelaskan mengenai perubahan komposisi pendanaan yang mempengaruhi nilai perusahaan apabila keputusan investasi dan kebijakan dividen dipegang konstan (Nisak & Ardiansari, 2016). Myers and Majluf mengemukakan teori struktur modal yang didasari atas asimetri informasi, yaitu suatu istilah yang menunjukkan bahwa manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak (tentang prospek, risiko, dan nilai perusahaan) dibandingkan pemodal publik. Informasi asimetri tersebut mempengaruhi pilihan antara sumber dana internal (yaitu dana dari hasil operasi perusahaan) atau dari sumber eksternal, dan diantara penerbitan hutang baru atau ekuitas baru. Kegiatan investasi perusahaan akan dibiayai dengan dana internal terlebih dahulu kemudian diikuti oleh penerbitan hutang baru, dan terakhir dengan penerbitan ekuitas baru. Pada saat perusahaan memerlukan banyak dana sumber dana internal perusahaan (laba ditahan) dirasa belum mencukupi, maka penggunaan hutang dirasa lebih aman dibandingkan dengan penerbitan ekuitas baru (Febriana & Yulianto, 2012).

Struktur modal yang optimal harus berada pada keseimbangan antara risiko dan pengambilan yang memaksimalkan harga saham (Brigham & Houston, 2013:155). Pendapat tersebut juga didukung oleh Ridloah (2010) dan Thesarani

(2017) bahwa keputusan struktur modal yang optimal akan mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung oleh perusahaan sehingga dapat mengoptimalkan nilai perusahaan, memaksimalkan *stakeholders* serta meminimalkan biaya modal. Untuk dapat mengevaluasi bauran pendanaan yang tepat bagi perusahaan perlu adanya evaluasi struktur modal perusahaan-perusahaan lainnya dengan risiko bisnis yang hampir sama. Risiko yang hampir sama biasanya berasal dari perusahaan dalam sektor yang sama sehingga manajemen dapat menggunakan rata-rata struktur modal perusahaan pada industri yang sama sebagai acuan dalam menentukan struktur modalnya.

Sedikitnya terdapat dua teori yang selama ini dijadikan sebagai landasan utama pengkajian struktur modal dalam penelitian terdahulu yaitu *trade-off theory* dan *pecking order theory*. Pada *trade-off theory* menyatakan bahwa penggunaan hutang di dalam struktur modal perusahaan ditentukan melalui pertimbangan *trade-off theory* antara biaya (*financial distress* dan *agency cost*) dan keuntungan dari hutang berupa *tax benefit* dan *agency benefit* (Huang et al., 2018). Sedangkan *pecking order theory* lebih cenderung menggunakan pendekatan urutan prioritas sumber pendanaan yang dipengaruhi oleh *information asymetry*. Keputusan keuangan tersebut mengikuti suatu hirarki sumber pendanaan yang dimulai dari internal perusahaan hingga sumber eksternal perusahaan tetapi pendanaan eksternal berupa pinjaman (*debt*) lebih diutamakan perusahaan daripada pendanaan melalui penerbitan saham baru (Darminto & Manurung, 2008).

Indonesia memiliki tiga sektor kekuatan ekonomi untuk melaksanakan berbagai kegiatan dalam tatanan kehidupan perekonomian. Ketiga sektor tersebut

adalah sektor negara, sektor swasta, dan sektor koperasi. Badan Usaha Milik Negara (BUMN) memiliki peran sangat penting dalam menghasilkan berbagai macam barang dan jasa untuk mewujudkan cita-cita bangsa Indonesia, yaitu kesejahteraan untuk rakyat. BUMN terdiri dari dua bentuk, pertama adalah Badan Usaha Perseorangan (Persero). BUMN yang berbentuk perseroan terbatas modalnya terbagi dalam saham yang seluruh atau paling sedikit 51% sahamnya dimiliki oleh Negara Republik Indonesia yang tujuan utamanya adalah mengejar keuntungan. Kedua, Badan Usaha Umum (Perum) merupakan BUMN yang seluruh modalnya dimiliki oleh negara dan tidak terbagi atas saham. Badan usaha umum memiliki maksud dan tujuan yang didukung menurut persetujuan menteri yang berkaitan dengan penyertaan modal dalam usaha yang lain.

Selain itu ada juga Badan Usaha Milik Swasta (BUMS) yang ikut andil dalam memajukan perekonomian Indonesia. BUMS merupakan badan usaha yang didirikan dan dimiliki oleh pihak swasta yang berorientasi pada laba. Jenis-jenis BUMS dapat dibedakan atas beberapa bentuk antara lain, Perusahaan Perorangan (PO), Firma (Fa), *Commoanditaire Vennootsschap* (CV), Perseroan Terbatas (PT) Berdasarkan pasal 27 ayat 2 UUD 1945 dan alinea ketiga penjelasan pasal 33 UUD 1945, bahwa hanya perusahaan yang tidak menguasai hajat hidup orang banyak yang boleh ada ditangan seseorang yang kemudian dikenal dengan usaha swasta.

Koperasi merupakan salah satu sektor yang juga ikut menjadi salah satu pelaku ekonomi, maka dalam melaksanakan kegiatan usahanya tidak terbatas pada salah satu usaha saja namun dapat mengembangkan bidang usaha yang



bermacam-macam. Koperasi sebagai wadah perekonomian dan kegiatan sosial masyarakat dalam memenuhi kebutuhan serta penyalur aspirasi masyarakat yang dapat memberikan keseimbangan, kedudukan, peran dan sumbangan terhadap tatanan perekonomian nasional sehingga dapat mewujudkan masyarakat yang adil dan mamkmur. Koperasi disini merupakan sokoguru perekonomian nasional yang diharapkan mampu bertahan terhadap berbagai guncangan yang terjadi di Indonesia.

Sepanjang lima tahun pemerintah Jokowi-JK, peran BUMN tampak lebih dominan dalam upaya pemerintah memperkuat perekonomian Bangsa Indonesia. Andil BUMN semakin signifikan sejalan dengan ambisi pemerintah memperbaiki infrastruktur yang bertujuan untuk meningkatkan daya saing ekonomi nasional. Selain itu, BUMN juga bernilai strategis karena menjadi salah satu sumber penerimaan negara. Artinya, pada hakikatnya BUMN, sangat fundamental bagi perekonomian nasional. Tantangannya, demi merealisasikan berbagai target pembangunan nasional, BUMN bukan hanya harus merogoh kocek dari dana internal, tetapi juga terpacu untuk mencari pendanaan eksternal melalui hutang, baik yang bersumber dari dalam negeri maupun dari luar negeri (Abra el Talattov, 2019).

**Tabel 1.1**

**Jumlah Perusahaan BUMN 2014-2018**

Tahun	Persero	Persero Tbk
2014	85	20
2015	84	20
2016	84	20
2017	84	17
2018	84	14

Sumber: Data Kementerian BUMN, 2020

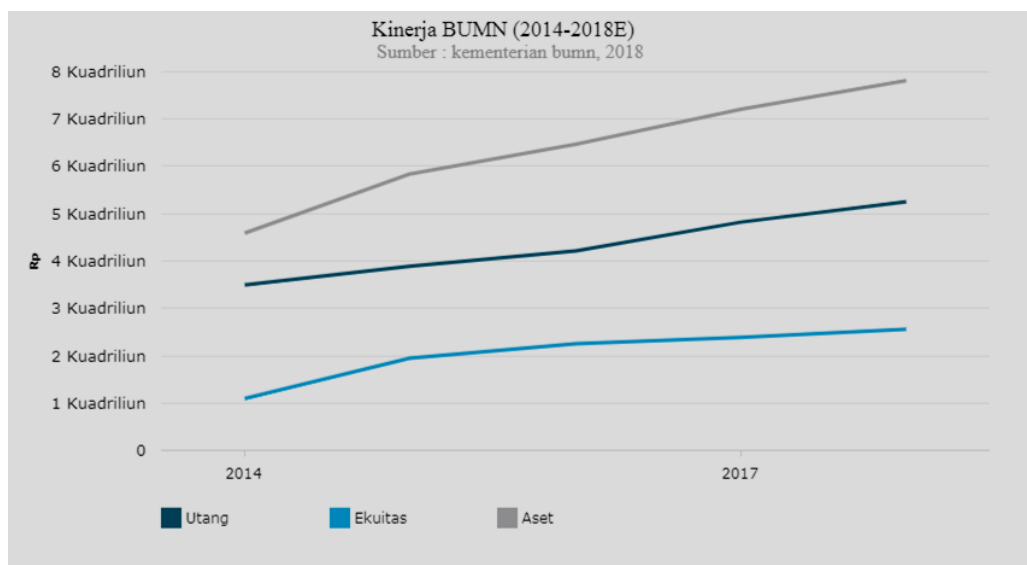
Disini terlihat adanya suatu fenomena, yaitu berkurangnya jumlah BUMN dari tahun 2014-2018. Data ini menunjukkan bahwa kinerja beberapa BUMN mengalami masalah sehingga jumlah BUMN menjadi berkurang. Kesenjangan antara BUMN yang diharapkan memberikan pendapatan yang besar untuk sumber pemasukan pada Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN), dengan kenyataan yang menunjukkan bahwa BUMN akan sulit mengejar target kinerja.

Setyawati (2014) menyatakan bahwa persentase kepemilikan saham terhadap perusahaan akan menentukan tingkat pengendalian terhadap manajemen perusahaan. Pemilik perusahaan yang persentase kepemilikannya besar dapat melakukan pengawasan karena memperoleh informasi dan mempunyai hak suara yang dapat mengendalikan manajemen, khusus bagi pemegang saham dengan tingkat kepemilikannya diatas 50%, maka secara langsung akan mempunyai hak pengendalian atas perusahaan dan manajemen, termasuk dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan. Kim (2018) menyatakan bahwa diantara kelompok negara-negara yang menerapkan model kepemilikan BUMN tersentralisasi, Indonesia memiliki pengelolaan BUMN yang cukup unik dengan menempatkan seorang pejabat selevel menteri sebagai perwakilan kepemilikan pemerintah atas BUMN. Struktur kepemilikan yang diterapkan oleh pemerintah Indonesia merupakan suatu format yang langka dikarenakan memiliki seorang menteri yang bertanggung jawab atas pengelolaan perusahaan. Sedangkan di negara lain, kepemilikan tersentralisasi dan diatur oleh suatu kementerian atau struktur perusahaan dengan identitas hukum yang terpisah. Menurut World Bank (2014) Indonesia merupakan satu-satunya negara yang menerapkan kepemilikan

setingkat menteri berdasarkan kategorisasi 16 negara yang menerapkan kepemilikan tersentral. Hal ini mencerminkan dominasi dan kendali pemerintah yang kuat terhadap BUMN di Indonesia.

Penelitian ini merupakan respon atas penilaian Standard and Poor's Global Rating (S&P) terhadap peningkatan *debt-to-equity ratio* (DER) BUMN Indonesia. S&P mencatat terjadinya *trend* peningkatan *debt-to-equity ratio* (DER) BUMN Indonesia dalam beberapa tahun terakhir. S&P menilai bahwa peningkatan nilai *debt-to-equity ratio* tersebut akan memberatkan BUMN Indonesia pada waktu jatuh tempo di tahun 2020. Melalui nilai tersebut S&P dapat menilai mengenai kondisi struktur modal BUMN di Indonesia yang sangat mengkhawatirkan (The Jakarta Post, 2018).

Struktur modal yang terjadi pada perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI tahun 2014-2018 sebagaimana terlihat pada gambar 1.1 menunjukkan bahwa terjadi peningkatan total hutang.



Sumber: Data diolah tahun 2020

**Gambar 1.1 Gambar Perkembangan Utang, Ekuitas, dan Aset  
Perusahaan BUMN tahun 2014-2018**

Kementrian Badan Usaha Milik Negara (BUMN) Mencatat jumlah hutang para perusahaan plat merah meningkat dibuktikan hingga akhir september 2018, total utang BUMN di Indonesia mencapai Rp 5.271 triliun. Total aset mencapai Rp 7.210 triliun per Desember 2017. Hutang tersebut naik drastis jika dibandingkan dengan posisi hutang pada 2016 sebesar Rp 4.240 triliun. Kementrian BUMN terus mendorong BUMN untuk selalu berinovasi dalam mencari pendanaan, dengan tidak terpaku pada pendanaan konvensional yang bersifat hutang, seperti hutang perbankan (liputan6.com, 2018). Sebesar Rp 1.960 triliun hutang BUMN berasal dari sektor non keuangan. Rinciannya, sektor listrik sebesar Rp 543 triliun atau sekitar 28% dari total hutang BUMN non keuangan. Selanjutnya BUMN sektor migas sebesar Rp 522 triliun (27%), sektor properti dan konstruksi Rp 317 triliun (15%), sektor telekomunikasi Rp 99 triliun (5%), sektor transportasi Rp 75 triliun (4%), dan sektor lain-lain Rp 403 triliun (20%). Dari rincian tersebut jumlah hutang BUMN mengalami kenaikan (cnbcindonesia, 2018).

Oleh karena itu, sejumlah program dilakukan oleh pemerintah untuk membantu mengatasi masalah kesulitan pendanaan BUMN. Salah satu upaya yang dilakukan adalah melalui program privatisasi. Program tersebut dilakukan melalui penawaran saham BUMN kepada publik. Sampai dengan akhir tahun 2018, sebanyak 20 perusahaan BUMN ditambah dengan 9 anak perusahaan BUMN telah diprivatisasi oleh pemerintah. Jumlah tersebut terbilang sedikit jika

dibandingkan dengan total 115 perusahaan BUMN yang dimiliki pemerintah saat ini (Sumber: Data Kementerian BUMN, 2019). Sebagian besar BUMN Indonesia yang *go public* menawarkan sahamnya dengan mekanisme *partial privation* khususnya untuk BUMN strategis yang memiliki fungsi penting bagi negara, yang bertujuan agar pemerintah tetap mendominasi dan memiliki kendali yang kuat terhadap BUMN tersebut (Perdana, 2019). Selain privatisasi, pemerintah juga melakukan suatu program pembentukan perusahaan *joint venture*. Perusahaan *joint venture* merupakan program kerjasama antara pemerintah dengan investor swasta nasional, investor asing dan publik dengan presentase kepemilikan saham yang relatif seimbang. Dalam perusahaan tersebut, pemerintah tidak sepenuhnya berperan sebagai pemegang saham terbesar. Kepemilikan saham oleh pemerintah pada perusahaan tersebut hanya berkisar antara 5-36% sedangkan persentase terbesar dimiliki oleh investor asing atau institusi swasta nasional (Kim, 2018).

Pemerintah sebagai pemegang saham BUMN diduga memiliki pengaruh besar terhadap penentuan sumber pendanaan modal bagi perusahaan baik internal maupun eksternal. Namun menurut S&P, pemerintah Indonesia telah gagal mengupayakan pencarian sumber-sumber pendanaan modal untuk BUMN selain dari hutang (The Jakarta Post, 2018). Hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Huang et al (2018) terhadap BUMN di China membuktikan bahwa kepemilikan saham oleh pemerintah memberikan pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal BUMN di China. Kepemilikan saham terbesar oleh pemerintah memiliki hubungan yang positif dengan hutang jangka panjang. Penemuan ini konsisten dengan argumen bahwa pemerintah membantu perusahaan untuk mengakses

hutang jangka panjang atau pemberian insentif untuk mendisiplinkan manajemen. Perdana (2019) juga membuktikan bahwa pemegang saham terbesar pada pemerintah memiliki hubungan negatif terhadap struktur DER sedangkan pemegang saham terbesar pada perusahaan non-pemerintah memiliki hubungan non-linier yang sangat signifikan. Selain itu, Ekaputri (2018) dan Lim (2017) menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh pada struktur modal.

Brigham dan Houston (2011) menyatakan bahwa struktur modal yang optimum adalah struktur yang memaksimalkan harga dari saham perusahaan. Oleh karena itu, manajemen dalam menentukan struktur modal tidak bersifat kaku tetapi disesuaikan dengan keadaan suatu perusahaan. Margaretha & Ginting (2016) bahwa kinerja dan kemajuan perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan manajemen mengenai struktur modal. Penetapan struktur modal yang optimal dapat menjauhkan perusahaan dari kebangkrutan akibat ketidakmampuan dalam membayar hutang. Penetapan struktur modal juga dapat mempengaruhi kebijakan investasi pada perusahaan. Untuk perusahaan BUMN dapat dinilai pengaruh kepemilikan saham pemerintah dalam perkembangan perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi bagaimana pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal perusahaan Indonesia yang akan diukur melalui *debt to equity ratio*. Penelitian ini juga diharapkan dapat memperoleh jawaban atas pertanyaan mengenai variabel-variabel lain yang lain yang juga diduga mempengaruhi struktur modal di Indonesia. Ruang lingkup penelitian mencakup variabel kepemilikan pemerintah atas perusahaan terhadap

*total debt to equity ratio* serta dilengkapi dengan variabel lain yang turut diduga memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

Struktur modal yang optimal tidak hanya menjaga stabilitas tetapi juga meningkatkan kekayaan perusahaan (Lim, 2017). Kesalahan pengambilan keputusan mengenai struktur modal dapat menyebabkan ketidakstabilan atau kesulitan keuangan bagi suatu perusahaan. Sesuai dengan tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham. Setiap kebijakan yang diambil oleh manajemen selalu dipengaruhi oleh kepentingan para pemegang saham. Keputusan yang diambil oleh manajemen dalam mendapatkan sumber dana tersebut sangat ditentukan oleh pemilik atau pemegang saham (Indriani & Widyarti, 2013). Tujuan ini sering tidak sejalan dengan tujuan pihak manajemen sebagai pengendali operasi perusahaan yang mana hal tersebut dapat menimbulkan konflik antara pemegang saham dan manajemen perusahaan yang sering disebut dengan konflik keagenan. Oleh karena itu, perlu adanya suatu mekanisme yaitu tata kelola perusahaan. Tata kelola perusahaan merupakan suatu struktur, proses, dan mekanisme yang dapat memastikan bahwa suatu perusahaan dipimpin dan dikelola untuk menghasilkan keuntungan jangka panjang terhadap pemilik saham melalui pertanggungjawaban pengurus dan meningkatkan performa suatu organisasi (Velnampy, 2013).

