

## TINJAUAN ATAS TATA KELOLA PERUSAHAAN, KESEMPATAN BERTUMBUH, DAN STRUKTUR MODAL

### OVERVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE, GROWTH OPPORTUNITIES, AND CAPITAL STRUCTURE

Netta Algina Yudhianie \*

Ade Imam Muslim †

#### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal dilihat dari tata kelola dan kesempatan bertumbuh perusahaan di perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2020. Total sampel sebanyak 13 perusahaan. Metode analisis data yang digunakan adalah regresi data panel. Hasil penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa tata kelola perusahaan yang diukur dengan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, komite audit, dan kesempatan bertumbuh merupakan faktor yang signifikan memengaruhi struktur modal. Sedangkan, kehadiran kepemilikan asing dan komisaris independen tidak terbukti memengaruhi struktur modal perusahaan. Implikasi dari penelitian ini adalah pentingnya perusahaan menjaga peluang pertumbuhan, meningkatkan efektivitas komite audit, melibatkan manajer dan institusi dalam kebijakan terkait struktur modal.

**Kata Kunci:** Tata kelola, kesempatan bertumbuh, struktur modal, data panel.

#### ABSTRACT

*This study aims to investigate the factors that influence the capital structure in terms of corporate governance and growth opportunities in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange. This study uses a sample of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2015-2020 period. The total sample is 13 companies. The data analysis method used is panel data regression. The results of this study provide empirical evidence that corporate governance as measured by managerial ownership, institutional ownership, audit committees, and growth opportunities are significant factors influencing capital structure. Meanwhile, the presence of foreign ownership and independent commissioners is not proven to affect the company's capital structure. The implication of this research is the importance of companies maintaining growth opportunities, increasing the effectiveness of audit committees, involving managers and institutions in policies related to capital structure.*

**Keywords:** Corporate governance, growth opportunities, capital structure, panel data

\* Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Ekuitas, Indonesia, nettaalgina@gmail.com

† Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Ekuitas, Indonesia, imam.muslim@ekuitas.ac.id

Penulis Korespondensi : Netta Algina Yudhianie

Sitasi: N.A, Yudhianie, A.I., Muslim (2023). Tinjauan atas tata kelola perusahaan, kesempatan bertumbuh dan stuktur modal. *Jurnal Akuntansi*, 17 (1), halaman.

Artikel masuk: 29 Maret 2022; Artikel diterima: 3 Oktober 2022

## 1. PENDAHULUAN

Salah satu keputusan penting yang harus dilakukan manajer dalam kaitannya dengan keberlangsungan dan ekspansi operasi perusahaan adalah keputusan struktur modal. Badan Pusat Statistik (2020) melaporkan pertumbuhan industri manufaktur besar dan sedang tahun 2019 naik sebesar 4,01 persen dari tahun 2018. Kenaikan itu disebabkan oleh naiknya produksi industri pencetakan dan reproduksi media rekaman sebesar 19,58 persen. Sebagian besar perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia memiliki struktur dari modal sendiri daripada utang jangka panjang. Semakin kecil utang akan menyebabkan semakin kecil risiko yang harus dihadapi perusahaan, antara lain kesulitan keuangan, kegagalan membayar bunga dan pokok pinjaman sampai kebangkrutan.

Menurut Suryadi dan Irwandi (2021), dalam menjalankan kegiatan perusahaan, diperlukan optimalisasi modal untuk membiayai aktivitas perusahaan, baik aktivitas operasional maupun investasi. Struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata.

Penelitian kami berupaya menginvestigasi faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal, khususnya perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia. Adapun faktor-faktor yang kami duga memengaruhi struktur modal adalah mekanisme tata kelola dan *growth opportunity*. Mekanisme tata kelola meliputi struktur kepemilikan, kehadiran komite audit, dan komisaris independen.

Penelitian kami berangkat dari adanya fenomena perusahaan Pan Brothers (PBRX) pada tahun 2019 yang memiliki saldo tunai US\$64 juta dan *free cash* US\$36,5 juta. Bisnis Pan Brothers yang bergerak di bidang industri tekstil ini bersifat musiman dan padat modal pada puncaknya pada paruh pertama tahun 2020 karena adanya Covid-19. Hal ini akan berdampak negatif karena kas dari operasi dan peningkatan penggunaan fasilitas kredit bergulir yang akan berakhir dalam waktu kurang dari setahun. Pan Brothers akan menguras jalur kredit bergulir dan makan uang di bawah bantal. Hal ini akan meningkatkan tekanan

pada likuiditas. Tingkat utang yang lebih tinggi karena kebutuhan modal kerja akan melemahkan rasio utang/EBITDA dan EBITA/beban bunga masing-masing menjadi 5,1 kali dan 1,9 kali pada tahun 2020. Prospek negatif mencerminkan pendapatan dan modal kerja yang lebih serius saat ini karena sifat kegiatan saat ini tidak dapat diprediksi.

Kami berupaya mengisi *fenomena gap* di atas melalui konfirmasi dan bukti empiris hasil penelitian ini. Kami juga berupaya mengisi perdebatan di kalangan para peneliti dengan memberikan dukungan terhadap hasil penelitian yang sudah ada dan memberikan bukti empiris struktur modal di perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia. Permasalahan utama penelitian ini adalah apakah tata kelola dan kesempatan bertumbuh perusahaan dapat memengaruhi keputusan pendanaan dan struktur modal perusahaan.