Penerapan tata kelola perusahaan yang baik akan mendorong terciptanya kompetisi yang sehat dan iklim bisnis yang baik. Oleh karena itu, penerapan GCG oleh perusahaan di Indonesia sangatlah penting untuk mendukung pertumbuhan dan stabilitas ekonomi yang berkelanjutan. Implementasi *good corporate*

*governance* juga diharapkan dapat mendukung upaya pemerintah yang baik di Indonesia (Nisasmara & Musdholifah, 2016).

Manajer dan pemegang saham memiliki porsi yang penting bagi kelangsungan suatu perusahaan, namun pada kenyataannya manajer mempunyai kepentingan tersendiri yang berbeda dengan pemegang saham (Maftukhah, 2013). Pemegang saham menginginkan supaya manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Namun sebaliknya, manajer perusahaan bisa saja bekerja tidak untuk memakmurkan pemegang saham, tetapi memaksimalkan kemakmuran mereka sendiri yang nantinya akan menyebabkan terjadinya *conflict of interest*. Pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang disebut *agency cost*, supaya manajer dapat bekerja bersungguh-sungguh untuk memakmurkan pemegang saham (Atmaja, 2008).

Konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajer sering berkaitan dalam pembuatan keputusan pencarian modal dan penggunaan modal. Dalam Agyei & Owusu (2014) konflik-konflik tersebut dapat diminimalisir oleh perusahaan dengan cara menerapkan tata kelola perusahaan atau *corporate governance* yang baik. Biaya agensi merupakan salah satu penentu struktur modal sedangkan tata kelola perusahaan yang terstruktur mampu meningkatkan masalah agensi. Konsep utama dalam tata kelola perusahaan yaitu ekuitas atau keadilan bagi semua pemegang kepentingan.

*Corporate governance* menggambarkan tentang tata kelola perusahaan yang dapat menjelaskan hubungan antara berbagai bentuk partisipan dalam suatu perusahaan untuk kinerja perusahaan. Kepentingan manajer dan pemegang saham



*corporate governance* yang baik dapat meningkatkan keyakinan mereka pada return yang adil dari investasinya (Wicaksana, 2010). Tata kelola perusahaan yang baik memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan strategis perusahaan, misalnya pembiayaan eksternal yang mana diambil pada tingkat dewan (Ahmadpour et al., 2012). *Corporate governance* yang baik dapat memberikan daya tarik atau insentif yang baik bagi *board* dan manajemen untuk mencapai tujuan yang merupakan kepentingan perusahaan dan pemegang saham serta harus memfasilitasi pengawasan yang efektif, sehingga mendorong perusahaan untuk menggunakan sumber daya dengan lebih efisien (Naja, 2008).

Penerapan tata kelola perusahaan yang baik menentukan daya tarik investor dan juga keberlangsungan kehidupan perusahaan karena dapat meningkatkan nilai perusahaan. Ketua dewan komisaris Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Muliaman D. Hadad pada acara Indonesian *Institute Corporate Directorship* menyatakan bahwa keuntungan yang berkesinambungan akan terlaksana jika suatu perusahaan menerapkan *Good Corporate Governance (GCG)*. Dilihat dari sisi perusahaan aspek terpenting yang tidak bisa diabaikan adalah *Corporate Governance*. Hal ini akan menjadi pertimbangan bagi investor terutama pada pasar negara berkembang yang lebih besar risikonya (Oktaviani, 2017).

Karakteristik dewan dalam suatu perusahaan dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan karena adanya hubungan antara mekanisme pengawasan (*monitoring*) yang merupakan fungsi dari dewan direksi terhadap struktur modal perusahaan. Karakteristik dewan dapat mempengaruhi kualitas pengawasan dan

sifat pengambilan keputusan yang berdampak pada *outcomes* perusahaan (Fitri & Erlita, 2018).

*Board of Directors* merupakan bagian dari tata kelola perusahaan yang berperan penting dalam pencapaian kinerja yang kuat serta dapat meningkatkan nilai saham. Efektivitas dewan dapat dipengaruhi oleh karakteristik unsur didalamnya sehingga perusahaan perlu mempertimbangkan komposisi dan menunjukkan anggota dewan agar proses pengambilan keputusan seperti keputusan pendanaan yang dapat dilakukan dengan tepat. Perusahaan dengan ukuran dewan yang lebih kecil cenderung memilih sumber pendanaan melalui hutang untuk mengurangi masalah keagenan karena tata kelola perusahaan yang lemah (Ranti, 2013). Keputusan mengenai pembiayaan perusahaan dipengaruhi oleh dewan direksi dan dalam memenuhi kode praktik tata kelola perusahaan. Efektivitas dewan dalam memantau perilaku manajemen dapat secara langsung atau tidak langsung meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengakses pembiayaan hutang. Terjadi masalah agensi dan kemungkinan manajer harus mengeksekusi untuk kepentingan pribadi yang mengharuskan kehadiran dewan independen untuk mengurangi masalah tersebut. Ketika dewan manajemen bertindak atas nama pemegang saham, evaluasi komposisi dewan akan mampu memastikan bahwa ia mampu membantu perusahaan mencapai manfaat maksimal dengan kepemimpinannya (Chin & Zakaria, 2018).

Penelitian (Buvanendra et al., 2017; Jaradat, 2015) menyatakan bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh positif terhadap leverage dikarenakan ketika terdapat banyak ukuran dewan direksi disuatu perusahaan akan memudahkan

perusahaan untuk memperoleh hutang. Sedangkan, ukuran dewan direksi berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal diikuti dengan penelitian oleh (F. M. Lestari, 2017; Tariq & Rasheed, 2018). Selain itu, menurut penelitian dari (Chin & Zakaria, 2018; Ekaputri, 2018; Lim, 2017) bahwa ukuran dewan direksi tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

*Board Independence* merupakan sekelompok orang atau anggota yang bukan merupakan pegawai atau orang yang berurusan langsung dengan perusahaan dan tidak mewakili pemegang saham atau hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen. Komisaris independen dengan tidak adanya yang independen dapat membantu perusahaan untuk membuat kebijakan yang ditetapkan semata-mata hanya untuk kepentingan perusahaan. Pengawasan oleh komisaris independen dinilai mampu memecahkan masalah keagenan (Reminov, 2015). Jensen dan Meckling (1976) sependapat dengan menyatakan bahwa semakin banyak jumlah komisaris independen atau pengawas, konflik yang terjadi kemungkinan akan semakin rendah. Selain itu, dengan melihat laju perkembangan ekonomi perusahaan, komisaris independen juga dapat memberikan saran terkait pemilihan modal, sehingga penilaian mereka selalu dipertimbangkan karena objektivitasnya.

Hasil penelitian menyatakan bahwa komisaris independen berpengaruh positif terhadap struktur modal diikuti dengan penelitian oleh (Lim, 2017). Sedangkan Rahadian & Hadiprajitno (2014) menyatakan bahwa komisaris independen berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Selain itu, Chin &

Zakaria (2018) dan Mu'alifah (2016) menyatakan bahwa komisaris independen tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

*Board Female* atau ukuran dewan direksi wanita dalam anggota dewan menjadi salah satu indikator dalam tata kelola perusahaan yang baik dan merupakan salah satu proksi dari keragaman dewan, dimana keberadaan wanita terwakilkan didalam dewan direksi. Wanita dalam dewan yang berbeda ras, etnik, dan karakteristik lainnya akan memperluas sumber daya yang dimiliki perusahaan dan menambah bermacam sudut pandang dalam proses pemecahan masalah dan perencanaan strategis (Ruigrok et al., 2007). Adanya hubungan positif antara keberagaman gender dengan kinerja perusahaan dan pemegang saham (Harris, 2014). Keberagaman dewan tersebut akan memberikan pengaruh dalam pengambilan keputusan yang efektif sehingga dapat mengurangi risiko. Berdasarkan keanekaragaman gender dewan perusahaan di ASEAN menyebutkan bahwa perusahaan yang memiliki lebih dari 30 persen anggota dewan perempuan memiliki tingkat pengembalian aset sebesar 3,8%. Angka tersebut lebih besar dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki anggota dewan perempuan dengan tingkat pengembalian aset sebesar 2,4%. *International Finance Corporation* (IFC) menyatakan bahwa sebanyak 1.000 perusahaan disurvei pada studi tersebut yaitu perusahaan yang beralokasi di China dan enam negara ASEAN: Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, dan Vietnam. Dalam studi tersebut, Thailand memiliki keragaman gender terbesar dimana perempuan memegang sekitar 20% kursi dewan di perusahaan terbuka. Selanjutnya Indonesia dan Vietnam yakni sekitar 15%. Perusahaan-perusahaan Indonesia mencakup sekitar

6% dari total perusahaan yang ada pada studi tersebut. Dalam hal representasi perempuan di dewan, Indonesia setara dengan rata-rata ASEAN (14,9%). Namun, Indonesia tertinggal didalam jumlah perempuan yang menduduki posisi manajemen senior (18,4%). Sedangkan angka rata-rata di ASEAN yaitu 25,2% (Liputan6.com, 2019).

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Emoni et al (2017) dan Fitri & Erlita (2018) menghasilkan bahwa ukuran dewan direksi wanita memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan menurut Harris (2014) dan Abobakr & Elgiziry (2016) menyatakan hubungan antara ukuran dewan direksi wanita dan struktur modal adalah negatif signifikan. Berlawanan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Oktaviani (2017) dan Lim, (2017) yang menyatakan bahwa hubungan antara ukuran dewan direksi wanita dengan struktur modal adalah tidak signifikan atau tidak berpengaruh.

Kinerja merupakan suatu gambaran mengenai tingkat pencapaian pelaksanaan suatu kegiatan perusahaan dalam mewujudkan sasaran, tujuan, misi, dan visi suatu organisasi yang tertuang dalam *strategic planning* perusahaan. Sedangkan kinerja keuangan adalah prestasi kerja yang telah dicapai oleh perusahaan pada suatu periode tertentu dan tertuang pada laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan (Munawir, 1998).

Kinerja keuangan merupakan suatu gambaran dari pencapaian keberhasilan perusahaan yang dapat diartikan sebagai hasil yang telah dicapai atas berbagai aktivitas yang telah dilakukan. Dapat dijelaskan bahwa kinerja keuangan adalah suatu analisis yang dilakukan untuk melihat sejauh mana suatu perusahaan telah

melaksanakan dengan menggunakan aturan-aturan pelaksanaan keuangan secara baik dan benar (Fahmi, 2012). Perusahaan selalu dalam pilihan untuk menentukan komposisi antara hutang dan modal. Struktur modal diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat penggunaan hutang terhadap total modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan. Terdapat beberapa faktor yang dapat mempengaruhi keputusan struktur modal, salah satunya dengan menggunakan faktor kinerja keuangan (Prihadi, 2013).

Kinerja keuangan pada suatu perusahaan sangat bermanfaat bagi berbagai pihak (*stakeholders*) seperti investor, kreditor, analis, konsultan keuangan, pialang, pemerintah, dan pihak manajemen sendiri. Beberapa faktor kinerja keuangan yang digunakan untuk mengetahui pengaruhnya terhadap struktur modal yaitu profitabilitas, likuiditas, aset tangibilitas, dan ukuran perusahaan.

Profitabilitas merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan secara keseluruhan di dalam menghasilkan keuntungan dengan jumlah aset yang tersedia pada perusahaan. Profitabilitas diukur dengan menggunakan *return on asset* (ROA) yang menunjukkan seberapa banyak laba bersih yang bisa diperoleh dari seluruh kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan (Husnan, 2008). Sesuai dengan *Pecking order theory* perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan cenderung menggunakan pendanaan melalui sumber internal yaitu menggunakan labanya, semakin tinggi profitabilitas perusahaan mengakibatkan makin kecilnya proporsi penggunaan hutang (N. L. P. P. Lestari & Purnawati, 2018).

Menurut Serrasqueiro et al., (2016) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sejalan dengan penelitian dari Anita

(2015) menunjukkan hubungan yang negatif dan signifikan antara profitabilitas dengan struktur modal dan juga penelitian dari Indriani & Widyarti (2013) dan Hapid (2017) bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Setyawan et al., (2016) dan Harto (2014) yang menunjukkan pengaruh positif dan signifikan antara profitabilitas terhadap struktur modal. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh (Fitri & Erlita, 2018; Nisak & Ardiansari, 2016) menyebutkan bahwa tidak ada pengaruh antara profitabilitas terhadap struktur modal.

Likuiditas merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban (hutang) jangka pendek (Weston dalam Kasmir, 2012). Likuiditas diukur dengan *current ratio* (CR), sesuai dengan *Pecking order theory*, perusahaan akan lebih mengutamakan menggunakan dana internalnya. Perusahaan dengan likuiditas yang tinggi akan mengurangi pendanaan eksternalnya karena sumber dana internalnya yang tinggi.

Menurut penelitian dari (Guna & Sampurno, 2018; Wahab & Ramli, 2014) menyatakan bahwa adanya hubungan negatif antara likuiditas terhadap struktur modal. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Sangeetha (2013) dan Primantara & Dewi (2016) menunjukkan pengaruh positif dan signifikan antara likuiditas dengan struktur modal. Sedangkan disisi lain, penelitian yang dilakukan oleh (Vo, 2016; Yoshendy et al., 2015) menyatakan bahwa tidak ada pengaruh antara likuiditas dengan struktur modal.

Aset Tangibilitas dapat didefinisikan sebagai seberapa besar jumlah aset tetap berwujud yang dimiliki perusahaan. Perusahaan dengan tingkat aset

tangibilitas yang tinggi dapat melakukan peminjaman yang lebih tinggi daripada perusahaan yang memiliki aset tangibilitas yang rendah. Penelitian terdahulu oleh Alzomaia (2014) menunjukkan hasil bahwa aset tangibilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, penelitian tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Yoshendy et al., 2015). Penelitian yang dilakukan oleh Li dan Islam (2019) yang menyatakan bahwa aset tangibilitas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, dimana hasil tersebut diikuti oleh penelitian dari Hussain & Miras (2015), dan Gómez et al., (2016). Namun hasil tersebut tidak dikung oleh penelitian dari Wibowo (2016) bahwa tidak terdapat hubungan antara aset tangibilitas dengan struktur modal.

Ukuran Perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan pada total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata penjualan dan rata-rata total aktiva (Bambang Riyanto, 2001). Semakin besar ukuran perusahaan yang diukur melalui total aset, maka perusahaan akan menggunakan hutang dengan jumlah yang besar pula. Perusahaan yang ukurannya relatif besar akan cenderung menggunakan dana eksternal yang semakin besar (Mas'ud, 2008). Menurut penelitian yang dilakukan oleh Alvareza & Topowijono (2017) menyatakan bahwa adanya pengaruh yang positif dan signifikan antara ukuran perusahaan dengan struktur modal, demikian juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Vergas et al., (2015) dan. Selain itu, penelitian oleh Nugroho (2014) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan Zuhro (2016), Chin & Zakaria (2018) dan Marfuah & Nurlaela (2017). Sedangkan menurut penelitian yang



dilakukan oleh Joni dan Lina (2010) menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh antara ukuran perusahaan dengan struktur modal.

Terdapat beberapa penelitian yang menggambarkan mengenai struktur modal. Penelitian ini menggabungkan dua penelitian sebelumnya dengan menggunakan beberapa variabel seperti kepemilikan pemerintah, *board of directors*, *board independence*, dan *board female* yang diduga memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Perbedaan dari penelitian sebelumnya adalah bahwa peneliti menggunakan variabel-variabel yang berhubungan dengan struktur modal yang belum diuji secara bersamaan pada penelitian sebelumnya untuk diuji secara bersamaan pada penelitian ini. Selain itu, Variabel-variabel tersebut juga belum memiliki konsistensi hasil dari penelitian terdahulu, sehingga peneliti tertarik untuk melakukan penelitian. Penelitian ini merupakan modifikasi dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Huang et al (2018) yang menggunakan variabel kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal dan penelitian Chin & Zakaria (2018) yang menggunakan variabel *board size*, *board independence*, *board meeting*, *firm size*, *firm age*, *firm growth*, dan *firm profitability* terhadap struktur modal.

**Tabel 1.2**

***Research Gap***

Research Gap	Peneliti	Isu	Temuan
Perbedaan hasil pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal	Huang et al (2018)	Semakin besar kepemilikan pemerintah dalam suatu perusahaan, maka semakin besar pula ratio utang. Oleh karena itu, kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal	Kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap LD
	Perdana (2019)		Kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif signifikan terhadap DER
	Ekaputri (2018)		Kepemilikan pemerintah tidak

			berpengaruh signifikan terhadap struktur modal
Perbedaan hasil pengaruh <i>board of directors</i> terhadap struktur modal	Jaradat (2015)	Semakin besar jumlah dewan direksi pada suatu perusahaan maka semakin besar pula ratio utang. Oleh karena itu, ukuran dewan direksi berpengaruh positif terhadap struktur modal	Ukuran dewan direksi berpengaruh positif terhadap TDR
	Tariq dan Rasheed (2018)		Ukuran dewan direksi berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage
	Chin dan Zakaria (2017)		Ukuran dewan direksi tidak berpengaruh terhadap <i>short-term debt ratio</i> dan <i>long-term debt ratio</i>
Perbedaan hasil pengaruh <i>board independence</i> terhadap struktur modal	Lim (2017)	Semakin kuat komisaris independen, maka pendanaan modal akan semakin besar berpengaruh kepada keputusan yang diambil (memilih hutang sebagai sumber modal), maka komisaris independen berpengaruh positif terhadap struktur modal	Komisaris independen berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal
	Rahardian dan Hadiprajitno (2014)		Komisaris independen berpengaruh negatif terhadap struktur modal
	Furi (2017)		Komisaris independen tidak berpengaruh terhadap DER
Perbedaan hasil pengaruh <i>board gender</i> terhadap struktur modal	Fitri dan Erlita (2018)	Semakin besar jumlah dewan direksi wanita pada suatu perusahaan maka penggunaan utang pada perusahaan akan cenderung lebih rendah. Oleh karena itu, keberagaman gender berhubungan negatif terhadap struktur modal	Keberadaan dewan direksi wanita berpengaruh positif signifikan terhadap Leverage
	Haris (2014)		Dewan direksi wanita berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal
	Oktaviani (2017)		Dewan direksi wanita tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal
Perbedaan hasil pengaruh <i>profitability</i> terhadap struktur modal	Setyawan (2016)	Semakin tinggi profitabilitas maka penggunaan dana internal akan lebih banyak digunakan, sehingga penggunaan hutang akan lebih sedikit. Maka profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal	<i>Profitability</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal
	Serrasqueiro et al., (2016)		<i>Profitability</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal
	Nisak & Ardiansari, (2016)		<i>Profitability</i> tidak berpengaruh terhadap struktur modal
Perbedaan pengaruh <i>liquidity</i> terhadap struktur modal	Primantara & Dewi (2016)	Semakin tinggi tingkat likuiditas akan mengakibatkan tingkat hutang semakin menurun. Oleh karena itu, likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal	<i>Liquidity</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal
	Guna & Sampurno (2018)		<i>Liquidity</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal
	Vo (2016)		<i>Liquidity</i> tidak berpengaruh terhadap struktur modal

Perbedaan hasil pengaruh <i>asset tangibility</i> terhadap struktur modal	Li dan islam (2019)	Semakin besar jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan maka semakin tinggi tingkat hutang yang akan ditanggung oleh perusahaan. Dengan demikian, <i>asset tangibility</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal.	<i>Asset Tangibility</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal
	Yoshendy et al (2015)		<i>Asset Tangibility</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal
	Wibowo (2016)		<i>Asset Tangibility</i> tidak berpengaruh terhadap struktur modal
Perbedaan hasil pengaruh <i>firm size</i> terhadap struktur modal	Zuhro (2016)	Semakin besar perusahaan akan memiliki tingkat kredibilitas yang lebih tinggi sehingga perusahaan besar memiliki kepercayaan yang lebih besar untuk mendapatkan hutang. Oleh karena itu, <i>firm size</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal.	<i>Firm Size</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal
	Argi (2017)		<i>Firm Size</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal
	Joni & Lina (2010)		<i>Firm Size</i> tidak berpengaruh terhadap struktur modal

Sumber: Penelitian terdahulu diolah 2020.

Adanya inkonsistensi hasil dari beberapa penelitian sebelumnya, maka penelitian ini dimaksudkan untuk meneliti kembali pengaruh variabel kepemilikan pemerintah, *board of directors*, *board independence*, *board female*, *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *firm size* terhadap struktur modal. Periode penelitian ditujukan untuk mengetahui hubungan variabel dengan lebih komprehensif, yaitu selama periode pemerintahan Jokowi-JK tahun 2014-2019. Namun untuk tahun 2019 tidak diikutsertakan dikarenakan laporan keuangan tahun 2019 belum diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan fenomena dan *research gap* yang telah dijelaskan, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“Pengaruh Struktur Kepemilikan Pemerintah, *Corporate Governance*, dan Kinerja Keuangan terhadap Struktur Modal Perusahaan Studi Kasus Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2018”**.

## 1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, dapat diidentifikasi masalah pokok dalam penelitian ini adalah:

1. Penelitian ini ingin mencoba menyelidiki apakah kepemilikan pemerintah menjadi salah satu dasar dalam penentuan struktur modal pada perusahaan di Indonesia, dimana terdapat ketimpangan hasil penelitian yang dilakukan oleh Huang et al (2018) yang menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil penelitian dari Perdana (2019) mengatakan bahwa kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Selain itu, Ekaputri (2018) dan Lim (2017) menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
2. Tata kelola perusahaan yang baik diharapkan dapat mengurangi masalah yang dihadapi pada perusahaan. Tata kelola perusahaan berpengaruh terhadap keputusan pendanaan antara lain ukuran dewan direksi, komisaris independen, dan dewan direksi wanita.
3. Analisis kinerja keuangan dilakukan untuk melihat sejauh mana suatu perusahaan telah melaksanakan dengan menggunakan aturan-aturan pelaksanaan keuangan secara baik dan benar. Kinerja keuangan yang berpengaruh terhadap struktur modal antara lain *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *firm size*.

### 1.3 Cakupan Masalah

Berdasarkan latar belakang dan identifikasi masalah yang ada, peneliti membatasi ruang lingkup yang akan dikaji dalam penelitian ini. Cakupan masalah pada penelitian ini adalah:

1. Subjek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang kepemilikan sahamnya dimiliki oleh pemerintah pada tahun 2014-2018 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
2. Periode pengamatan yang dilakukan peneliti adalah tahun 2014-2018.
3. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *debt to equity ratio*.
4. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan pemerintah, kepemilikan non-pemerintah, *board of directors*, *board independence*, *board female*, *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *firm size*.

### 1.4 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang permasalahan tersebut, maka dalam penelitian ini penulis mencoba mengemukakan rumusan masalah dari pengaruh kepemilikan pemerintah, *board of directors*, *board independence*, *board female*, *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *firm size* terhadap struktur modal pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018. Rumusan masalah dalam penelitian ini dapat dinyatakan sebagai berikut:

1. Apakah variabel kepemilikan pemerintah berpengaruh terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018?
2. Apakah variabel kepemilikan non-pemerintah berpengaruh terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018?
3. Apakah variabel *board of directors* berpengaruh terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018?
4. Apakah variabel *board independence* berpengaruh terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018?
5. Apakah variabel *board female* berpengaruh terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018?
6. Apakah variabel *profitability* berpengaruh terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018?
7. Apakah variabel *liquidity* berpengaruh terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018?
8. Apakah variabel *asset tangibility* berpengaruh terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018?
9. Apakah variabel *firm size* berpengaruh terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018?

## 1.5 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian adalah:

1. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018.
2. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh kepemilikan non-pemerintah terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018.
3. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *board of directors* terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018.
4. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *board independence* terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018.
5. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *board female* terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018.
6. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *profitability* terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018.
7. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *liquidity* terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018.

8. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *asset tangibility* terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018.
9. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *firm size* terhadap *debt equity ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2018.

### **1.6 Manfaat penelitian**

Berdasarkan tujuan di atas, diharapkan penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi pengembangan ilmu manajemen terutama dalam lingkup perkembangan *capital structure* perusahaan. Adapun manfaat yang ingin diberikan adalah sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat dijadikan referensi, informasi, dan wawasan teoritis khususnya tentang penelitian yang juga mengkaji tentang *capital structure* perusahaan. Penelitian ini juga diharapkan bermanfaat sebagai bahan evaluasi dari berbagai teori-teori yang telah ada dengan keadaan dilapangan, sehingga penggunaan dari teori tersebut juga dapat memberikan manfaat bagi penggunanya.

2. Manfaat Praktis

- a. Bagi Manajemen Perusahaan

Dapat dijadikan sebagai pertimbangan dalam penentuan komposisi struktur modal. Perusahaan yang besar pasti memiliki komposisi struktur modal yang baik dan seimbang antara hutang dan asetnya. Oleh karena



itu, perlu dipertimbangkan berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal, seperti kepemilikan pemerinatah, kepemilikan non-pemerintah *board of director*, *board independence*, *board female*, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan aset tangibilitas. Sehingga, manajer keuangan yang berkompeten dapat mengambil keputusan yang tepat dan menguntungkan bagi *stakeholder* maupun *shareholder*. Di sisi lain, pentingnya komposisi struktur modal juga harus diperhatikan agar dapat meminimalisir kebangkrutan.

b. Bagi investor

Penelitian ini dapat memberikan informasi mengenai faktor-faktor yang menjadi pertimbangan manajemen untuk menetapkan struktur modalnya, seperti kepemilikan pemerintah, kepemilikan non-pemerintah, *board of director*, *board independence*, *board female*, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan aset tangibilitas. Sehingga dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan bagi investor dalam mengambil keputusan investasi yang tepat di suatu perusahaan.

## 1.7 Orisinalitas Penelitian

Penelitian ini mengacu pada penelitian Huang et al (2018) dan Chin & Zakaria (2018), dan melihat dari hasil penelitian-penelitian terdahulu yang melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan di Indonesia. Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah proksi yang digunakan belum pernah diteliti secara bersamaan. Pada penelitian Huang et al (2018) proksi yang digunakan adalah kepemilikan

pemerintah terhadap struktur modal dengan menggunakan variabel kontrol *firm size*, *liquidity*, *profitability*, *growth opportunity*, dan *tangibility*. Sedangkan pada penelitian Chin & Zakaria (2018) menggunakan proksi *board of directors*, *board independence*, *board meeting*, *firm size*, *firm age*, *growth opportunity*, *profitability*. Namun dalam penelitian ini hanya menggunakan 9 independen yaitu kepemilikan pemerintah, kepemilikan non-pemerintah, *board of directors*, *board independence*, *board gender*, *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *firm size*.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA & HIPOTESIS PENELITIAN

#### 2.1 Kajian Teori Utama (*Grand Theory*)

Berikut ini merupakan teori utama yang digunakan dan menjadi landasan mengenai hubungan antara *capital structure* dan variabel-variabel yang dikaji dalam penelitian ini:

##### 2.1.1 *Trade-off Theory*

Menurut Brigham dan Houston (2013) *trade-off theory* merupakan perusahaan yang menukarkan manfaat pajak dari pendanaan hutang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan. Bunga yang dibayarkan sebagai beban pengurangan pajak membuat hutang menjadi lebih murah dibandingkan dengan saham biasa atau saham preferen. Akibatnya, secara tidak langsung pemerintah akan membayarkan sebagian biaya dari modal hutang, atau dengan cara lain, hutang memberikan manfaat perlindungan pajak. *Trade-Off Theory*, penentuan struktur modal yang optimal dipertimbangkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagai imbalan dan manfaat penggunaan utang. Oleh karena itu, dalam penggunaan hutang untuk mendanai kegiatan perusahaan harus mempertimbangkan selisih antara penghematan pajak yang dapat dilakukan dengan biayautang (bunga) yang harus dibayarkan.

Atmaja (2008) menyatakan penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, namun dengan hanya sampai batas tertentu. Setelah pada titik tersebut, penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan-kenaikan keuntungan dan penggunaan hutang tidak sebanding. Titik balik tersebut dinamakan dengan struktur modal yang optimal, menunjukkan jumlah hutang perusahaan yang optimal Cotei & Farhat (2009) di dalam *pecking order theory*, struktur modal bukan hasil dari proses pertimbangan antara *cost* dan *benefit* dari penggunaan hutang, akan tetapi merupakan hasil kumulatif dari upaya manajemen untuk mengurangi *information asymmetry*. Dalam hal ini, *pecking order theory* tidak menyatakan adanya target *debt ratio* sedangkan *trade-off theory* menyatakan bahwa hubungan antara struktur modal dengan *company value* dapat diprediksi berdasarkan nilai *leverage (debt ratio)* yang optimal. Perusahaan akan menyesuaikan nilai *leverage* perusahaan ke arah yang optimal. Tingkat *leverage* perusahaan berfluktuasi dari waktu ke waktu mengarah ke target jumlah capaian (Darminto & Manurung, 2008).

Penelitian lain yang menguji *trade-off theory* juga membuktikan bahwa *trade-off theory* mampu menjelaskan dinamika pengaruh variabel-variabel ukuran perusahaan (*size*), dan pertumbuhan perusahaan (*growth*) terhadap hutang. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membiayai investasinya dengan mengeluarkan saham, karena harga saham perusahaan tersebut mengalami peningkatan. Alasan lainnya yaitu bahwa perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung menanggung *cost of*

*financial distress* yang besar, karena memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi, sehingga tingkat hutang akan turun (Atansil, 2012).

*Trade-off theory* dapat menjelaskan variabel struktur modal dimana perusahaan lebih menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Teori ini sesuai dengan variabel ukuran dewan direksi, komisaris independen, dan konsentrasi kepemilikan, karena pendanaan hutang memiliki risiko yang kecil dan perusahaan tidak perlu menanggung pajak perusahaan. Laba perusahaan yang dihasilkan perusahaan dapat dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen (F. M. Lestari, 2017).

### **2.1.2 Agency Theory**

Menurut Michael C. Jensen dan William H. Meckling dalam Atmaja (2008), hubungan keagenan atau *agency relationship* muncul ketika satu atau lebih individu (majikan) menggaji individu lain (agen atau karyawan) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen atau karyawannya. Hubungan tersebut muncul antara:

1. Pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer, dan
2. *Shareholders* dengan kreditor (*bondholders* atau pemegang obligasi)

Pemegang saham menginginkan manajer bekerja secara bersungguh-sungguh, maka pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang disebut *agency cost*. Menurut Horne and Wachowicz (2007) biaya agensi adalah biaya yang berhubungan dengan manajemen pengawasan untuk memastikan bahwa pihak

manajemen berperilaku sesuai dengan kesepakatan kontraktual dan konsisten dengan para kreditor serta pemegang saham.

Prinsip utama teori ini adalah adanya kontrak kerjasama antara agen dengan prinsipal, dimana agen diberikan wewenang penuh untuk mengelola aset ekonomis prinsipal guna mencapai kemakmuran. Teori keagenan dalam manajemen keuangan membahas adanya hubungan *agency*, yaitu hubungan mengenai adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan yang dilakukan oleh manajer (Jensen dan Meckling, 1986).

Konsep teori keagenan adalah mengenai struktur kepemilikan perusahaan dimana perusahaan dikelola oleh manajer yang bukan sebagai pemilik. Pemegang saham berharap manajemen dapat memaksimalkan nilai pemegang saham namun faktanya manajemen dalam tujuannya muncul sifat mementingkan diri sendiri. Karena sifat itulah yang dapat mengakibatkan timbulnya *agency problem*. *Agency problem* merupakan suatu konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Masalah keagenan ini akan membuat para pemegang saham menanggung biaya keagenan yaitu *equity agency cost* untuk memantau kegiatan pihak manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Hal ini diakibatkan manajer memiliki informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan daripada pemegang saham yang sering disebut dengan asimetris informasi (Brigham dan Houston, 2012).

Asimetris informasi terdiri dari dua tipe yaitu *moral hazard* dan *adverse selection*. *Moral hazard* adalah permasalahan yang terjadi saat pemegang saham dan manajer tidak melaksanakan sesuatu yang telah disepakati bersama.

Sedangkan *adverse selection* adalah keadaan dimana pemilik tidak tau apakah keputusan yang akan diambil sudah sesuai dengan informasi yang diperoleh, atau terjadi kelalaian dalam melaksanakan tugas. Untuk itu diperlukan suatu pengawasan terhadap manajer perusahaan supaya bertindak sesuai dengan kepentingan bersama.

Masalah keagenan diharapkan dapat diatas oleh perusahaan dengan adanya tata kelola perusahaan yang baik. Hal tersebut dapat membuat pemegang saham merasa aman karena manajer dapat membawa keuntungan bagi mereka. Tata kelola perusahaan mempunyai dampak yang positif bagi kehidupan pemangku kepentingan perusahaan karena dapat memenuhi kewajiban kepada *shareholder* dan seluruh *stakeholder*. Tata kelola perusahaan digunakan sebagai alat untuk menilai perusahaan dengan tujuan agar menarik investor supaya menanamkan modalnya di perusahaan. Tata kelola perusahaan diharapkan mampu memaksimalkan pendanaan modal dan meminimalkan *agency cost*, serta nilai perusahaan bertambah karena tata kelola perusahaan baik (Rahadian & Hadiprajitno, 2014).

## **2.2 Kajian Variabel Penelitian**

### **2.2.1 Struktur Modal**

#### **1. Pengertian Struktur Modal**

Struktur modal merupakan gabungan antara hutang jangka panjang dan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan (Gitman dan Zutter, 2012). Struktur modal adalah suatu kombinasi antara hutang dan ekuitas untuk meringankan beban pada hutang jangka panjang. Menurut Ridloah (2012), struktur modal

merupakan salah satu bagian dari struktur keuangan perusahaan yang selalu dikaji sepanjang waktu, pengkajian struktur modal selalu dilakukan untuk memetakan komposisi yang paling optimal agar menghasilkan nilai perusahaan yang baik. Struktur modal menunjukkan proporsi atas penggunaan hutang yang akan digunakan untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan, sehingga dengan mengetahui struktur modal perusahaan investor dapat mengetahui keseimbangan antara tingkat risiko dan pengembalian investasinya (Sulindawati et al., 2017).