Struktur kepemilikan saham diprediksi berpengaruh pada penentuan struktur modal. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham perusahaan cenderung akan mengurangi utang. Hal ini karena adanya pengawasan yang lebih efektif dari manajemen. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam melakukan peminjaman dana dari pihak luar (Suryadi & Irwandi, 2021). Dengan kata lain, keputusan pendanaan (struktur modal) melibatkan para pemilik saham perusahaan atau pemilik perusahaan (*principal*). Pemilik ini merupakan bagian dari struktur kepemilikan.

Kehadiran komisaris independen dan komite audit diprediksi akan memengaruhi struktur modal. Menurut Hadiprajitno (2014), komisaris independen adalah sekelompok orang atau anggota yang bukan karyawan atau berhubungan langsung dengan perusahaan dan juga tidak mewakili pemegang saham atau hubungan lain yang dapat memengaruhi kemampuan untuk beroperasi secara independen. Komisaris independen dapat membantu perusahaan dalam mengembangkan kebijakan untuk kepentingan terbaik perusahaan. Selain itu, komisaris independen dapat memberikan saran keputusan pendanaan terbaik yang dapat dilakukan oleh perusahaan.

Komite audit adalah auditor internal yang dibentuk oleh dewan komisaris. Komite audit bertugas melakukan pemantauan dan evaluasi atas perencanaan dan

pelaksanaan pengendalian intern perusahaan. Adanya komite audit diharapkan dapat memberikan pengawasan dalam setiap pengambilan keputusan pendanaan. Dengan pengawasan tersebut, perusahaan akan berusaha memilih sumber dana yang efektif, aman, dan efisien dari biaya modalnya.

Menurut Wijaya dan Ardini (2020), *growth opportunity* merupakan faktor yang dapat memengaruhi struktur modal. *Growth opportunity* ialah kesempatan suatu perusahaan untuk tumbuh pada masa yang akan datang; perusahaan yang mempunyai prospek ke depan yang baik dan pertumbuhannya pesat sangat membutuhkan dana besar pada masa yang akan datang.

Menurut Mandege dan Noormansyah (2018), perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat dalam menghadapi tingkat ketidakpastian yang tinggi cenderung mengurangi penggunaan utang atau modal eksternalnya. Perusahaan yang sedang pada tahap pertumbuhan pun akan membutuhkan dana yang sangat besar sehingga perusahaan cenderung menahan pendapatannya. Pertumbuhan aset juga berpengaruh pada kondisi modal suatu perusahaan yang menyebabkan perbandingan antara modal dan utang akan berubah. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, kepercayaan investor dan kreditor dalam berinvestasi semakin timbul.

Kami berharap artikel ini dapat memberikan kontribusi yang berarti bagi perkembangan literatur tata kelola dan struktur modal. Artikel ini memberikan informasi tata kelola yang sangat berkontribusi dalam keputusan pendanaan sehingga menjadi masukan bagi perusahaan-perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia untuk meningkatkan tata kelola dan kemampuan berkompetisi di pasar modal.

## 2. TINJAUAN LITERATUR DAN HIPOTESIS

Penelitian ini dapat kami jelaskan melalui teori *Pecking Order Theory*. Teori ini merupakan hasil pengembangan oleh Stewart C. Myers dan Majluf pada tahun 1984. Menurut Primanda (2018), *Pecking Order Theory* berasumsi bahwa sebuah perusahaan bertujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Teori ini mendeskripsikan bahwa penambahan modal perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal terlebih dahulu. Apabila memerlukan sumber dari luar,

perusahaan akan menerbitkan skema pembiayaan dari utang. Menurut Tiara dan Masruhim (2016), *Pecking Order Theory* juga menyebutkan bahwa perusahaan dengan *profitabilitas* yang tinggi cenderung akan memiliki tingkat utang rendah, bukan karena ambisi DER kecil, melainkan karena tidak membutuhkan dana eksternal.

Teori kedua yang dapat menjelaskan permasalahan penelitian ini adalah *Agency Theory*. Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976. Menurut Primanda (2018), teori keagenan untuk struktur modal berasumsi bahwa struktur modal yang optimal ditentukan dengan meminimalkan biaya konflik yang mungkin terjadi pada pihak yang terlibat, yaitu antara manajemen dan pemegang saham.

Konsep *Agency Theory* merupakan hubungan atau kontak antara *principal* dan agen. Konflik kepentingan antara *principal* dan agen dapat menimbulkan informasi asimetris. Pemegang saham berkepentingan atas *return* saham yang tinggi, sedangkan seorang manajer berkepentingan atas intensif yang tinggi dari kinerja dalam mengoperasikan perusahaan. Agen selaku pengelola mempunyai akses penuh terhadap entitas. Agen memiliki peluang dalam menyembunyikan informasi sehingga dapat memenuhi kepentingan pribadi. Kondisi inilah yang dapat memicu masalah dan konflik kepentingan dalam suatu kebijakan di dalam entitas (Dewi & Masruhim, 2016). Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajer harus diberikan imbalan dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dilakukan melalui cara-cara, seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen.