Waworuntu et al (2014) menyatakan bahwa struktur modal terdiri dari hutang dan ekuitas. Manajemen perusahaan menentukan jumlah pembiayaan dengan mempresentasikan hutang dan ekuitas. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang meminimalkan biaya modal perusahaan dan karenanya memaksimalkan nilai perusahaan (Horne and Wachowicz, 2007).

Menurut Brigham dan Houston (2013:155) terdapat 4 faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal, diantaranya:

- 1) Risiko bisnis, atau risiko yang inheren dengan operasi risiko jika perusahaan tidak mempergunakan hutang. Semakin tinggi risiko bisnis perusahaan, maka semakin rendah rasio hutang optimumnya.
- 2) Posisi perpajakan perusahaan. Perusahaan menggunakan hutang lebih banyak karena untuk mengurangi pajak dan akan mengurangi biaya hutang efektif.
- 3) Fleksibilitas keuangan, atau kemampuan untuk memperoleh modal dengan persyaratan yang wajar dalam kondisi yang buruk.



- 4) Konservatisme atau keagresifan manajemen. Keagresifan manajer membuat perusahaan cenderung menggunakan hutang untuk mendorong keuntungan. Faktor ini mempengaruhi struktur modal sasaran yang ditentukan oleh manajer, namun tidak mempengaruhi struktur modal optimal atau memaksimalkan nilai perusahaan.

Struktur modal mengindikasikan tentang bagaimana perusahaan membiayai kegiatan operasionalnya atau tentang bagaimana perusahaan membiayai asetnya dengan menggabungkan berbagai sumber daya yang dimilikinya (Primantara & Dewi, 2016). Tujuan dari manajemen struktur modal (*capital structure management*) dapat dilihat sebagai pencarian gabungan dana yang akan meminimalkan biaya modal dan juga dapat memaksimalkan harga sebelumnya. Struktur modal yang demikian, dapat disebut sebagai struktur modal yang optimal (Sulindawati et al., 2017).

## 2. Komponen Struktur Modal

Menurut Gitman dan Zutter (2012), modal dapat dibagi menjadi dua, yaitu modal hutang dan modal ekuitas:

### 1) Modal Hutang (*Debt Capital*)

Modal hutang merupakan seluruh pinjaman dana jangka panjang yang diperoleh perusahaan. Hutang jangka panjang adalah hutang yang jangka waktu pembayarannya lebih dari satu tahun.

#### a. Pinjaman Berjangka (*Term Loan*)

Pinjaman berjangka adalah suatu pinjaman yang dilakukan antara pihak peminjam dan pemberi pinjaman, dimana pihak peminjam

setuju untuk membayar bunga dan pokok pinjaman pada waktu tertentu kepada pihak yang meminjamkan (jangka waktunya antara tiga sampai denan lima tahun).

b. Obligasi (*Bond*)

Obligasi adalah suatu perjanjian jangka panjang dimana pihak peminjam setuju untuk membayar bunga dan pokok pinjaman dalam waktu tertentu kepada pemegang saham obligasi. Obligasi tersebut juga merupakan pinjaman berjangka, akan tetapi penerbitan obligasi biasanya disebarluaskan dan ditawarkan kepada publik. Jadi, dalam penerbitan obligasi terdapat lebih dari satu pemberi pinjaman.

2) Modal Ekuitas (*Equity Capital*)

Modal ekuitas terdiri dari dana jangka panjang yang disajikan oleh kepemilikan perusahaan, yaitu para pemegang saham. Perusahaan memperoleh modal ekuitas melalui pendanaan internal seperti laba ditahan ataupun dengan menjual saham biasa maupun saham isitimewa. Gitman dan Zutter (2012) menyatakan modal dapat dibedakan menjadi tiga, yaitu:

a. Saham Biasa (*common stock*)

Saham biasa merupakan suatu sertifikat yang memiliki fungsi sebagai bukti kepemilikan suatu perusahaan dengan berbagai aspek-aspek terpenting bagi perusahaan. Pemegang saham akan memperoleh hak untuk menerima sebagian dari pendapatan tetap

(dividen) dari perusahaan serta kewajiban menanggung risiko kerugian yang ditanggung oleh perusahaan.

b. Saham Istimewa (*preffered stock*)

Saham istimewa merupakan bentuk khusus dari kepemilikan yang mempunyai dividen tetap secara berkala. Pemilik saham istimewa akan diprioritaskan terlebih dahulu dalam pembayaran dividen sebelum dibagikan kepada pemilik saham biasa.

c. Laba Ditahan (*retained earning*)

Laba ditahan merupakan jumlah dari seluruh perolehan dividen bersih yang diatahan, diinvestasikan ulang oleh perusahaan. Laba tersebut tidak dibagikan kepada pemilik sebagai dividen sehingga laba ditahan merupakan bentuk pendanaan internal perusahaan.

3) Debt to Equity Ratio

Darsono dan Ashari (2010:54-55) mengemukakan bahwa *debt to equity ratio* (DER) merupakan salah satu rasio *leverage* atau solvabilitas. Rasio solvabilitas adalah rasio untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jika perusahaan tersebut dilikuidasi. Rasio tersebut juga disebut dengan rasio pengungkit (*leverage*) yaitu menilai batasan perusahaan dalam meminjam uang.

Hone dan Machowicz (2009) mengemukakan bahwa "*leverage* merupakan penggunaan biaya tetap dalam usaha untuk meningkatkan

(*level up*) profitabilitas: Sedangkan pengertian *debt to equity ratio* (DER) menurut Gibson (2008:260) yaitu: “*debt to equity ratio is another computation that determines the entity’s long-term debt-paying ability*”. Artinya, rasio hutang terhadap ekuitas adalah komputasi lain yang menentukan kemampuan membayar hutang jangka panjang suatu entitas. Menurut Sugiyono (2009:71), menyatakan bahwa:

Rasio DER menunjukkan perbandingan hutang dan modal. rasio ini merupakan salah satu rasio penting karena berkaitan dengan masalah *trading on equity*, yang dapat memberikan pengaruh positif dan negatif terhadap rentabilitas modal sendiri dan perusahaan tersebut.

Sedangkan menurut Kasmir (2014:157), menyatakan bahwa *debt to equity ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk menilai hutang dengan ekuitas. Rasio ini dicari dengan cara membandingkan antara seluruh hutang, termasuk hutang lancar dengan seluruh ekuitas. Rasio DER digunakan untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan dengan kata lain, rasio ini berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan sebagai jaminan hutang. Oleh karena itu *debt to equity ratio* merupakan rasio yang mengukur seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh hutang dan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya dengan ekuitas yang dimiliki.

Dalam penelitian ini, variabel struktur modal diukur menggunakan tingkat *debt to equity ratio* yang kemudian dalam penelitian ini akan digunakan dengan istilah DER. *Debt to equity ratio* (DER) merupakan ratio antara total hutang (*total debt*) baik hutang jangka pendek (*current liability*) dan hutang jangka panjang (*long term debt*) terhadap total aktiva, baik aktiva lancar maupun aktiva tetap dan aktiva lainnya. DER juga menunjukkan risiko yang dihadapi oleh perusahaan berkaitan dengan hutang yang dimilikinya (Maftukhah, 2013)

### **2.2.2 Struktur Kepemilikan**

#### **1. Pengertian Struktur Kepemilikan**

Wiranata & Nugrahanti (2013) menyatakan bahwa struktur kepemilikan merupakan proporsi kepemilikan saham oleh manajemen, institusi, keluarga, pemerintah, dan asing. Alipour (2013) bahwa struktur kepemilikan mampu mempengaruhi operasional perusahaan yang pada akhirnya berdampak pada kinerja perusahaan. Semakin terkonsentrasi kepemilikan, maka akan diikuti dengan semakin banyaknya hutang yang diperlukan, artinya bahwa pemegang saham akan lebih memilih hutang sebagai sumber pendanaan dibandingkan dengan menerbitkan saham baru karena akan menguntungkan mereka dengan presentase penghasilan mereka yang tidak berkurang.

Struktur kepemilikan berperan penting dalam menjelaskan struktur modal perusahaan atau kebijakan hutang perusahaan. Keputusan pencairan dana perusahaan dapat dipengaruhi oleh adanya struktur kepemilikan. Hal ini dapat dijelaskan dengan adanya alasan bahwa pilihan struktur modal perusahaan

bergantung pada siapa yang mengendalikannya (Soesetio, 2008). Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan ekuitas, tetapi juga presentase kepemilikan oleh manajer dan institusional (Jensen dan Meckling, 1976).

## 2. Pengertian Kepemilikan Pemerintah

Menurut Undang-Undang Republik Indonesia No.19 tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara (BUMN), badan usaha milik negara (BUMN) merupakan badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan. Perusahaan Perseroan (Persero), adalah BUMN yang berbentuk perseroan terbatas dengan tujuan utamanya mengejar keuntungan dan modalnya terbagi atas saham yang sedikitnya 51% dimiliki oleh negara. Perusahaan Umum (Perum) adalah BUMN yang bertujuan untuk kemanfaatan umum dan seluruh modalnya dimiliki oleh pemerintah dan tidak terbagi atas saham.

Maksud dan tujuan didirikan BUMN menurut Undang-Undang Indonesia No 19 tahun 2003, sebagai berikut:

- a. Memberikan sumbangan bagi perkembangan perekonomian nasional pada umumnya dan penerimaan kas pada khususnya;
- b. Mengejar keuntungan;

- c. Menyelenggarakan kemanfaatan umum berupa penyediaan barang dan/ jasa yang bermutu tinggi dan memadai bagi pemenuhan hajat hidup orang banyak;
- d. Menjadi perintis kegiatan-kegiatan usaha yang belum terlaksana oleh sektor swasta dan koperasi; dan
- e. Turut aktif dalam memberikan bimbingan dan bantuan kepada pengusaha golongan ekonomi lemah, koperasi dan masyarakat.

Menurut Undang-Undang No 19 tahun 2003, penyertaan modal negara dalam rangka pendirian atau penyertaan pada BUMN bersumber dari:

- a. Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara;
- b. Kapitalisasi cadangan; dan
- c. Sumber lainnya.

Berdasarkan PP Nomor 45 tahun 2005 BUMN Indonesia menjalankan dua fungsi antara lain fungsi bisnis dan fungsi layanan. Sebagai fungsi bisnis, BUMN melakukan kegiatan usaha untuk memperoleh pendapatan bagi negara. Sedangkan sebagai fungsi layanan, BUMN melakukan penugasan khusus untuk menyelenggarakan fungsi kemanfaatan umum. Penugasan ini yang kemudian memicu pengeluaran biaya operasional yang tinggi tanpa diimbangi dengan pendapatan yang memadai sehingga BUMN mengalami kesulitan pendanaan dan untuk menutupi kebutuhan operasionalnya, BUMN terpaksa harus berhutang. Walaupun dalam PP Nomor 45 tahun 2005 dinyatakan bahwa apabila penugasan tersebut secara finansial tidak menguntungkan maka pemerintah harus memberikan kompensasi atas semua biaya yang telah

dikeluarkan oleh BUMN tersebut, termasuk margin yang diharapkan sepanjang masih dalam tingkat kewajaran sesuai dengan penugasan yang diberikan, namun kompensasi yang diberikan belum mampu memenuhi kebutuhan BUMN.

Berdasarkan hasil penelitian Huang et al (2018) kendali pemegang saham terbesar baik itu pemerintah ataupun non-pemerintah memberikan dampak yang signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan. Kepemilikan saham oleh pemerintah memiliki hubungan yang positif dengan hutang jangka panjang. Temuan ini konsisten dengan argumentasi bahwa pemerintah membantu perusahaan untuk mengakses hutang jangka panjang atau pemberian insentif untuk mendisiplinkan manajemen.

### **2.2.3 Corporate Governance**

#### **1. Pengertian Corporate Governance**

*Corporate Governance* merupakan salah satu pilar dari sistem ekonomi pasar berkaitan dengan kepercayaan baik terhadap perusahaan yang melaksanakannya maupun iklim usaha disuatu negara (Komite Nasional Kebijakan Governance). Penerapan *corporate governance* mempengaruhi kinerja suatu perusahaan, dimana proses dan struktur yang diterapkan dengan tujuan utama meningkatkan nilai pemegang kepentingan internal dan eksternal (IICG, 2009).

Menurut *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) tahun 2011 *corporate governance* adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengelola perusahaan, pihak kreditur,



pemerintah, karyawan, serta pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan.

Penting perusahaan menerapkan tata kelola perusahaan yang baik, hal ini menjadi isu global dan mengalami perkembangan. Dalam isu tersebut terjadinya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan. Dari pemisahan tersebut akan menimbulkan kemungkinan terjadinya *agency problem* yang menyebabkan *agency conflict*. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan yang menerangkan tentang kepentingan manajemen dan pemegang saham yang sering bertentangan, dimana manajemen melakukan suatu tindakan yang sesuai dengan kepentingannya dan mengorbankan kepentingan pemegang saham. Pada dasarnya prinsip *corporate governance* memiliki tujuan pada kemajuan kinerja perusahaan. Prinsip-prinsip tersebut yang tidak bisa diabaikan oleh perusahaan diantaranya keterbukaan (*transparancy*), pertanggungjawaban (*responsibility*), akuntabilitas (*accountability*), dan kewajaran (*fairness*) (*Forum for Corporate Governance in Indonesia, 2016*) dalam (Oktaviani, 2017).

Tujuan utama diterapkannya tata kelola perusahaan adalah untuk memberikan nilai tambah bagi para pemangku kepentingan (*stakeholder*). Tata kelola perusahaan juga dapat digunakan untuk menjelaskan peran dan perilaku dari dewan direksi, dewan komisaris, para pengelola perusahaan, dan para pemegang saham.

## 2. Prinsip Corporate Governance

Prinsip *Corporate Governance* menurut Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor POJK.05 Tahun 2019 tentang Perubahan atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 30 POJK.05 Tahun 2014 tentang Tata Kelola Perusahaan yang Baik bagi Perusahaan Pembiayaan, adalah sebagai berikut:

- 1) Keterbukaan (*transparency*), yaitu keterbukaan dalam proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam pengungkapan dan penyediaan informasi yang relevan mengenai perusahaan, yang mudah diakses oleh Pemangku Kepentingan sesuai dengan peraturan perundang-undangan di bidang pembiayaan serta standar, prinsip, dan praktik penyelenggaraan usaha pembiayaan yang sehat;
- 2) Akuntabilitas (*accountability*), yaitu kejelasan fungsi dan pelaksanaan pertanggungjawaban Organ Perusahaan sehingga kinerja Perusahaan dapat berjalan secara transparan, wajar, efektif, dan efisien;
- 3) Pertanggungjawaban (*responsibility*), yaitu kesesuaian pengelolaan Perusahaan dengan peraturan perundang-undangan di bidang pembiayaan dan nilai-nilai etika serta standar, prinsip, dan praktik penyelenggaraan usaha pembiayaan yang sehat;
- 4) Kemandirian (*independency*), yaitu keadaan Perusahaan yang dikelola secara mandiri dan profesional serta bebas dari Benturan Kepentingan dan pengaruh atau tekanan dari pihak manapun yang tidak sesuai dengan peraturan perundang-undangan di bidang

pembiayaan dan nilai-nilai etika serta standar, prinsip, dan praktik penyelenggaraan usaha pembiayaan yang sehat; dan

- 5) Kesetaraan dan kewajaran (*fairness*), yaitu kesetaraan, keseimbangan, dan keadilan didalam memenuhi hak-hak Pemangku Kepentingan yang timbul berdasarkan perjanjian, peraturan perundang-undangan, dan nilai-nilai etika serta standar, prinsip, dan praktik penyelenggaraan usaha pembiayaan yang sehat.

### 3. Manfaat Corporate Governance

Menurut Kartika, dkk (2012) dalam (F. M. Lestari, 2017) bahwa manfaat dari tata kelola perusahaan, sebagai berikut :

- 1) Proses pengambilan keputusan berlangsung baik sehingga hasilnya optimal, dapat meningkatkan efisiensi, serta terciptanya budaya kerja yang lebih sehat;
- 2) Meminimalisir tindakan penyalahgunaan wewenang;
- 3) Nilai perusahaan dimata investor meningkat;
- 4) Bagi pemegang saham, nilai saham mereka akan meningkat beserta nilai dividen yang akan diterima;
- 5) Meningkatkan motivasi dan kepuasan kerja karyawan, serta meningkatkan produktivitas dan rasa memiliki terhadap perusahaan;
- 6) Meningkatnya kepercayaan *stakeholder*; dan
- 7) Meningkatkan kualitas laporan keuangan perusahaan.

#### 4. Praktik Corporate Governance

Menurut Tariq & Rasheed (2018) yang meneliti *Ownership Structure, Corporate Governance and Capital Structure*, penelitian tersebut menggunakan variabel independen *corporate governance* berupa ukuran dewan perusahaan, jumlah CEO/ketua dualitas, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional. Sedangkan menurut Jaradat (2015) *Corporate Governance Practices and Capital Structure*, dengan proksi ukuran dewan, ukuran dewan direksi wanita, dan masa jabatan CEO.