### **Pengembangan Hipotesis**

Kepemilikan manajer dalam suatu perusahaan dapat berperan untuk menyelaraskan kepentingan antara *principal* dan agen sehingga seorang manajer bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Dalam kepemilikan manajerial, pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan ialah direksi dan komisaris. Jika manajer memiliki saham perusahaan (kepemilikan manajerial), hal itu akan memengaruhi

keputusan pendanaan perusahaan karena manajer memiliki hak suara. Manajer akan berusaha mengeluarkan kebijakan yang mendorong perusahaan untuk mencapai laba yang lebih tinggi. Manajer akan menggunakan sumber pendanaan dari eksternal, yaitu penerbitan saham.

Dengan adanya kepemilikan manajerial, tingkat utang akan menjadi lebih rendah karena manajer yang kedudukannya sejajar dengan pemegang saham tidak ingin mendapatkan dividen yang lebih kecil karena bunga dari utang tersebut. Osvald dan Prasetyo (2015) serta Hadiprajitno (2014) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh pada struktur modal. Berdasarkan uraian tersebut, kami merumuskan hipotesis pertama sebagai berikut:

H<sub>1</sub> : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan pada struktur modal

Kepemilikan institusional memiliki wewenang yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lain untuk cenderung memilih proyek yang lebih berisiko dengan harapan akan mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi. Ketika jumlah modal yang sudah diinvestasikan oleh pemilik saham institusional sedikit, manajemen akan berusaha untuk mencari sumber utang yang lebih besar karena pemilik saham berkepentingan dengan arus kas perusahaan. Hal tersebut akan mencegah manajer dalam penggunaan dana yang kurang efisien.

Jika risiko kebangkrutan perusahaan tinggi, pemegang saham institusional ini akan melakukan diverifikasi investasi untuk mengelola sebuah risiko tersebut. Sebuah perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi akan berdampak memiliki proporsi kewajiban yang tinggi pula. Penelitian yang dilakukan oleh Osvald dan Prasetyo (2015) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh pada struktur modal. Berdasarkan uraian tersebut, kami merumuskan hipotesis kedua sebagai berikut :

H<sub>2</sub> : Kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan pada struktur modal

Struktur kepemilikan asing memiliki peran penting dalam sebuah perusahaan terutama untuk mendorong pengungkapan informasi perusahaan secara lebih luas. Perusahaan yang memiliki kepemilikan asing yang tinggi

cenderung memiliki tekanan lebih tinggi untuk mengungkapkan dengan terperinci segala aktivitas perusahaan dengan harapan citra perusahaan dan nilai perusahaan meningkat.

Kepemilikan asing yang menanamkan modal sahamnya pada perusahaan di Indonesia memiliki sistem manajemen, pengawasan, teknologi dan inovasi, keahlian, dan pemasaran yang cukup baik. Hal ini berpengaruh positif bagi perusahaan. Dengan demikian, penggunaan modal perusahaan akan lebih optimal dan dapat mengurangi pendanaan melalui utang. Primanda (2018) dan Primadhanny (2016) menemukan bahwa kepemilikan asing ini berpengaruh pada struktur modal. Berdasarkan uraian tersebut, kami merumuskan hipotesis ketiga sebagai berikut:

H<sub>3</sub> : Kepemilikan asing berpengaruh positif pada struktur modal

Kehadiran komisaris independen dapat berfungsi sebagai monitoring sehingga meningkatkan kredibilitas perusahaan dalam meminjam dana eksternal dari pihak kreditur. Dari penelitian yang dilakukan oleh Hadiprajitno (2014) serta Osvald dan Prasetyo (2015) ditemukan bahwa komisaris independen ini berpengaruh pada struktur modal. Berdasarkan uraian tersebut, kami merumuskan hipotesis keempat sebagai berikut:

H<sub>4</sub> : Komisaris independen berpengaruh positif signifikan pada struktur modal

Komite audit berperan dalam pengendalian internal sebuah perusahaan sehingga dapat dilaksanakan dengan baik. Kehadiran komite audit dapat membatasi manajer untuk bertindak *opportunistis* dan memakmurkan dirinya sendiri. Semakin banyak jumlah komite audit dalam sebuah perusahaan diharapkan cenderung lebih memilih utang sebagai sumber modal untuk memanfaatkan peluang investasi. Sejalan dengan itu, penelitian yang dilakukan oleh Tiara dan Masruhim (2016), Hadiprajitno (2014), serta Osvald dan Prasetyo (2015) menemukan bahwa komite audit ini berpengaruh pada struktur modal. Berdasarkan uraian tersebut, kami merumuskan hipotesis kelima sebagai berikut:

H<sub>5</sub> : Komite audit berpengaruh positif signifikan pada struktur modal

Mengacu pada *Trade-off Theory* bahwa perusahaan perlu menyeimbangkan penggunaan utang dan beban atau biaya yang ditimbulkan dari penggunaan utang tersebut agar tercipta struktur modal yang optimal. Teori tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *growth opportunity* tinggi cenderung memilih kebijakan utang dalam pendanaannya. Hal ini cukup beralasan karena penggunaan utang relatif lebih cepat dibandingkan dengan saham dalam membiayai operasional perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Primanda (2018) dan Yuliarti & Triyonowati (2020) menemukan bahwa *growth opportunity* berpengaruh pada struktur modal.

H<sub>6</sub> : *Growth opportunity* berpengaruh positif signifikan pada struktur modal

### 3. METODE PENELITIAN

#### Sampel Penelitian

Sampel penelitian ini merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015-2020. Pemilihan sampel industri manufaktur dengan pertimbangan bahwa industri manufaktur memiliki karakteristik yang lebih kompleks dibandingkan dengan industri lainnya. Kriteria yang kami gunakan untuk penentuan sampel penelitian sebagai berikut :

**Tabel 1**  
**Pemilihan Sampel Penelitian**

| Kriteria Sampel  | Jumlah |
|--|--------|
| Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015-2020                            | 149    |
| Perusahaan manufaktur yang tidak menerbitkan laporan keuangan selama 6 tahun berturut-turut dari tahun 2015-2020 | (35)   |
| Perusahaan manufaktur yang tidak menyajikan data lengkap terkait variabel yang diteliti tahun 2015-2020          | (77)   |
| Perusahaan manufaktur yang menyajikan laporan keuangan selain menggunakan nilai mata uang rupiah                 | (24)   |
| Jumlah sampel perusahaan yang digunakan  | 13     |

### **Teknik Pengumpulan Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh secara tidak langsung, yang sebelumnya telah diolah terlebih dahulu dan didapatkan oleh peneliti dari sumber yang lain sebagai tambahan informasi. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini berupa laporan keuangan perusahaan sampel yang diunduh langsung melalui *website Indonesian Stock Exchange (IDX)* atau Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015-2020.

### **Pengukuran Variabel**

Variabel penelitian ini terdiri atas variabel independen, dependen, dan kontrol. Variabel independen terdiri atas dua, yaitu mekanisme tata kelola dan *growth opportunities*. Mekanisme tata kelola diukur melalui kepemilikan manajerial, institusional asing, dan komite audit. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal. Variabel kontrol yang kami gunakan ialah umur perusahaan dan besar perusahaan. Variabel kontrol untuk mengontrol karakteristik spesifik perusahaan yang diduga memengaruhi struktur modal.

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham dari pihak manajemen baik dewan direksi maupun dewan komisaris yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan manajerial diukur dengan perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen dibandingkan dengan total seluruh saham beredar.

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh investor institusi. Menurut Primadhanny (2016), kepemilikan institusional dapat diukur dengan jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dibandingkan dengan seluruh saham yang beredar.

Perusahaan dengan kepemilikan asing yang tinggi cenderung memiliki tekanan yang lebih tinggi untuk mengungkapkan secara menyeluruh aktivitas perusahaan. Menurut Primadhanny (2016), kepemilikan asing dapat diukur dengan persentase total kepemilikan saham yang dimiliki oleh asing dibandingkan dengan seluruh saham yang beredar.

Komisaris independen menunjukkan keberadaan wakil pemegang saham secara independen dan mewakili kepentingan investor. Menurut Hadiprajitno (2014), komisaris independen dapat diukur dengan menghitung persentasenya dalam sebuah perusahaan. Dengan kata lain, dapat diukur dengan jumlah komisaris independen dibandingkan dengan jumlah seluruh komisaris.

Komite audit memiliki tugas untuk melakukan pemantauan dan evaluasi atas perencanaan dan pelaksanaan pengendalian intern perusahaan. Menurut Hadiprajitno (2014), komite audit dapat diukur dengan melihat jumlah anggota komite audit dalam suatu perusahaan.

*Growth opportunity* merupakan peluang perusahaan untuk melakukan pertumbuhan pada masa yang akan datang. Mengacu pada Wijaya dan Ardini (2020), *growth opportunity* dapat dihitung dengan membandingkan total aset periode sekarang (t) dikurangi total aset periode sebelumnya (t-1) dibandingkan dengan total aset periode sebelumnya.

Kemudian struktur modal sebagai variabel kami ukur dengan *debt to equity ratio* (DER). DER merupakan perbandingan atau proporsi antara total utang dan total ekuitas perusahaan. Terakhir sebagaimana kami sampaikan di awal bahwa kami menggunakan dua variabel kontrol, yaitu umur perusahaan dan besar perusahaan. Sebagaimana penelitian Yofi dan Elly (2018), ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural total aset perusahaan.

Menurut Yofi dan Elly (2018), umur perusahaan dihitung sejak berdiri hingga perusahaan telah menjalankan operasinya. Perusahaan yang telah lama berdiri ini dipercaya oleh investor memiliki kestabilan dan masa depan yang lebih baik karena perusahaan telah lama berdiri dan diasumsikan akan mendapatkan hasil laba yang lebih tinggi daripada perusahaan yang baru berdiri. Dalam penelitian ini umur perusahaan dihitung sejak perusahaan berdiri atau beroperasi secara komersial sampai dengan periode pengamatan tahun 2020.

### **Model Penelitian**

Sebagai upaya menjawab hipotesis yang kami ajukan, kami merumuskan model penelitian sebagai berikut :

$$DER_{it} = \beta_0 + \beta_1 Man_{it} + \beta_2 Inst_{it} + \beta_3 Fore_{it} + \beta_4 Indep_{it} + \beta_5 Aud_{it} \\ + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Control_{it} + e$$

Keterangan:

$DER_{it}$  merupakan struktur modal perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ ,

$MAN_{it}$  merupakan proporsi kepemilikan manajerial perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ ,

$INST_{it}$  merupakan proporsi kepemilikan institusional perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ ,

$FORE_{it}$  merupakan proporsi kepemilikan asing perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ ,

$INDEP_{it}$  merupakan proporsi komisaris independen perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ ,

Auditit adalah jumlah komite audit perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ ,  $Growth_{it}$  adalah

kesempatan bertumbuh perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ , dan  $Control_{it}$  merupakan

variabel kontrol besar perusahaan dan umur perusahaan perusahaan  $i$  pada tahun  $t$ .