Dalam praktiknya *corporate governance* memiliki unsur yang berpengaruh. Berdasarkan penelitian sebelumnya terdapat beberapa unsur dalam praktik tata kelola perusahaan yang dijadikan variabel dalam penelitian ini. Unsur yang berpengaruh antara lain ukuran dewan direksi, komisaris independen, dan *board female*.

##### 1) Ukuran Dewan Direksi

Menurut Pedoman Umum GCGI direksi sebagai organ perusahaan yang bertugas dan bertanggung jawab secara kolegal dalam mengelola perusahaan. Masing-masing anggota direksi dapat melaksanakan tugas dan mengambil keputusan sesuai dengan pembagian tugas dan wewenangnya. Menurut UU No 40 tahun 2007 tentang perseroan, pada umumnya direktur memiliki tugas memimpin perusahaan dengan menerbitkan kebijakan-kebijakan perusahaan, memilih, menetapkan, mengawasi tugas dari karyawan dan kepala

bagian (manajer), menyetujui anggaran tahunan perusahaan. Dewan direksi merupakan badan tertinggi dari sebuah perusahaan yang bertanggung jawab untuk mengelola perusahaan dan operasinya (Agyei & Owusu, 2014). Dengan kata lain dewan direksi bertugas untuk mengawasi tindakan manajer agar bekerja dengan efektif untuk mencapai hasil yang lebih baik.

Dewan direksi menjadi fokus penerapan tata kelola perusahaan karena salah satu tugas dan tanggung jawabnya adalah melakukan pengelolaan sumber daya organisasi dalam pencapaian tujuan organisasi yang didasarkan pada prinsip transparansi, kemandirian, akuntabilitas, pertanggungjawaban serta kesetaraan dan kewajaran (*Forum for Corporate Governance in Indonesia*, 2016). Dewan direksi dibebankan dengan pengawasan atas nama pemegang saham. Ukuran dewan merupakan salah satu faktor dari tata kelola perusahaan karena menunjukkan kepengurusan dalam mengelola perusahaan baik itu keputusan bisnis. Dewan direksi memiliki tugas yaitu mengawasi rencana, keputusan, tindakan manajemen, memonitor pelaku etis, pelaporan keuangan, kepatuhan hukum dan melindungi kepentingan *stakeholders* untuk mewujudkan efektifitas tata kelola perusahaan (Rezzae dalam Oktaviani, 2017).

Menurut UU No 40 tahun 2007 tentang perseroan, direksi dalam menjalankan perseroan memiliki tugas, antara lain:

- a. Direksi wajib dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab menjalankan tugas pengurusan perseroan dengan tetap memperhatikan keseimbangan kepentingan seluruh pihak yang berkepentingan dengan aktivitas perseroan;
- b. Direksi wajib tunduk pada ketentuan peraturan perundang-undangan yang berlaku. Anggaran dasar dan keputusan RUPS dan memastikan seluruh aktivitas perseroan telah sesuai dengan ketentuan peraturan-peraturan perundang-undangan yang berlaku, anggaran dasar, keputusan RUPS, serta peraturan-peraturan yang ditetapkan oleh perseroan;
- c. Direksi dalam memimpin dan mengurus perseroan semata-mata hanya untuk kepentingan dan tujuan perseroan serta senantiasa berusaha meningkatkan efisiensi dan efektivitas perseroan yang pada akhirnya akan meningkatkan kinerja perusahaan;
- d. Direksi senantiasa memelihara dan mengurus kekayaan perseroan secara amanah dan transparan. Untuk itu direksi mengembangkan sistem pengendalian internal dan sistem manajemen risiko secara terstruktur dan komprehensif;
- e. Direksi akan menghindari kondisi dimana tugas dan kepentingan perseroan berbenturan dengan kepentingan pribadi.

Ukuran dewan direksi memiliki peran penting dalam memantau manajemen dan menentukan hutang dan semakin banyak ukuran dewan direksi lebih efektif dalam pemantauan eksklusif dan

mengeksekusi tekanan pada manajemen untuk menentukan pendanaan perusahaan (Abobakr & Elgiziry, 2016). Banyaknya dewan direksi juga berfungsi untuk memperoleh dukungan dari lembaga keuangan dan pasar saham untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan. Dewan direksi adalah badan pembuat keputusan paling penting dalam sebuah perusahaan. Dewan yang bertanggung jawab untuk menyetujui keputusan strategis dan keuangan seperti merger dan akuisisi (M&As) dan perubahan struktur modal, dan juga untuk tugas yang paling penting, mempekerjakan dan memecat para eksekutif (Ferreira, 2010). Beberapa keputusan yang diambil oleh manajemen guna mencapai tujuan perusahaan yang berdampak pada nilai perusahaan khususnya keputusan keuangan meliputi keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen (Brigham & Houston, 2012). Keputusan pendanaan inilah yang akan menjadi pertimbangan dan analisis sumber-sumber dana yang dimiliki perusahaan untuk mendanai kebutuhan investasi serta kegiatan operasionalnya. Oleh karena itu penting bagi perusahaan untuk memeriksa apakah memiliki keragaman dewan dapat meningkatkan atau melemahkan struktur modal, dimana komponennya terdiri dari hutang dan modal sendiri (ekuitas). Dewan direksi selaku pengambilan keputusan (ACCA, 2016) menentukan apakah perusahaan lebih menggunakan hutang, ekuitas atau menerbitkan saham (Brigham & Gapenski, 1996). Dengan adanya dewan direksi dapat menunjukkan kepengurusan perseroan dalam

mengelola perusahaan, melaksanakan keputusan-keputusan bisnis termasuk keputusan pendanaan.

## 2) Komisaris Independen

Komisaris independen merupakan anggota dewan komisaris yang bukan pegawai atau orang yang berurusan langsung dengan perusahaan, dan tidak mewakili pemegang saham (Iryanti & Pangestuti, 2015). Menurut UU No 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas pasal 1 ayat 6, menyatakan bahwa dewan komisaris organ perseroan yang bertugas melakukan pengawasan secara umum dan/atau khusus sesuai dengan anggaran dasar serta memberi nasihat kepada direksi. Menurut SEOJK, komisaris independen merupakan anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan pemegang saham, anggota Direksi, anggota Dewan Komisaris lainnya dan/atau anggota DPS, yaitu tidak memiliki hubungan keuangan, pengurusan, kepemilikan saham dan/atau hubungan keluarga dengan pemegang saham, anggota Direksi, anggota Dewan Komisaris lainnya dan/atau anggota DPS atau hubungan lain yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen. Independen dapat diartikan sebagai cara untuk menyelesaikan masalah dengan tidak memperhatikan kepentingan pribadi dan menghindari benturan kepentingan.

Komisaris independen menunjukkan keberadaan wakil dari pemegang saham secara independen dan juga mewakili kepentingan



investor. Dengan adanya komisaris independen dan juga mewakili kepentingan investor. Dengan adanya komisaris independen, maka kepentingan pemegang saham, baik mayoritas dan minoritas tidak diabaikan karena komisaris independen lebih bersikap netral terhadap keputusan yang akan dibuat oleh pihak manjer (Darwis, 2009) dalam (Reminov, 2015).

Bursa Efek Indonesia telah mengeluarkan Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia No. Ke-305/BEJ/07-2004 tentang Peraturan Nomor I-A tentang Pencatatan Saham dan Efek bersifat Ekuitas Selain Saham yang Diterbitkan oleh Perusahaan Tercatat, yang menetapkan bahwa setiap perusahaan publik harus memiliki Komisaris Independen sekurangnya 30% dari jumlah seluruh anggota Dewan Komisaris.

Menurut *Forum for Corporate Governance in Indonesia* dalam Nugroho (2013), adapun kriteria komisaris independen adalah sebagai berikut:

- a. Komisaris independen bukan merupakan anggota manajemen;
- b. Komisaris independen bukan merupakan pemegang saham mayoritas atau seorang pejabat dari atau cara lain yang berhubungan secara langsung dengan pemegang saham mayoritas perusahaan;
- c. Komisaris independen dalam kurun waktu tiga tahun terakhir tidak dipekerjakan dalam kapasitasnya sebagai eksekutif oleh perusahaan atau perusahaan lainnya dalam kapasitasnya sebagai

- eksekutif oleh perusahaan atau perusahaan lainnya dalam kelompok usaha dan tidak pula dipekerjakan dalam kapasitas sebagai komisaris tidak lagi menempati posisi seperti itu;
- d. Komisaris independen bukan merupakan penasihat profesional perusahaan atau perusahaan lainnya yang satu kelompok dengan perusahaan tersebut;
  - e. Komisaris independen bukan merupakan seorang pemasok atau pelanggan yang signifikan dan berpengaruh dari perusahaan atau perusahaan lainnya dalam satu kelompok;
  - f. Komisaris independen tidak memiliki kontraktual dengan perusahaan atau perusahaan lainnya dalam satu kelompok selain sebagai komisaris independen perusahaan tersebut;
  - g. Komisaris independen harus bebas dari kepentingan dan urusan bisnis apapun atau hubungan lainnya yang dapat, atau secara wajar dapat dianggap sebagai campur tangan material dengan kemampuannya sebagai seorang komisaris untuk bertindak dengan kepentingan yang menguntungkan perusahaan.

Komisaris independen merupakan mekanisme pengadilan tertinggi yang bertanggung jawab memonitor tindakan yang dilakukan oleh manajemen dan direksi (Thesarani, 2017). Dengan adanya komisaris independen, diharapkan laporan keuangan menjadi lebih berkualitas, karena semakin besar jumlah komisaris independen yang berada di perusahaan, ketika mengeluarkan keputusan tentunya

berdasarkan kepentingan perusahaan semata dan tidak berhubungan dengan kepentingan suatu golongan atau pribadi. Selain itu, dengan adanya komisaris independen sebagai pihak luar perusahaan, dapat menilai kinerja perusahaan dan mengambil keputusan untuk kemajuan perusahaan dapat mempengaruhi keputusan pendanaan modal (Reminov, 2015).

### 3) *Board Female*

Indonesia merupakan negara yang menganut *two-tier system* yang memisahkan antara *advisor board* dan *management board*. Selain negara Indonesia, *two-tier system* juga digunakan di beberapa negara lain seperti Belanda, Jerman, China, dan Irlandia. Berbeda dengan negara UK, US, dan Canada yang menganut *one-tier system*, dimana fungsi antara *advisory board* dan *management board* digabungkan. *Advisory board* merupakan kata lain dari dewan komisaris. Dewan komisaris bertugas hanya untuk mengawasi kinerja dari dewan direksi dan tidak berkaitan langsung dengan kegiatan operasional perusahaan. *Management board* adalah dewan direksi yang memiliki tanggung jawab atas kegiatan operasional perusahaan sehari-hari (Nova, 2014).

Melihat pernyataan tersebut dalam penelitian ini, penulis akan menfokuskan pada keberagaman gender yang ada pada dewan direksi. Kata *gender* berasal dari bahasa Inggris yang artinya jenis kelamin. Dimana jika dilihat secara umum, gender adalah istilah yang digunakan untuk menjelaskan karakteristik antara pria dan wanita.

Pengaruh keragaman gender terhadap kinerja perusahaan adalah paling banyak diteliti dalam keragaman (*diversity*). Wanita merupakan kelompok minoritas dalam anggota dewan perusahaan yang lebih mengalami perkembangan dan menemukan wanita dalam anggota dewan global, seperti pada pasar Negara maju Eropa dan Amerika Serikat yang mencetak nilai tertinggi. Thomsen dan Conyon (2012) dalam Diepen (2015) berpendapat bahwa dewan yang terdiversifikasi memiliki berbagai cukup pengetahuan dan ketrampilan. Dewan direksi yang berbeda dan beragam memiliki wawasan yang lebih luas tentang pasar, pelanggan, karyawan, dan peluang bisnis. Hal tersebut mengarah kepada pemahaman yang lebih baik dari kondisi bisnis dan pada gilirannya baik untuk kinerja perusahaan.

Karakteristik dewan dalam suatu perusahaan mempengaruhi struktur modal perusahaan karena adanya hubungan antara mekanisme pengawasan (*monitoring*) yang merupakan fungsi dari dewan direksi terhadap struktur modal perusahaan (Fitri & Erlita, 2018). Menurut Harris (2014) menyatakan bahwa karakteristik dewan dapat mempengaruhi kualitas pengawasan dan sifat pengambilan keputusan yang berdampak pada *outcomes* perusahaan. Keanekaragaman gender dalam anggota dewan menjadi salah satu indikator dalam tata kelola perusahaan yang baik dan merupakan salah satu proksi dari keberagaman dewan, dimana keberadaan wanita dapat diwakilkan didalam dewan direksi.

Keragaman dewan dapat meningkatkan reputasi perusahaan dilihat dari sinyal positif yang diberikan pemangku kepentingan baik itu internal maupun eksternal dimana organisasi menekankan beragam konsituen dan tidak melakukan diskriminasi terhadap kelompok minoritas dalam pendakian jenjang perusahaan (ACCA, 2016).

Menurut Bart & Mc Queen (2013) keberadaan wanita dinegara maju membuat komposisi dewan direksi lebih baik dan mempengaruhi kinerja perusahaan, terbukti dengan adanya peningkatan jumlah wanita dalam anggota dewan global seperti di negara maju (Eropa dan Amerika Serikat) yang mencetak nilai tertinggi. Keberadaan wanita akan membuat komposisi dewan direksi lebih baik dan mempengaruhi kinerja perusahaan. Rovers (2014) menyatakan bahwa perusahaan akan bekerja secara efektif apabila dewan direksi terdiri dari wanita, dan sebaliknya perusahaan tanpa seorang wanita tidak dapat bekerja dengan baik.

#### **2.2.4 Kinerja Keuangan**

##### **1. Pengertian Kinerja Keuangan**

Menurut Sucipto (2003:6) pengertian kinerja keuangan merupakan “penentuan ukuran-ukuran tertentu yang dapat mengukur keberhasilan suatu organisasi atau perusahaan dalam menghasilkan laba”. Pengukuran kinerja dapat didefinisikan sebagai “*performing measurement*”, artinya kualifikasi dan efisiensi serta efektifitas perusahaan dalam pengoperasian bisnis selama periode akuntansi. Dengan demikian defini kinerja adalah suatu usaha fomal

yang dilaksanakan perusahaan untuk mengevaluasi efisien dan efektivitas dari aktivitas perusahaan yang telah dilaksanakan pada periode waktu tertentu (Hanafi, 2007).

Terdapat dua macam kinerja, yaitu kinerja operasional dan kinerja keuangan. Kinerja operasional lebih ditekankan pada kepentingan internal perusahaan seperti kinerja cabang/divisi yang diukur dengan kecepatan dan kedisiplinan. Sedangkan kinerja keuangan lebih kepada evaluasi laporan keuangan perusahaan pada waktu dan jangka tertentu (Srimindarti, 2006). Untuk mengetahui kinerja keuangan perusahaan maka secara umum perlu dilakukan analisis terhadap laporan keuangan, yang menurut Brigham dan Houston (2007:78) mencakup: 1) perbandingan kinerja perusahaan dengan perusahaan lain dalam industri yang sama dan 2) evaluasi kecenderungan posisi keuangan perusahaan sepanjang waktu. Laporan keuangan perusahaan melaporkan baik posisi perusahaan pada suatu waktu tertentu maupun operasinya selama beberapa periode yang lalu.

## 2. Pengukuran Kinerja Keuangan

Pengukuran kinerja digunakan perusahaan untuk melakukan perbaikan diatas kegiatan operasionalnya agar dapat bersaing dengan perusahaan lain. Analisis kinerja keuangan merupakan suatu proses pengkajian secara kritis terhadap review data, menghitung, mengukur, menginterpretasi, dan memberi solusi terhadap keuangan perusahaan pada suatu periode tertentu.

Menurut Jumingan (2006) kinerja keuangan dapat dinilai dengan beberapa alat analisis. Berdasarkan tekniknya, analisis keuangan dapat dibedakan menjadi 8 macam antara lain:

- a. Analisis Perbandingan Laporan Keuangan, merupakan teknik analisis dengan cara membandingkan laporan keuangan dua periode atau lebih dengan menunjukkan perubahan, baik dalam jumlah (*absolute*) maupun dalam presentase (relatif).
- b. Analisis Tren (Tendensi posisi), merupakan teknik analisis untuk mengetahui tendensi keadaan keuangan apakah menuju kenaikan atau penurunan.
- c. Analisis Persentase per-Komponen (*common size*), merupakan teknik analisis untuk mengetahui persentase investasi pada masing-masing aktiva terhadap keseluruhan total aktiva maupun hutang.
- d. Analisis Sumber dan Penggunaan Modal Kerja, merupakan teknik analisis untuk mengetahui besarnya sumber dan penggunaan modal kerja melalui dua periode waktu yang dibandingkan.
- e. Analisis Sumber dan Penggunaan Kas, merupakan teknik analisis untuk mengetahui kondisi kas disertai sebab terjadinya perubahan kas pada suatu periode waktu tertentu.
- f. Analisis Rasio Keuangan, merupakan teknik analisis keuangan untuk mengetahui hubungan di antara pos tertentu dalam neraca maupun laporan laba rugi baik secara individu maupun secara simultan.

- g. Analisis Perubahan Laba Kotor, merupakan teknik analisis untuk mengetahui posisi laba dan sebab-sebab terjadinya perubahan laba.
- h. Analisis Break Even, merupakan teknik analisis untuk mengetahui tingkat penjualan yang harus dicapai agar perusahaan tidak mengalami kerugian.

### 3. Tujuan Pengukuran Kinerja Keuangan

Menurut Munawir (2012) bahwa tujuan dari pengukuran kinerja keuangan perusahaan adalah sebagai berikut:

- a. Mengetahui tingkat likuiditas  
Likuiditas menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan yang harus segera diselesaikan pada saat ditagih.
- b. Mengetahui tingkat solvabilitas  
Solvabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya apabila perusahaan tersebut dilikuidasi, baik keuangan jangka pendek maupun jangka panjang.
- c. Mengetahui tingkat rentabilitas  
Rentabilitas atau yang sering disebut dengan profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu.
- d. Mengetahui tingkat stabilitas  
Stabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk melakukan usahanya dengan stabil, yang diukur dengan mempertimbangkan



kemampuan perusahaan untuk membayar hutang-hutangnya serta membayar beban bunga atas hutang-hutangnya tepat pada waktunya.

Dalam implikasinya kinerja keuangan memiliki unsur yang berpengaruh. Berdasarkan penelitian sebelumnya terdapat beberapa unsur dalam kinerja keuangan yang dijadikan variabel dalam penelitian ini. Unsur yang berpengaruh antara lain *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *firm size*.

#### 1) *Profitability*

Brigham & Haouston (2013) menjelaskan bahwa rasio profitabilitas merupakan rasio yang mencerminkan hasil akhir dari seluruh kebijakan keuangan dan keputusan operasional, sedangkan menurut Husnan & Pudjiastuti (2015), rasio profitabilitas didefinisikan sebagai rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari penjualannya, dari aset-aset yang dimiliki, atau dari ekuitas yang dimilikinya.

Menurut Horne & Wachowicz (2014), rasio profitabilitas merupakan rasio yang menghubungkan laba dengan penjualan dan investasi. Rasio Profitabilitas dapat diukur dengan menggunakan beberapa cara yaitu *Return on Assets (ROA)*, *Return on Equity (ROE)*, *Profit margin*, dan *Basic Earnings Power (BEP)*. *Return on Assets (ROA)* yang merupakan rasio antara laba bersih terhadap total aset digunakan sebagai proxy dalam penelitian ini, ROA menunjukkan

seberapa besar kemampuan perusahaan dalam mengelola aset untuk menghasilkan laba bagi perusahaan.

Menurut *Pecking order theory* perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan lebih memprioritaskan menggunakan laba ditahan (*retained earning*) sebagai sumber pendanaan yang utama. Dimana laba ditahan (*retained earning*) merupakan pendanaan internal (*internal financing*), jadi perusahaan lebih memilih menggunakan pendanaan internal yang lebih besar daripada pendanaan eksternal (*external financing*) (Alzomaia, 2014).

## 2) *Liquidity*

Likuiditas merupakan aset yang diperdagangkan di pasar aktif, sehingga dapat dikonversi dengan cepat menjadi kas pada harga pasar pada pasar yang berlaku (Brigham & Houston, 2013). Salah satu contoh aset perusahaan yang paling likuid adalah kas. Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial yang harus segera dipenuhi (kewajiban jangka pendek) pada saat jatuh tempo. Kewajiban finansial jangka pendek terlihat pada neraca sebagai kewajiban lancar.

Horne & Wachowicz (2014), menjelaskan bahwa likuiditas merupakan kemampuan aset untuk diubah menjadi kas tanpa penurunan harga yang berarti. Beberapa cara yang bisa digunakan untuk menghitung rasio likuiditas yaitu *current ratio* dan *quick ratio*. Rasio likuiditas yang utama adalah rasio lancar yang merupakan

proxy dalam penelitian ini yang dihitung dengan membagi aset lancar dengan kewajiban lancar. Menurut Weston & Copeland (1999), rasio likuiditas menunjukkan seberapa besar kemampuan aset lancar yang dapat dipakai untuk menutupi kewajibannya. Perusahaan yang memiliki aset lancar sebagian besar terdiri atas kas dan piutang yang belum jatuh tempo, umumnya akan dianggap lebih likuid daripada perusahaan dengan aset lancar yang sebagian besar terdiri atas persediaan.

### 3) *Asset Tangibility*

Menurut Titman dan Wessels (1988), aset tangibilitas adalah aset berwujud dari perusahaan yang menjadi salah satu pengaruh dalam keputusan pembiayaan dan biasanya aset berwujud mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi. Aset tangibilitas dapat membantu perusahaan dalam melunasi hutang-hutangnya apabila perusahaan gagal dalam melunasi hutang kreditur akan mengambil alih aset tangibilitas milik perusahaan sebagai jaminan pembayaran hutang tersebut. Kreditur akan lebih tenang dalam memberikan pinjaman apabila perusahaan memberikan jaminan tersebut, hal ini akan menyebabkan kecilnya *financial cost* yang dikeluarkan

Aset tangibilitas terdiri dari mesin, properti, dan persediaan untuk total aktiva (G. Rajan dan Luigi, 1995). Aset tersebut akan digunakan oleh perusahaan sebagai jaminan dalam menggunakan hutang, sehingga aset ini dapat membantu perusahaan dalam

melakukan pinjaman. Perusahaan dengan aset tangibilitas yang tinggi dapat melakukan peminjaman yang lebih tinggi daripada perusahaan yang hanya memiliki aset tangibilitas rendah.

#### 4) *Firm Size*

Menurut Gitman dan Zutter (2012), ukuran perusahaan menggambarkan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan. perusahaan yang berukuran besar biasanya memiliki arus kas yang stabil (Alzomaia, 2014). Ukuran perusahaan merupakan suatu indikator yang menunjukkan kekuatan keuangan suatu perusahaan. perusahaan yang berukuran lebih besar dapat memiliki fleksibilitas serta kemampuan yang lebih dalam memperoleh dana (Alvareza & Topowijono, 2017).

Perusahaan yang berukuran lebih besar dipandang lebih mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usaha. Dengan demikian hal tersebut mempermudah perusahaan untuk memperoleh pinjaman dana eksternal. Ukuran perusahaan yang besar dianggap sebagai suatu indikator yang menggambarkan tingkat risiko bagi pemodal (investor) untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut, karena jika perusahaan memiliki kemampuan keuangan (finansial) yang baik, maka dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut juga mampu memnuhi segala kewajibannya serta dapat memberikan tingkat pengembalian yang memadai bagi investor (Joni & Lina, 2010).

### 2.3 Kajian Penelitian terdahulu

Penelitian tentang pengaruh Pengaruh Struktur Kepemilikan, *Corporate Governance*, dan Kinerja Keuangan terhadap Struktur Modal cukup banyak. Namun, masih terdapat perbedaan baik dari segi indikator, teknik analisis maupun hasil penelitian. Adapun perbedaan penelitian tersebut dapat dijelaskan pada tabel 2.1 berikut.

**Tabel 2.1**  
**Penelitian Terdahulu**

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Teknik Analisis	Hasil Penelitian
1.	Alzomia (2014)	<i>Capital Structure Determinants of Publicly Listed Companies in Saudi Arabia</i>	Var. Dependen: Leverage (TDR,LTDR, STDR) Var. Independen: <i>Firm size, firmgrowth, tangibility of assets, risk dan profitability</i>	Ordinary Least Square	<i>Size</i> berpengaruh positif signifikan terhadap TDR, berpengaruh negatif signifikan terhadap LTDR dan STDR. <i>Growth</i> berpengaruh positif signifikan terhadap TDR, LTDR dan STDR. <i>Tangibility</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap TDR dan STDR, dan positif signifikan terhadap LTDR. <i>Profitability</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap TDR, LTDR, dan STDR. <i>Risk</i> tidak berpengaruh terhadap TDR, LTDR, dan STDR.
2.	Harris (2014)	<i>Women directors on public company boards: Does a critical mass affect leverage?</i>	Var. Dependen: Leverage Var. Independen: Ukuran dewan Keberagaman gender CEO Dualitas Var. Kontrol: Risiko <i>Growth</i> Profitabilitas Tangibilitas aset Industri <i>Non-debt Tax</i>	Analisis Regresi Berganda	Ukuran dewan direksi berpengaruh positif signifikan terhadap leverage Keberagaman gender berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage CEO dualitas tidak berpengaruh terhadap leverage

			<i>Shield</i>		
3.	Wahab & Ramli (2014)	<i>The Determinant of Capital Structure: An Empirical Investigation of Malaysian Listed Government Linked Companies</i>	Var. Dependen: Leverage Var. Independen: <i>Tangibility, Firm Size, Liquidity, Profitability, Interest Rate, Economic GrowthRate (EGRW), dan Industry Effect</i>	<i>Pooled Reggression</i>	<i>Tangibility</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap leverage <i>Liquidity</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap leverage <i>Profitability</i> berpengaruh tidak signifikan terhadap leverage
4.	Hussain & Miras (2015)	<i>The Determinants of Capital Structure for Malaysian Food Producing Companies</i>	Var. Dependen: <i>Capital Structure</i> Var. Independen: <i>Profitability, Size, Growth Opportunities, Liquidity, dan Asset Tangibility</i>	<i>Multiple Regression Analysis</i>	<i>Profitability</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> <i>Growth Opportunites</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> <i>Liquidity</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i> <i>Tangibility</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>Capital Structure</i>
5.	Jaradat (2015)	<i>Corporate Governance practices and capital structure: a study with special preference to board size, board gender, outside director and CEO duality</i>	Var. Dependen: Leverage Var. Independen: Ukuran dewan <i>Board gender</i> <i>Outside director</i> CEO dualitas Var. Kontrol: Ukuran perusahaan Kepemilikan manajerial Profitabilitas Tangibilitas ROA	<i>Multiple regression analysis</i>	Ukuran dewan, <i>board gender, outside director</i> berpengaruh positif signifikan terhadap leverage CEO dualitas tidak berpengaruh terhadap leverage
6.	Yoshendy et al (2015)	<i>Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Barang Konsumsi di BEI tahun 2002-2011</i>	Var. Dependen: Struktur Modal Var. Independen: Profitabilitas, Tangibilitas, Ukuran perusahaan <i>Non-debt Tax Shields</i> , Likuiditas, dan Usia perusahaan	Analisis Regresi Linier Berganda	Profitabilitas berpengaruh tidak signifikan terhadap leverage <i>Tangibility</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap leverage Likuiditas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap leverage
7.	Abobakr	<i>The effect of</i>	Var. Dependen:	<i>Multiple</i>	Kepemilikan pemerintah,

	&Elgiziry (2016)	<i>board characteristics and ownership structure on the corporate financial leverage</i>	Leverage/TDR, LTDR,STDR Var. Independen: Ukuran dewan direksi <i>Board gender</i> <i>Outside non-executive directors</i> CEO dualitas Kepemilikan institusional Kepemilikan pemerintah Kepemilikan majerial <i>Blok holder's</i> Var. Kontrol: Ukuran perusahaan Profitabilitas <i>Growth</i> Tangibilitas	<i>regression analysis</i>	kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap leverage Ukuran dewan direksi, <i>board gender</i> , dan <i>block holder's</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage
8.	Mu'alifah (2016)	Pengaruh mekanisme corporate governance terhadap struktur modal dengan risiko `bisnis sebagai variabel moderating	Var. Dependen DER  Var. Independen Komisaris independen Kepemilikan manajerial Komite audit Risiko bisnis	Analisis regresi moderasi	Kepemilikan manjerial berpengaruh positif signifikan terhadap DER  Komisaris independen, dan komite audit tidak berpengaruh terhadap DER  risiko bisnis memoderasi hubungan kepemilikan manajer dengan DER
9.	Primantara & Dewi (2016)	Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Risiko Bisnis, ukuran perusahaan, dan pajak terhadap struktur modal	Var. Dependen: Struktur modal Var. Independen: Likuiditas, Profitabilitas, Risiko Bisnis, Ukuran perusahaan, dan pajak	Analisis Regresi Linier Berganda	Likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal Profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal
10.	Gomez, Castro, & Ortega (2016)	<i>Determinants of Leverage in Mining Cmpanies, Empirical Evidence for Latin American Countries</i>	Var. Dependen: <i>Leverage</i> Var. Independen: Capital Intensity (Tangibility), Size, Growth rate, and <i>Profitability</i>	<i>Ordinary Least Square, Fixed Effect Model, Random Effect Model, dan Generalize d Method</i>	<i>Tangibility</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>leverage</i> <i>Growth rate</i> berpengaruh tidak signifikan terhadap <i>leverage</i> <i>Profitability</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>leverage</i>

				<i>of Moments (GMM)</i>	
11.	Wibowo (2016)	Pengaruh <i>Profitabilitas, Investment Opportunities set, Tangibilitas, Earnings Volatility, dan Firm Size</i> terhadap Struktur Modal pada Industri Farmasi	Var. Dependen: Struktur Modal Var. Independen: Profitabilitas, <i>Invesment Opportunities set, Tangibilitas, EarningsVolatility, dan Firm Size</i>	Analisis Regresi Linier Berganda	Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal Tangibilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal <i>Earning Volatility</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.
12.	Setyawan et al. (2016)	Pengaruh <i>Firm size, Growth Opportunities, Profitability, Business Risk, Effective Tax Rate, Asset Tangibility, Firm Age, dan Liquidity</i> terhadap Struktur Modal Perusahaan	Var. Dependen: Struktur Modal Var. Independen: <i>Firm size, GrowthOpportunities, Profitability, Business Risk, Effective TaxRate, AssetTangibility, FirmAge, dan Liquidity</i>	Analisis Regresi Linier Berganda	<i>Growth Opportunities</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal <i>Profitability</i> berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal <i>Asset tangibility</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal <i>Liquidity</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal
13.	Buvanendra et al (2017)	<i>Firm characteristics, corporate governance, and capital structure adjusment: a comparative study of listed firms in Sri Lanka and India</i>	Var. Dependen Leverage Var. Independen Profitabilitas Size Tangibilitas <i>Non-debt tax shield</i> Ukuran dewan direksi <i>Non-executive director</i> <i>Director compensation</i>	<i>Fixed effect regression GMM</i>	Profitabilitas, <i>size, growth, tangibilitas, Non-debt tax shield, ukuran dewan direksi, Non-executive director, dan Director compensation</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage pada negara Sri Lanka Profitabilitas, <i>size, growth, tangibilitas, Non-debt tax shield, ukuran dewan direksi, Non-executive director, dan Director compensation</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage pada negara India
14.	Emoni et al (2017)	<i>Effect of board diversity on capital structure among listed firms in nairobi</i>	Var. Dependen Leverage Var. Independen Keragaman etnis	Analisis regresi berganda	<i>Boar gender dan board age</i> berpengaruh positif signifikan terhadap leverage



		<i>stock exchange, Kenya</i>	Keragaman nasional <i>Board gender</i> <i>Board age</i>		Keragaman etnis, keragaman nasional berpengaruh negatif terhadap leverage
15.	Lestari (2017)	Pengaruh <i>corporate governance</i> terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015	Var. Dependen DER  Var. Independen Ukuran dewan direksi Komisaris independen Kepemilikan manajerial Kepemilikan institusional Konstentrasi kepemilikan	Analisis regresi berganda	Ukuran dewan direksi dan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap DER  Komisaris independen, kepemilikan institusioanl, dan konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh terhadap DER
16.	Lim (2017)	Analisis pengaruh karakteristik dewan dan struktur kepemilikan terhadap struktur modal pada perusahaan yang terdaftar di BEI	Var. Dependen Leverage  Var. Independen Ukuran dewan direksi <i>Board gender</i> Masa jabatan CEO Komisaris independen Kepemilikan manajerial Kepemilikan institusional Kepemilikan pemerintah Kepemilikan asing <i>Block shareholding</i>	Analisis regresi berganda	Masa jabatan CEO dan komisaris independen berpengaruh positif signifikan terhadap leverage  Ukuran dewan dan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage <i>Board gender</i> , kepemilikan institusional, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, dan <i>block shareholding</i> tidak berpengaruh terhadap leverage
17.	Oktaviani (2017)	Pengaruh <i>board diversity</i> pada dewan direksi terhadap struktur modal perusahaan di Indonesia	Var. Dependen DER  Var. Independen <i>Board gender</i> Tingkat usia dewan direksi <i>Nationality</i> Latar belakang pendidikan Rapat dewan direksi Ukuran direksi Ukuran perusahaan	Analisis regresi data panel	Usia dewan direksi, <i>nationality</i> , ukuran dewan, dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap DER  <i>Board gender</i> , latar belakang pendidikan, rapat dewan, ukuran perusahaan, dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap DER

			Profitabilitas Pertumbuhan		
18.	Chin & Zakaria (2018)	<i>Board characteristics and capital structure of Malaysia consumer product sector</i>	Var. Dependen TD, STDR, LTDR  Var. Independen Ukuran dewan direksi Komisaris independen <i>Board meeting</i> Ukuran perusahaan Umur perusahaan Pertumbuhan perusahaan Profitabilitas perusahaan	Analisis regresi data panel	Umur perusahaan, <i>growth</i> berpengaruh positif signifikan terhadap TD, STDR  <i>Board meeting</i> , ukuran perusahaan, ROA berpengaruh negatif signifikan terhadap TD  Komisaris independen dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap STDR, LTDR  Ukuran dewan direksi tidak berpengaruh terhadap TD, STDR, LTDR  <i>Board meeting</i> dan ROA tidak berpengaruh terhadap STDR, LTDR
19.	Ekaputri (2018)	Analisis pengaruh koneksi politik, kepemilikan institusional, pemerintah, karakteristik dewan dan karakteristik perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan yang terdapat di BEI	Var. Dependen Struktur modal  Var. Independen Koneksi politik Kepemilikan institusional Kepemilikan pemerintah Ukuran dewan direksi Komisaris independen Ukuran perusahaan Umur perusahaan Profitabilitas	Analisis regresi data panel	Koneksi politik, ukuran perusahaan, umur perusahaan, profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal  Ukuran dewan direksi, komisaris independen, kepemilikan institusional, dan kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal
20.	Fitri & Erlita (2018)	Keberagaman dewan direksi terhadap struktur modal	Var. Dependen DER  Var. Independen Keberadaan wanita Kewarganegaraan asing Ukuran dewan Pertumbuhan penjualan Profitabilitas	Analisis regresi linier berganda	Keberadaan wanita dan kewarganegaraan asing berpengaruh terhadap DER  Pertumbuhan penjualan, profitabilitas, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap DER