#### **Tahapan Analisis Data**

Sebelum dilakukan analisis, data ditabulasi menggunakan program Excel untuk menemukan variabel-variabel penelitian yang telah ditetapkan sesuai dengan operasionalisasi variabel. Kemudian data dimasukkan ke dalam program Eviews. Di dalam program Eviews, data mengalami beberapa tahapan analisis. Pertama, pengujian model data panel yang paling tepat. Pada tahap ini, kami menggunakan tiga pengujian, yaitu Uji Chow, Hausman, dan LM. Pada tahap kedua data akan dideskripsikan melalui statistik deskriptif rata-rata, nilai maksimum, dan nilai minimum. Pada tahap ketiga, data akan diuji lolos tidaknya dalam asumsi klasik. Dalam tahap ini, kami menggunakan uji asumi klasik normalitas, heteroskedastitas, autokorelasi, dan multikolinieritas. Pada tahap keempat dilakukan pengujian hipotesis.

#### **4. HASIL DAN PEMBAHASAN**

Dalam penelitian ini kami menggunakan dua analisis, yaitu deskriptif dan verifikatif. Analisis deskriptif digunakan untuk menjelaskan sebaran data melalui rata-rata, nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi. Dalam analisis deskriptif kami juga melengkapinya dengan analisis korelasional untuk melihat sejauh mana setiap variabel berkorelasi. Analisis verifikatif digunakan untuk

menjelaskan signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Tabel 2 merepresentasikan analisis deskriptif.

**Tabel 2**  
**Analisis Deskriptif dan Korelasional**

|  | DER   | Man   | Inst  | Fore  | Indep | Aud   | Growth | Size  | Age   |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| <b>Panel A : Analisis Deskriptif</b>   |       |       |       |       |       |       |        |       |       |
| Mean                                   | 2,28  | 0,175 | 0,771 | 0,461 | 0,401 | 2,961 | 0,035  | 41,96 | 26,25 |
| Max                                    | 39,4  | 0,914 | 1,069 | 0,926 | 0,666 | 3,000 | 0,723  | 103,0 | 30,07 |
| Min                                    | 0,43  | 0,005 | 0,067 | 0,077 | 0,250 | 2,000 | -0,923 | 18,00 | 15,60 |
| Std. Dev                               | 5,29  | 0,241 | 0,218 | 0,229 | 0,090 | 0,193 | 0,238  | 18,64 | 3,743 |
| <b>Panel B : Analisis Korelasional</b> |       |       |       |       |       |       |        |       |       |
| DER                                    | 1.00  |       |       |       |       |       |        |       |       |
| Man                                    | -0.08 | 1.00  |       |       |       |       |        |       |       |
| Inst                                   | -0.12 | -0.63 | 1.00  |       |       |       |        |       |       |
| Fore                                   | 0.11  | -0.47 | 0.46  | 1.00  |       |       |        |       |       |
| Indep                                  | -0.06 | 0.19  | -0.25 | -0.50 | 1.00  |       |        |       |       |
| Aud                                    | 0.08  | 0.10  | -0.10 | -0.10 | 0.12  | 1.00  |        |       |       |
| Growth                                 | -0.21 | -0.03 | 0.29  | -0.12 | -0.14 | -0.10 | 1.00   |       |       |
| Sise                                   | -0.63 | 0.15  | 0.13  | -0.38 | 0.31  | 0.005 | 0.34   | 1.000 |       |
| Age                                    | -0.07 | 0.003 | 0.10  | 0.044 | -0.06 | 0.023 | -0.05  | 0.076 | 1.000 |

Sumber : Data Diolah

Berdasarkan Tabel 2 Panel A untuk struktur modal (DER) memiliki nilai rata-rata sebesar 2,28, nilai minimum diperoleh PT Kedaung Indah Can Tbk., dan nilai maksimum diperoleh PT Central Proteina Prima Tbk. Kemudian untuk variabel bebas kepemilikan manajerial (MAN) nilai rata-rata sebesar 0,17 dengan nilai minimum diperoleh PT Central Proteina Prima Tbk, dan nilai maksimum diperoleh PT Sekar Laut Tbk. Untuk variabel kepemilikan institusional (INS) nilai rata-rata sebesar 0,77 dengan nilai minimum diperoleh PT Impack Pratama Industri Tbk. dan nilai maksimum diperoleh PT Sekar Laut Tbk. Untuk variabel kepemilikan asing (FORE) nilai rata-rata sebesar 0,46 dengan nilai minimum diperoleh PT Prasadha Aneka Niaga Tbk. dan nilai maksimum diperoleh PT Central Proteina Prima Tbk. Untuk variabel komisaris independen (INDEP) nilai rata-rata sebesar 0,40 dengan nilai minimum diperoleh PT Kino Indonesia dan

nilai maksimum diperoleh PT Fajar Surya Wisesa Tbk. Untuk variabel komite audit (AUD) dengan nilai rata-rata sebesar 2,96 dengan nilai minimum diperoleh PT Indah Can Tbk., dan nilai maksimum sebesar 3,00. Untuk variabel *growth opportunity* (GROWTH) nilai rata-rata sebesar 0,04 dengan nilai minimum diperoleh PT Magna Invesma Mandiri Tbk. dan nilai maksimum diperoleh PT Kino Indonesia. Untuk variabel kontrol *firm size* (SIZE) dengan nilai rata-rata sebesar 41,96 dengan nilai minimum sebesar 18,00 dan nilai maksimum sebesar 103,00. Untuk variabel *firm age* (AGE) nilai rata-rata sebesar 26,25 dengan nilai minimum sebesar 15,61 dan nilai maksimum sebesar 30,08. Berdasarkan Tabel 2 Panel B terlihat bahwa nilai koefisien antarvariabel secara keseluruhan lebih kecil dari 0,80. Hal tersebut menunjukkan bahwa dalam hasil penelitian ini tidak terjadi multikolinearitas dalam model regresi ini.