			Ukuran perusahaan		
21.	Huang et al (2018)	<i>Government ownership and the capital structure of firms: Analysis of an institutional context from China</i>	<p>Var. Dependen Leverage</p> <p>Var. Independen Kepemilikan pemerintah Kepemilikan non pemerintah Kepemilikan induk BUMN</p> <p>Var. Kontrol Ukuran perusahaan Likuiditas Profitabilitas Growth opportunity Tangibilitas</p>	<i>Pooled ordinary least square regression dan time-averaged ordinary least square regression</i>	<p>Kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap leverage</p> <p>Kepemilikan induk BUMN berpengaruh negatif signifikan terhadap leverage</p> <p>Kepemilikan non pemerintah tidak berpengaruh terhadap leverage</p>
22.	Tariq & Rasheed (2018)	<i>Ownership structure, corporate governance and capital structure: evidence from countries having FPI in Pakistan</i>	<p>Var. Dependen DER</p> <p>Var. Independen Ukuran dewan Board composition CEO dualitas Kepemilikan manajerial Kepemilikan institusional</p> <p>Var. Kontrol Ukuran perusahaan ROA</p>	<i>Pooled regression analysis</i>	<p>Kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap DER</p> <p>Ukuran dewan dan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap DER</p> <p>Board composition dan CEO dualitas tidak berpengaruh terhadap DER</p>
	Perdana (2019)	Kepemilikan pemerintah dan struktur modal dalam konteks institusional BUMN Indonesia	<p>Var. Dependen DER</p> <p>Var. Independen Kepemilikan pemerintah Kepemilikan non-pemerintah</p> <p>Var. Kontrol Ukuran perusahaan Likuiditas Profitabilitas Pertumbuhan Tangibilitas</p>	<i>Pooled ordinary least square regression</i>	<p>Kepemilikan pemerintah berpengaruh negatif signifikan terhadap DER</p> <p>Kepemilikan non pemerintah tidak berpengaruh terhadap DER</p>
23.	Prasetyo dan	<i>Pengaruh good corporate</i>	Var. Dependen TDR	Analisis regresi	Konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan

	Hadiprajitno (2019)	<i>governance</i> terhadap struktur modal	Var. Independen Ukuran dewan direksi Komisaris independen Konsentrasi kepemilikan Kepemilikan manajerial Remunirasi		manjerial berpengaruh positif signifikan terhadap TDR  Remunirasi berpengaruh positif tidak signifikan terhadap TDR  Ukuran dewan direksi dan komisaris independen berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap TDR
--	---------------------	---	--	--	--

Sumber: Penelitian terdahulu diolah 2020.

## 2.4 Kerangka Pikir

### 2.4.1 Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Struktur Modal

Menurut Yu (2013) kendali pemegang saham terbesar baik itu pemerintah maupun non-pemerintah memberikan dampak yang signifikan terhadap struktur modal pada suatu perusahaan. Terdapat tiga skenario alternatif dimana pemerintah terus menjadi pemegang saham terbesar. Pertama, pemerintah dapat dengan mudah memilih untuk mempertahankan kepemilikannya terhadap perusahaan berkualitas yang memiliki prospek bagus. Karena kepemilikan pemerintah dinilai dengan harga pasar pada saat ini, pemilik pemerintah mendapat keuntungan dari peningkatan modal di pasar modal. Dalam situasi seperti ini, pemerintah akan bersedia untuk memastikan tata kelola perusahaan yang baik dengan menggunakan hutang untuk mendisiplinkan para manajer. Kedua, pemerintah dapat mempertahankan kendali pada sektor-sektor yang secara startegis penting. Untuk memfasilitasi pertumbuhan industri-industri tersebut, pemerintah dapat menyediakan lebih banyak pinjaman bank. Ketiga, pemerintah mungkin akan tetap menjadi pemilik perusahaan terbesar yang mengimplementasikan reformasi akan menciptakan kesulitan keuangan.

Pembiayaan ekuitas tidak tersedia untuk perusahaan yang bermasalah, dan pinjaman bank menjadi alternatif untuk menyelesaikan masalah pembiayaan suatu perusahaan. Ketiga skenario tersebut melibatkan pemerintah dalam perusahaan dengan pendanaan melalui bank yang dikendalikan pemerintah.

Pemerintah sebagai pemegang saham terbesar cenderung memberikan jaminan kepada perusahaan untuk dapat mengakses sumber-sumber pinjaman (kredit). Pinjaman-pinjaman tersebut menjadi titik awal bagi perusahaan untuk mengakses pendanaan eksternal. Pendanaan tersebut dapat mengurangi *agency cost* dan menggaitkan lebih banyak kreditor untuk masuk kedalam hubungan pendanaan dengan perusahaan sehingga perusahaan yang menawarkan pinjaman cenderung lebih banyak berhutang dibandingkan perusahaan lain (Adair & Adaskou, 2015). Kepemilikan saham terbesar oleh pemerintah memiliki hubungan yang positif terhadap hutang jangka panjang. Sesuai dengan *trade off theory* yang memprediksi adanya hubungan yang positif antara kepemilikan saham oleh pemerintah dengan hutang. Teori tersebut membuktikan bahwa perusahaan mempertahankan struktur modal yang optimal yaitu nilai *marginal benefit* sama dengan nilai *marginal cost* dalam penggunaan hutang (Cotei & Farhat, 2009). Penemuan tersebut konsisten dengan argumentasi bahwa pemerintah membantu perusahaan untuk mengakses hutang jangka panjang atau pemberian insentif untuk mendisiplinkan manajemen. Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis pertama yang diajukan oleh penelitian ini adalah:

**Ha1: Kepemilikan saham oleh pemerintah memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal.**

Ketika pemerintah bukan sebagai pemegang saham terbesar dari suatu perusahaan, kepemilikan saham pemerintah tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Dalam penelitian Liu et al (2011) membuktikan bahwa perilaku keuangan BUMN lebih banyak dipengaruhi oleh intervensi pemerintah sedangkan perilaku keuangan non-BUMN lebih banyak berorientasi pada dasar dan kepemilikan saham pemerintah tidak berpengaruh. Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis kedua yang diajukan oleh penelitian ini adalah:

**Ha2: Kepemilikan saham oleh non-pemerintah memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.**

#### **2.4.2 Pengaruh *Board of Directors* terhadap Struktur Modal**

Menurut UU No 40 tahun 2007 tentang Perseroan, pada umumnya direktur memiliki tugas memimpin perusahaan dengan menerbitkan kebijakan-kebijakan perusahaan, memilih, menetapkan, mengawasi tugas dari karyawan dan kepala bagian (manajer), menyetujui anggaran tahunan perusahaan, menyampaikan laporan tahunan kepada pemegang saham atas kinerja perusahaan. Dewan direksi merupakan badan tertinggi untuk pengambilan keputusan dan memiliki tanggung jawab tetap menjaga pertumbuhan perusahaan dan memaksimalkan *return* ke investor. Dewan direksi dituntut untuk memantau dan mendisiplinkan manajemen senior.

Perusahaan yang memiliki ukuran dewan direksi lebih besar dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan memiliki kemampuan lebih baik dalam mendapatkan dana dari sumber eksternal. Ukuran dewan direksi semakin besar

cenderung akan menimbulkan monitoring yang luas (badan pengendali). Dengan adanya dewan direksi dapat memecahkan dan mencegah adanya masalah agensi (Prasetyo dan Hadiprajitno, 2019). Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis ketiga yang diajukan oleh penelitian ini adalah:

**Ha3: *Board of directors* berpengaruh positif terhadap struktur modal**

#### **2.4.3 Pengaruh *Board Independence* terhadap Struktur Modal**

Komisaris independen merupakan anggota dewan komisaris yang bukan pegawai atau orang yang berurusan langsung dengan organisasi, dan tidak mewakili pemegang saham (Iryanti & Pangestuti, 2015). Dengan adanya komisaris independen didalam perusahaan sangat diharapkan mampu mengawasi tindakan atas pelaporan keuangan, sehingga perusahaan dapat menghasilkan laporan keuangan yang baik dan berkualitas. Jumlah komisaris independen yang semakin besar didalam suatu perusahaan akan menyebabkan keputusan yang diambil lebih adil dan diwujudkan demi kepentingan semua pihak bukan hanya untuk kepentingan satu pihak tertentu saja. Selain itu, dengan keberadaan komisaris independen juga mendukung untuk melakukan pengawasan dan penilaian kinerja perusahaan sehingga dapat mengambil keputusan yang tepat guna memajukan perusahaan serta mampu memberikan andil dalam keputusan pemodalan perusahaan.

Adanya komisaris independen diharapkan dapat mengurangi kecenderungan manajer melakukan kecurangan laporan keuangan serta keberadaannya tidak hanya sekedar pelengkap karena komisaris independen mempunyai tanggung jawab secara hukum (yuridis) (Dewi & Khoiruddin,

2016). Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis keempat yang diajukan oleh penelitian ini adalah:

**Ha4: *Board independence* berpengaruh positif terhadap struktur modal.**

#### **2.4.4 Pengaruh *Board Female* terhadap Struktur Modal**

Secara empiris keragaman dewan mempengaruhi pilihan pendanaan perusahaan, hasilnya menunjukkan bahwa semakin banyak gender yang terdiversifikasi, maka akan meningkatkan efisiensi dewan dan menurunkan asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan pemegang saham yang mengarah pada struktur modal dengan hutang yang lebih pendek dan sumber hutang yang lebih panjang (Alves et al., 2015).

Ting et al (2014 dan 2015) mengemukakan bahwa dewan perusahaan dengan keberadaan wanita lebih besar dapat meningkatkan rasio hutang. Mengingat perbedaan perilaku dan kecenderungan perempuan yang lebih agresif dan lebih banyak dalam mengambil risiko dibandingkan dengan pria. Perusahaan dengan dewan direksi perempuan dapat meningkatkan kepercayaan kreditor, sehingga memiliki kemungkinan besar untuk diterima pengajuan pinjamannya oleh bank karena pengajuan pinjaman dapat dipengaruhi oleh faktor struktural perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis kelima yang diajukan oleh penelitian ini adalah

**Ha5: *board female* berpengaruh positif terhadap struktur modal.**

#### **2.4.5 Pengaruh *Profitability* terhadap Struktur Modal**

*Profitability* merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dalam periode waktu tertentu. dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan



*return on asset* (ROA), dikarenakan ROA mencerminkan tingkat pengembalian dari modal yang diinvestasikan oleh perusahaan dalam keseluruhan aktiva. Semakin tinggi nilai ROA maka laba yang akan dihasilkan akan semakin tinggi sehingga banyak kas internal yang dimiliki, dan kebutuhan dana eksternal akan berkurang (N. L. P. P. Lestari & Purnawati, 2018).

Perusahaan-perusahaan yang sangat profitable pada umumnya akan mempunyai rasio hutang yang lebih rendah. Hal tersebut bukan dikarenakan perusahaan mempunyai rasio hutang yang ditargetkan rendah, akan tetapi karena perusahaan tersebut tidak memerlukan pendanaan eksternal (Husnan & Pudjiastuti, 2015). Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki dana internal yang cukup tinggi, sehingga perusahaan dapat menggunakan kelebihan dana untuk memenuhi kebutuhan modal perusahaan dibandingkan dengan menggunakan hutang. Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis keenam yang diajukan oleh penelitian ini adalah

**Ha6: *Profitability* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.**

#### **2.4.6 Pengaruh *Liquidity* terhadap Struktur Modal**

Liquidity merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan didalam membayar kewajiban jangka pendek (Van Horne dan Wachowicz, 2007). Likuiditas digunakan untuk menggambarkan seberapa likuidnya suatu perusahaan serta kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan kewajiban jangka pendek. Dengan kata lain, bahwa rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban yang segera

jatuh tempo. Likuiditas memiliki arah hubungan yang negatif terhadap struktur modal. Semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan menunjukkan bahwa semakin besar kemampuan perusahaan dalam melunasi hutang jangka pendeknya, sehingga perusahaan dapat mengurangi total hutang perusahaan (Setyawan et al., 2016).

Perusahaan akan cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari hutang karena mempunyai laba yang tinggi yang akan menjadi laba ditahan untuk pendanaan internalnya (N. L. P. P. Lestari & Purnawati, 2018). Perusahaan dengan aset likuid yang besar dapat menggunakan aset tersebut untuk berinvestasi. Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis ketujuh yang diajukan oleh penelitian ini adalah

**Ha7: Liquidity berpengaruh negatif terhadap struktur modal.**

#### **2.4.7 Pengaruh *Asset Tangibility* terhadap Struktur Modal**

*Asset tangibility* merupakan aset berwujud dari perusahaan yang menjadi salah satu pengaruh dalam keputusan pembiayaan dan biasanya aset berwujud mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi. Aset tangibilitas dapat membantu perusahaan dalam melunasi hutang-hutangnya apabila perusahaan gagal dalam melunasi hutang maka kreditur akan mengambil alih aset tangibilitas milik perusahaan sebagai jaminan pembayar hutang tersebut. Perusahaan dengan aset tangibilitas yang tinggi dapat melakukan peminjaman yang lebih tinggi pula daripada perusahaan yang memiliki aset tangibilitas yang rendah. Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis kedelapan yang diajukan oleh penelitian ini adalah

**Ha8: *Asset Tangibility* memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal.**

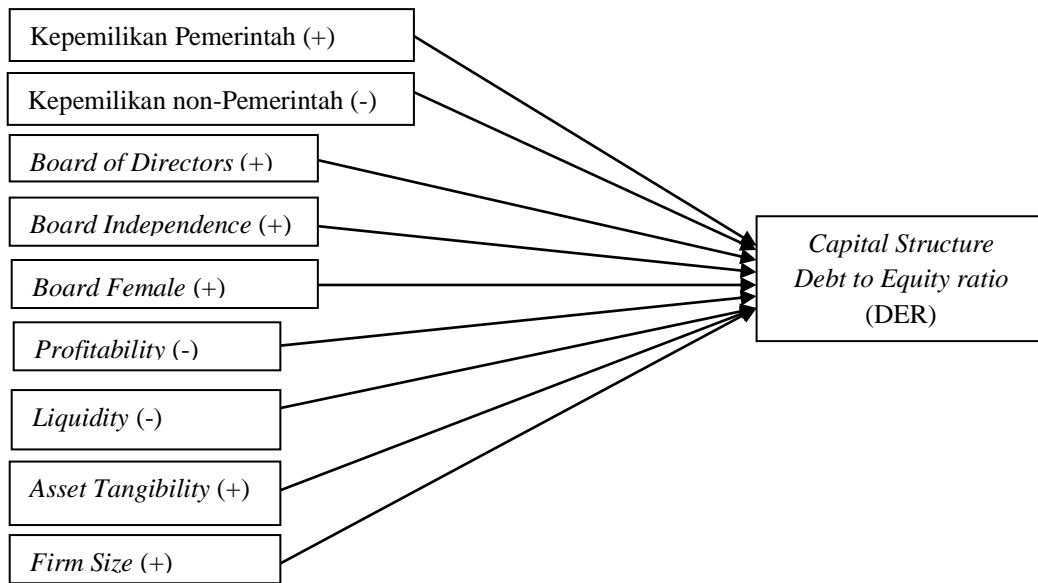
#### **2.4.8 Pengaruh *Firm Size* terhadap Struktur Modal**

*Firm Size* menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan pada total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata total aktiva (Riyanto, 2001). Semakin besar ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset, maka perusahaan akan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar pula. Semakin besar ukuran perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki jumlah aktiva yang semakin tinggi. Perusahaan dengan ukuran yang relatif besar akan cenderung menggunakan dana eksternal yang semakin besar. Hal tersebut disebabkan karena adanya kebutuhan dana yang juga semakin meningkat seiring dengan pertumbuhan perusahaan.

Pendanaan yang melalui laba ditahan (*retained earning*) akan lebih diandalkan oleh perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi (Alzomaia, 2014). Menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan diikuti dengan peningkatan *leverage* sebagai peluang investasi yang melebihi *retained earning* (laba ditahan) perusahaan (Myers, 1984). Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis kesembilan yang diajukan oleh penelitian ini adalah

**Ha9: *Firm Size* berpengaruh positif terhadap struktur modal.**

Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu serta permasalahan yang telah dikemukakan, maka dapat disajikan pada gambar 2.1 mengenai kerangka pemikiran hipotesis yang dituangkan dalam model penelitian sebagai berikut:



**Gambar 2.1**  
**Kerangka Pemikiran Teoritis**

## 2.5 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah penelitian dan teori yang mendasari dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

Ha1: Kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Ha2: Kepemilikan non-pemerintah berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Ha3: *Board of director* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Ha4: *Board independence* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Ha5: *Board female* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Ha6: *Profitability* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Ha7: *Liquidity* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Ha8: *Asset Tangibility* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Ha9: *Firm Size* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

## **BAB V**

### **PENUTUP**

#### **5.1 Simpulan**

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan pada bab sebelumnya, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Kepemilikan pemerintah secara parsial tidak berpengaruh terhadap struktur modal, artinya semakin banyak atau sedikit persentase kepemilikan pemerintah tidak mempengaruhi struktur modal.
2. Kepemilikan non-pemerintah secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, artinya semakin banyak persentase kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh non-pemerintah maka semakin menurun struktur modal perusahaan dan sebaliknya.
3. *Board of directors* secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, artinya semakin banyak dewan direksi maka akan semakin meningkat struktur modal perusahaan.
4. *Board independence* secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, artinya semakin banyak komisaris independen maka akan semakin meningkat struktur modal perusahaan.
5. *Board female* secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, artinya semakin banyak dewan direksi wanita maka akan semakin meningkat struktur modal perusahaan.