Selanjutnya, kami melakukan pengujian verifikatif dengan terlebih dahulu melakukan pemilihan model data panel yang paling tepat. Berdasarkan pengujian *Chow*, *Hausman* dan *LM*, kami menemukan bahwa model yang paling tepat adalah *fixed effect model*. Kemudian kami melakukan pengujian asumsi klasik, yang terdiri atas uji normalitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Tabel 3 merepresentasikan hasil pengujian asumsi klasik.

**Tabel 3**  
**Uji Asumsi Klasik**

| Model Tes          | Signifikansi |
|--------------------|--------------|
| Jarque-Bera        | 0.360832     |
| Durbin-Watson stat | 0.834923     |
| C                  | 0.9715       |
| Man                | 0.8065       |
| Inst               | 0.5030       |
| Fore               | 0.9771       |
| Indep              | 0.2454       |
| Aud                | 0.4084       |
| Growth             | 0.9258       |
| Size               | 0.9589       |
| Age                | 0.8769       |

Sumber : Data Diolah, 2022

Uji normalitas bertujuan menguji apakah nilai residual yang telah distandardisasi pada model regresi berdistribusi normal atau tidak. Dalam penelitian ini, kami menggunakan tes Jarque-Bera. Berdasarkan Tabel 3 di atas diketahui bahwa nilai statistik Jarque-Bera sebesar 0,360832 dan nilai signifikan 0,83. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal.

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik. Heteroskedastisitas menunjukkan ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi. Syarat yang harus terpenuhi dalam model regresi adalah tidak terjadi gejala heteroskedastisitas. Berdasarkan Tabel 3 di atas diketahui bahwa secara keseluruhan variabel memiliki nilai signifikan lebih besar dari 0,05 sehingga model regresi tidak mengandung gejala heteroskedastisitas.

Autokorelasi merupakan korelasi yang terjadi antar-residual pada satu pengamatan dengan pengamatan lainnya pada model regresi. Autokorelasi biasa muncul karena observasi yang berurutan di sepanjang waktu dan berkaitan satu sama lain. Salah satu cara untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi ialah uji *Durbin-Watson* (DW). Uji autokorelasi juga dapat dilakukan dengan mencari nilai dU dan dL dengan menggunakan tabel *Durbin-Watson* (DW). Pada Tabel 3 di atas diketahui nilai *Durbin-Watson* sebesar 2,030862. nilai *Durbin Watson* (DW) berada di antara dU (1,8634) < DW (2,030862) < 4-dU (4-1,8634). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model tidak mengandung autokorelasi. Secara umum dapat disimpulkan bahwa model dalam penelitian ini lolos uji asumsi klasik.

Sebagaimana kami sampaikan di awal, model regresi data panel yang terpilih adalah *fixed effect model*. Berdasarkan itu, pengujian verifikatif akan dilakukan untuk melihat signifikansi pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Tabel 4 di bawah ini merepresentasikan *fixed effect model*.

**Tabel 4**  
**Pengujian Hipotesis**

| Variabel           | Koefisien | t-Statistic | Prob.     |
|--------------------|-----------|-------------|-----------|
| C                  | 122.8630  | 6.000917    | 0.0001*** |
| Man                | 0.432906  | 3.026978    | 0.0115**  |
| Inst               | 3.822418  | 2.106572    | 0.0489**  |
| Fore               | -0.219801 | -0.676679   | 0.5126    |
| Indep              | -0.232991 | -0.744307   | 0.4723    |
| Aud                | 0.149775  | 1.961929    | 0.0355**  |
| Growth             | 0.120641  | 2.328684    | 0.0400**  |
| Size               | -38.03118 | -6.346716   | 0.0001*** |
| Age                | 0.096582  | 0.812458    | 0.4338    |
| Adjusted R Square  | 0.937037  |             |           |
| F-statistic        | 22.70347  |             |           |
| Prob (F-statistic) | 0.000003  |             |           |

Sumber : Data Diolah, 2022

\*\*\* Signifikan pada level 1 %

\*\* Signifikan pada level 5 %

Tabel 4 menunjukkan bahwa hasil setiap variabel independen memiliki tingkat signifikansi yang berbeda-beda, dan koefisien model regresi ini untuk konstanta memiliki nilai sebesar 122,8630 dengan nilai prob sebesar 0,0001, artinya jika variabel independen konstan, rata-rata struktur modal perusahaan sebesar 122,8630.