6. *Profitability* secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, artinya semakin tinggi profitabilitas maka akan semakin menurun struktur modal perusahaan dan sebaliknya.
7. *Liquidity* secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, artinya semakin tinggi likuiditas maka akan semakin menurun struktur modal perusahaan dan sebaliknya.
8. *Asset tangibility* secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, artinya semakin meningkat/menurun nilai asset tangibilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
9. *Firm size* secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, artinya semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin meningkat struktur modal perusahaan.

## **5.2 Saran**

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan serta beberapa kesimpulan, adapun saran yang dapat diberikan melalui hasil penelitian agar mendapatkan hasil yang lebih baik lagi, yaitu:

1. Bagi peneliti selanjutnya, keterbatasan dari penelitian ini adalah minimnya jumlah sampel dan data observasi yang diperoleh karena jumlah perusahaan yang kepemilikan saham yang menyertakan pemerintah di Indonesia relatif sedikit sehingga generalisasi hasil penelitian masih bersifat terbatas. Sehingga hasil penelitian ini tidak dapat dijadikan pencerminan kondisi BUMN di Indonesia secara keseluruhan. Namun untuk peneliti selanjutnya dapat mempertimbangkan penambahan jumlah data observasi dengan cara

memperpanjang periode waktu pengamatan menjadi 10 tahun atau melibatkan BUMN dari negara-negara lain yang memiliki tipe yang sama.

2. Bagi perusahaan, sebaiknya lebih memperhatikan tata kelola perusahaannya untuk menentukan struktur modal perusahaan yang optimal. *Board of directors*, *board independence*, dan *board female* lebih diperhatikan karena hasil penelitian membuktikan manajemen perusahaan lebih bisa mempengaruhi penentuan pendanaan perusahaan.
3. Bagi investor, sebelum melakukan penanaman modal pada perusahaan sebaiknya memperhatikan variabel struktur kepemilikan pemerintah ataupun non-pemerintah, *board of directors*, *board independence*, *board female*, *profitability*, *liquidity*, *asset tangibility*, dan *firms size*. Karena berdasarkan hasil penelitian variabel-variabel tersebut secara signifikan mempengaruhi struktur modal perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abobakr, M. G., & Elgiziry, K. (2016). The Effects of Board Characteristics and Ownership Structure on the Corporate Financial Leverage. *Accounting and Finance Research*, 5(1), 1–14.
- Adair, P., & Adaskou, M. (2015). Trade-off Theory vs. Pecking Order Theory and the Determinants of Corporate Leverage: Evidence from A Panel Data Analysis upon French SMEs (2002–2010). *Cogent Economics and Finance*, 3(1), 1–12.
- Agyei, A., & Owusu, A. R. (2014). The Effect of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Ghanaian Listed Manufacturing Companies. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(1), 109–118.
- Ahmadpour, A., Samimi, A. J., & Golmohammadi, H. (2012). Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Middle East Journal of Scientific Research*, 11(4), 531–535.
- Alipour, M. (2013). An Investigation of the Association between Ownership Structure and Corporate Performance: Empirical evidence from Tehran Stock Exchange (TSE). *Management Research Review*, 36(11), 1137–1166.
- Alvareza, A., & Topowijono. (2017). Analisis pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 50(4), 77–85.
- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2015). Board of Directors' Composition and Capital Structure. *Research in International Business and*



*Finance*, 35, 1–32. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.005>

Alzomaia, T. S. (2014). Capital structure determinants of publicly listed companies in Saudi Arabia. *The International Journal of Business and Finance Research*, 8(2), 53–68.

Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2015). Board of Directors' Composition and Capital Structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1–32.

Atansil, L. (2012). Studi Eksistensi Dynamic Trade-off Capital Structure pada Perusahaan Non-Finansial di BEI periode 2002-2009. *Jurnal Manajemen Teori Dan Terapan*, 5(3), 141–158.

Atmaja, Lukas Setia. 2008. *Teori & Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: CV. Andi Offset.

Buvanendra, S., Sridharan, P., & Thiyagarajan, S. (2017). Firm characteristics, Corporate Governance and Capital Structure Adjustments: A Comparative Study of listed firms in Sri Lanka and India. *IIMB Management Review*, 29(4), 245–258.

Chin, K. Y., & Zakaria, Z. (2018). Board Characteristics and Capital Structure of Malaysia Consumer Products Sector. *The International Journal of Banking and Finance*, 13(1), 71–94.

Cnbcindonesia. (2018). Utang BUMN Capai Rp 5.271 Triliun. Retrieved from: <https://www.cnbcindonesia.com/market/20181203163134-17-44759/utang-bumn-capai-rp-5271-triliun-ini-rinciannya> (diakses pada tanggal 30 Januari 2020 pukul 08.09)

Cotei, C., & Farhat, J. (2009). The Trade-Off Theory and the Pecking Order

- Theory: Are They Mutually Exclusive? *North American Journal of Finance and Banking Research*, 3(3).
- Darminto, & Manurung, A. H. (2008). Pengujian Teori Trade-Of Dan Pecking Order Dengan Satu Model Dinamis Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *International Research Journal of Business Studies*, 1(1).
- Darsono dan Ashari. 2010. Pedoman Praktis Memahami Laporan Keuangan. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Dewi, E. R., & Khoiruddin, M. (2016). Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Manajemen Laba pada Perusahaan yang Masuk dalam JII (Jakarta Islamic Index) Tahun 2012-2013. *Management Analysis Journal*, 5(3), 156–166.
- Diepen, N. van. (2015). The Effect of Gender , Age and Nationality Diversity on Company Performance – Evidence from the Netherlands. *Management and Social Science*.
- Ekaputri, S. (2018). Analisis Pengaruh Koneksi Politik, Kepemilikan Institusional, Pemerintah, Karakteristik Dewan dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Economics and Bussines*, 2(1), 1–9.
- Emoni, E. L., Muturi, W., & Wandera, R. W. (2017). Effect of Board Diversity on Capital Structure among Listed Firms in Nairobi Stock Exchange, Kenya. *International Journal of Management and Commerce Innovations*, 4(2), 141–150.
- Febriana, D., & Yulianto, A. (2012). Pengujian Pecking Order Theory di Indonesia. *Management Analysis Journal*, 6(2), 120–128.

- Fitri, L., & Erlita, V. N. (2018). Keberagaman Dewan Direksi terhadap Struktur Modal. *Jurnal Studi Manajemen Dan Bisnis*, 5(1), 1–9.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI)* tahun 2011.
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2013). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika (Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 8)*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gómez, A. P., Castro, G. Á., & Ortega, M. F. (2016). Determinants of leverage in mining companies , empirical evidence for Latin American countries. *Contaduría Y Administración*, 61(1), 26–40.
- Guna, M. A., & Sampurno, R. D. (2018). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal (Studi Kasus pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI Periode (2012-2016). *Diponegoro Journal Of Management*, 7, 1–12.
- Harris, C. K. (2014). Women Directors on Public Company Boards : Does a Critical Mass Affect Leverage? *Bussiness and Economic Faculty Publications*, 139–154.
- Gitman, J. L., & Zutter, J. C. (2012). *Principles of Managerial Finance 13th Edition*.
- Huang, X., Kabir, R., & Zhang, L. (2018). Government Ownership and the Capital Structure of Firms: Analysis of An Institutional Context from China. *China Journal of Accounting Research*, 11(3), 171–185.
- Horne, James C. Van. dan John M. Wachowicz, JR. 2007. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan 2, Edisi 12*. Jakarta: Salemba Empat. Husnan, Suad.

1998. *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek) 2. Edisi 4*. Yogyakarta: BPFPE.
- IICG. “Indonesian Good Corporate Governance Awards and Conference 2015”. ©Copyright IICG, 2015.
- Hussain, S. S., & Miras, H. (2015). The Determinants of Capital Structure for Malaysian Food Producing Companies. *International Journal of Accounting & Business Management*, 3(1), 138–161.
- Indriani, A., & Widyarti, E. T. (2013). Penentu-Penentu Struktur Modal Perusahaan yang Sahamnya Masuk Jakarta Islamic Index. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(1), 59–68.
- Iryanti, I., & Pangestuti, I. R. D. (2015). Pengaruh Corporate Governance terhadap Struktur Modal ( Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2014 ). In *Diponegoro University Institutional Repository*.
- Iswarini, T., & Ardiansari, A. (2018). The Effect of Ownership Structure, Profitability, Firm Size and Tangibility on Capital Structure. *Management Analysis Journal*, 7(4).
- Jaradat, M. S. (2015). Corporate Governance Practices and Capital Structure: A Study with Special Reference to Board Size, Board Gender, Outside Director and CEO Duality. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(5), 264–273.
- Kim, K. (2018). Matchmaking: Establishment of state-owned holding companies in Indonesia. *Asia and the Pacific Policy Studies*, 5(2), 313–330.

<https://doi.org/10.1002/app5.238>

- Lestari, F. M. (2017). Pengaruh Corporate Governnce Terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi Kasus Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2011-2015). *Management Analysis Journal*.
- Lestari, N. L. P. P., & Purnawati, N. K. (2018). Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Makanan dan Minuman di BEI. *7*(7), 3564–3593.
- Lim, D. (2017). Analisis Pengaruh Karakteristik Dewan dan Struktur Kepemilikan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan yang terdaftar di BEI. *7–31*.
- Liputan6. (2019). IFC: Perusahaan Lebih Untung Jika Banyak Direksi Perempuan. Retrieve from <https://www.liputan6.com/bisnis/read/3999380/ifc-perusahaan-lebih-untung-jika-banyak-direksi-perempuan> (diakses pada tanggal 18 Februari pukul 07.10)
- Liu, Q., Tian, G., & Wang, X. (2011). The Effect of Ownership Structure on Leverage Decision: New Evidence From Chinese Listed Firms. *Journal of the Asia Pacific Economy*, *16*(2), 254–276.
- Maftukhah, I. (2013). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kinerja Keuangan Sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, *4*(1), 69–81.
- Marfuah, S. A., & Nurlaela, S. (2017). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Asset, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Perusahaan Cosmetic and Household di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal AKuntansi Dan Pajak*, *18*(01), 16–30.

- Margaretha, F., & Ginting, K. R. (2016). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan BUMN di Indonesia. *Jurnal Ekonomi*, 7.
- Mu'alifah, S. (2016). Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Struktur Modal dengan Risiko Bisnis sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 1–20.
- Naja, Daeng. 2008. *Good Corporate Governance pada Lembaga Perbankan*. Yogyakarta: Media Pressindo.
- Nisak, N. K., & Ardiansari, A. (2016). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Harga Saham Pada Perusahaan yang Tergabung dalam LQ 45 Periode Tahun 2011-2013. *Management Analysis Journal*, 5(2), 88–95.
- Nova, K. Menyoal Istilah Board of Directors di Indonesia. (2014). <https://www.kompasiana.com/kurniawannova/54f791dda33311a3738b4784/menyoal-istilah-board-of-director-di-indonesia> (diakses pada tanggal 25 Februari 2020 pukul 09.30)
- Nisasmara, P. W., & Musdholifah. (2016). Cash Holding, Good Corporate Governance, and Firm Value. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 7(36), 117–128.
- Nugroho, M. P. (2013). *Analisis Pengaruh Corporate Governance Terhadap Struktur Modal Perusahaan ( Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2009-2011)*.
- Oktaviani, A. (2017). *Pengaruh Board Diversity Pada Dewan Direksi Terhadap Struktur Modal Perusahaan Di Indonesia*.
- Perdana, D. (2019). Kepemilikan Pemerintah dan Struktur Modal Dalam Konteks Institusional BUMN Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 7(3), POJK.05 Tahun 2019 Tentang Tata Kelola Perusahaan yang Baik bagi

Perusahaan Pembiayaan.

Prasetyo dan Hadiprajitno. (2019). *Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan dan Struktur Kepemilikan Terhadap Struktur Modal ( Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2017 )*. 4(01), 523–532.

Primantara, A. . N. A. D. Y., & Dewi, M. R. (2016). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan, Dan Pajak Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 5(5), 2696–2726.

Rahadian, A., & Hadiprajitno, P. B. (2014). Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2010-2012). *Journal of Accounting*, 3(2), 87–98.

Ranti, U. O. (2013). The Effects of Board Size and CEO Duality on Firms' Capital Structure: A Study of Selected Listed Firms in Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*, 3(8), 1033–1043.

Reminov, M. M. (2015). Pengaruh Mekanisme Tata Kelola Perusahaan Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Struktur Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2011-2013). *Diponegoro Journal of Accounting*, 4(2), 179–189.

Ridloah, S. (2010). Faktor Penentu Struktur Modal: Studi Empirik Pada Perusahaan Multifinansial. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 1(2), 144–153.

Rovers, M. L. (2014). Five Years after Lehman Brothers: Still Too Few Sisters -- Gender Diversity in the Board in the Netherlands. *SSRN Electronic Journal*,

17(2), 491–509.

Tallatov, Abra El. Mencermati Risiko Hutang BUMN. <https://www.tagar.id/mencermati-risiko-utang-bumn> (diakses pada tanggal 27 Januari 2020 pukul 09.46).

Sangeetha, M. M. (2013). Factors Determining Capital Structure : A Case study of listed companies in Sri Lanka. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(6), 236–247.

Serrasqueiro, Z., Matias, F., & Salsa, L. (2016). Determinants of capital structure : New evidence from Portuguese small firms. *A Multidisciplinary E-Journal*, 28, 13–28.

Setyawan, A. I. W., Topowijono, & Nuzula, N. F. (2016). Pengaruh Firm Size, Growth Opportunity, Profitability, Business Risk, Effect Tax Rate, Asset Tangibility, Firm Age, dan Liquidity Terhadap Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 31(1), 108–117.

Tallatov, Abra El. Mencermati Risiko Hutang BUMN. <https://www.tagar.id/mencermati-risiko-utang-bumn> (diakses pada tanggal 27 Januari 2020 pukul 09.46).

Tariq, R., & Rasheed, M. S. (2018). Ownership Structure, Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from Countries having FPI in Pakistan. *Journal of Insurance and Financial Management*, 3(5), 18–28.

Tallatov, Abra El. Mencermati Risiko Hutang BUMN. <https://www.tagar.id/mencermati-risiko-utang-bumn> (diakses pada tanggal 27 Januari 2020 pukul 09.46).

Thesarani, N. J. (2017). Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Komite Audit Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Nominal*, VI(2), 1–12.



- Undang-undang No. 19 Tahun 2003 tentang BUMN.
- Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.
- Waworuntu, S. R., Tjahjana, K. A. N. F., & Rusmanto, T. (2014). Malaysia Handbook on the Emerging Trends in Scientific Research. *Proceedings Book of ICETSR*, 243–258.
- Velnampy, P. T. (2013). Corporate Governance and Firm Performance : A Study of Sri Lankan Manufacturing Companies. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 4(3), 228–236.
- Vergas, N., Cerqueira, A., & Brando, E. (2015). The Determinants of the Capital Structure of Listed on Stock Market Non nancial Firms: Evidence for Portugal. *FEP Economic and Management*.
- Vo, X. V. (2016). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*.
- Wahab, S. N. A. A., & Ramli, N. A. (2014). The Determinants of Capital Structure: An Empirical Investigation of Malaysian Listed Government Linked Companies. *International Review of Economics and Financial Issues*, 4(4), 930–945.
- Waworuntu, S. R., Tjahjana, K. A. N. F., & Rusmanto, T. (2014). Malaysia Handbook on the Emerging Trends in Scientific Research. *Proceedings Book of ICETSR*, 243–258.
- Wibowo, S. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Invesment Opportunity Set, Tangibilitas, Earnings Volatility dan Firm Size Terhadap Struktur Modal Pada Industri Farmasi. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 18(2), 193–200.
- Wicaksana, K. A. B. (2010). Dampak Diversitas Kebangsaan Anggota Dewan

- Komisaris Dan Direksi Pada Kinerja Pasar Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 1(1), 9–17.
- Wiranata, Y. A., & Nugrahanti, Y. W. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 15(1), 15–26.
- Yoshendy, A., Achsani, N. A., & Maulana, T. B. N. A. (2015). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Barang Konsumsi di BEI tahun 2002 – 2011. *Jurnal Bisnis Dan Manajemen*.
- Yu, M. (2013). State Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies. *China Journal of Accounting Research*, 6(2), 75–87. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2013.03.003>
- Yulianto, A., Suseno, D. A., & Widiyanto. (2015). Testing Pecking Order Theory and Trade-off Theory Models in Public Companies in Indonesia. *Handbook on Business Strategy and Social Science*, 3, 3–18.
- World Bank. (2014). *Corporate governance of state-owned enterprises: A toolkit*. Washington DC: World Bank.