Variabel kepemilikan manajerial menghasilkan koefisien regresi sebesar 0,432906, *t-statistic* sebesar 3,026978 dengan prob sebesar 0,0115 lebih kecil dari taraf signifikansi yang diharapkan ( $0,0115 < 0,05$ ). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan pada struktur modal pada level 5%. Hasil penelitian ini mengonfirmasi hipotesis pertama yang kami ajukan. Variabel kepemilikan institusional menunjukkan koefisien regresi sebesar 3,822418, *t-statistic* sebesar 2,106572 dengan prob sebesar 0,0489 lebih kecil daripada taraf signifikan yang diharapkan ( $0,0489 < 0,05$ ). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan pada struktur modal pada level 5%. Hasil ini juga mengonfirmasi hipotesis kedua yang kami ajukan.

Hasil penelitian kami mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nuraini *et al.* (2016), Yuliarti & Triyonowati (2020), dan Dewata *et al.* (2015). Namun, hasil penelitian kami berbeda dengan penelitian Khairani (2015) dan Miraza dan Muniruddin (2017). Hasil penelitian kami juga mengonfirmasi teori agensi yang kami ajukan. Kehadiran kepemilikan manajerial dan institusional merupakan mekanisme monitoring untuk menyelaraskan kepentingan *principal* dan agen. Selain itu, apabila dilihat dari *Pecking Order Theory*, hasil penelitian kami dapat mengonfirmasi bahwa kehadiran kepemilikan manajerial dan institusional menentukan dalam pemilihan struktur modal sehingga sebelum memilih pendanaan dari utang, ada kemungkinan perusahaan akan menawarkannya terlebih dahulu kepada manajerial dan institusional.

Variabel kepemilikan asing menunjukkan koefisien regresi sebesar -0,219801, diperoleh *t-statistic* sebesar 0,324823 dengan prob 0,5126 lebih besar dari taraf signifikan yang diharapkan ( $0,5126 > 0,05$ ). Hasil penelitian kami belum mengonfirmasi hipotesis ketiga dan teori yang kami ajukan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Priapsari (2020) dan (Sabrina *et al.*, 2021). Dugaan kami bahwa kepemilikan asing di perusahaan manufaktur masih sedikit sehingga tidak memengaruhi dalam keputusan pendanaan atau struktur modal.

Variabel komisaris independen menunjukkan koefisien regresi sebesar -0,232991, diperoleh *t-statistic* sebesar -0,744307 dengan prob 0,4723 lebih besar dari taraf signifikan yang diharapkan ( $0,4723 > 0,05$ ). Hasil penelitian kami belum mengonfirmasi hipotesis dan teori yang kami ajukan. Penelitian kami mendukung penelitian Pradana (2020). Kami menduga kehadiran komisaris independen berperan dalam monitoring atas kegiatan manajerial secara umum sehingga tidak memengaruhi dalam keputusan pendanaan.

Variabel komite audit menunjukkan koefisien regresi sebesar 0,149775 dengan *t-statistic* sebesar 1,961929 diperoleh prob sebesar 0,0355 lebih kecil daripada taraf signifikan yang diharapkan ( $0,0355 < 0,05$ ). Dengan demikian, komite audit berpengaruh signifikan pada level 5%. Hasil penelitian mengonfirmasi hipotesis kelima yang kami ajukan sekaligus teori agensi dan *Peckhing Order Theory*. Penelitian kami sejalan dengan penelitian Kurniawan

dan Rahardjo (2014), tetapi berbeda dengan penelitian Pradana (2020). Kami sepakat dengan teori agensi dan *Peckhing Order Theory* bahwa kehadiran komite audit sebagai monitoring dalam keputusan pendanaan atau struktur modal.

Variabel *growth opportunity* menunjukkan koefisien regresi sebesar 0,120641 diperoleh *t-statistic* sebesar 2,328684 dengan prob sebesar 0,0400 lebih kecil dari taraf signifikan yang diharapkan ( $0,0400 < 0,05$ ). Dengan demikian, *growth opportunity* berpengaruh signifikan pada level 5%. Hasil penelitian mengonfirmasi hipotesis kelima yang kami ajukan sekaligus teori agensi dan *Peckhing Order Theory*. Hasil ini mendukung penelitian Khairani (2015), dan Wijaya dan Ardini (2020), tetapi berbeda dengan penelitian Yuliarti & Triyonowati (2020) dan Mustika (2017). Kami sepakat dengan teori agensi dan *Peckhing Order Theory* bahwa pertumbuhan perusahaan yang semakin meningkat memberikan preferensi memilih kebijakan utang daripada dari ekuitas. Hal ini dapat dipahami karena semakin tumbuh perusahaan, skema utang dengan pembayaran tetap menjadi pilihan sehingga perusahaan memiliki cadangan lainnya dalam bentuk laba. Di samping itu, mekanisme tata kelola pada perusahaan besar sudah sangat baik dan memiliki sistem pengendalian internal yang sudah andal.

Variabel kontrol *firm size* menunjukkan koefisien regresi sebesar -38,03118 dengan *t-statistic* sebesar -6,346716 dan prob sebesar 0,0001 lebih kecil daripada taraf signifikan yang diharapkan ( $0,0001 < 0,05$ ). Sementara itu, variabel kontrol *firm age* menghasilkan koefisien sebesar 0,096582 diperoleh *t-statistic* sebesar 0,812458 dengan prob sebesar 0,4338 lebih besar dari taraf signifikan yang diharapkan ( $0,4338 > 0,05$ ). Berdasarkan hasil ini, ukuran perusahaan sejalan dengan *growth opportunity* dalam memengaruhi struktur modal, sementara variabel umur perusahaan tidak memengaruhi struktur modal. Kami menduga bahwa keputusan pendanaan tidak memperhatikan umur perusahaan. Perkembangan teknologi informasi seperti sekarang memungkinkan perusahaan-perusahaan *startup* yang baru berdiri memperoleh pendanaan dari luar baik dalam bentuk utang maupun ekuitas.

## 5. SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian kami berupaya untuk menginvestigasi faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal, khususnya di perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia, dari sisi tata kelola dan kesempatan bertumbuh. Untuk keperluan tersebut, kami mengumpulkan perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2020.

Hasil penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa tata kelola perusahaan yang terdiri atas kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kehadiran komite audit, dan kesempatan bertumbuh perusahaan berpengaruh signifikan pada struktur modal di perusahaan manufaktur. Sementara itu, kehadiran kepemilikan asing dan komisaris independen tidak memengaruhi struktur modal perusahaan. Kami menduga kepemilikan asing di perusahaan manufaktur masih sedikit. Selain itu, kehadiran komisaris independen berperan dalam monitoring atas kegiatan manajerial secara umum sehingga tidak memengaruhi keputusan pendanaan.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa kehadiran kepemilikan manajerial dan institusional dalam perusahaan serta kesempatan bertumbuh merupakan salah satu faktor yang sangat penting dalam struktur modal. Perusahaan harus memberikan kesempatan kepada manajerial untuk turut serta dalam pengambilan keputusan strategis dan ikut andil dalam memiliki perusahaan. Perusahaan juga harus memberikan kesempatan yang sama bagi institusional baik dalam bentuk perusahaan keuangan atau nonkeuangan untuk turut serta dalam kepemilikan sehingga dapat memberikan kontribusi dalam keputusan pendanaan. Terakhir, perusahaan harus menjaga kesempatan atau peluang bertumbuh dan berkembang dengan menjaga aset, menjaga kestabilan arus kas dan profil perusahaan di mata investor melalui pengembangan inovasi dan perbaikan tata kelola.

Penelitian ini memiliki beberapa kelemahan. Pertama, data yang kami gunakan hanya melibatkan perusahaan manufaktur dengan rentangan 2015-2020. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat melibatkan seluruh perusahaan dari berbagai industri dan rentangan waktu yang lebih panjang sehingga dapat

mengambil simpulan yang lebih baik. Kedua, peneliti dapat menggunakan mekanisme tata kelola yang lainnya yang memengaruhi struktur modal, misalnya kualitas audit.

#### DAFTAR RUJUKAN

- Dewata, E., Sari, Y., & Fithri, J. E. (2015). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional. *Sari et Al*, 30(3), 175–182.
- Hadiprajitno, P. B. (2014). Pengaruh Mekanisme Tata Kelola Perusahaan dan Struktur Kepemilikan terhadap Agency Cost. *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(2), 669–681.
- Khairani Hs, M. (2015). Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Growth Opportunity terhadap Struktur Modal dan Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri dan Konsumsi Barang Yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2012). *Journal of Chemical Information and Modeling*, 53(9), 1689–1699.
- Kurniawan, V. J., & Rahardjo, S. N. (2014). Pengaruh antara Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance) dengan Struktur Modal Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(3), 669–677.
- Miraza, C. N., & Muniruddin, S. (2017). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Variabilitas Pendapatan, Corporate Tax Rate, dan Non Debt Tax Shield terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2015. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi (JIMEKA)*, 2(3), 73–85.
- Mustika, I. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset Dan Growth Opportunity Terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi Empiris Pada Seluruh Perusahaan Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia 2010-2014). *Jurnal Akuntansi*, 5(2).
- Nuraini, Makhdalena, & Trisnawati, F. (2016). Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Economia*, 3(1), 11–28.
- Osvald, G., & Prasetyo, E. (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.
- Pradana, E. H. H. (2020). The Effect of Good Corporate Governance on Banking Profitability. *Management Science Letters*, 10(9), 2045–2052. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2020.2.007>
- Pratika, I., & Primasari, N. H. (2020). Pengaruh Komisaris Independen, Komite Audit, Ukuran Perusahaan, Leverage Dan Ukuran Kantor Akuntan Publik (Kap) Terhadap Integritas Laporan Keuangan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9(2), 109-120.

- Primadhanny, R. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Tercatat di BEI Periode 2010-2014. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 4(3), 1–9.
- Primanda, A. (2018). *Pengaruh Agency Cost, Ukuran Perusahaan, Struktur Kepemilikan, Dan Growth Opportunity Terhadap Struktur Modal Perusahaan Pada Industri Perdagangan, Jasa, dan Investasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012–2016* (Doctoral dissertation, Universitas Widyatama).
- Yuliarti, F. D., & Triyonowati, T. (2020). Pengaruh Struktur Aktiva, Operating Leverage, dan Growth Opportunity Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen (JIRM)*, 9(4).
- Sabrina, H. A., Rinofah, R., & Kusumawardhani, R. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Asing terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2019. *J-MAS (Jurnal Manajemen Dan Sains)*, 6(2), 315. <https://doi.org/10.33087/jmas.v6i2.292>
- Suryadi, D. & Irwandi, I. (2021). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva terhadap Struktur Modal dengan Leverage sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal of Economic, Management, and Accounting*, 4, 96–108.
- Tiara, D. & Masruhim, Muhammad Amir. (2016). Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Struktur Modal. *Laboratorium Penelitian dan Pengembangan FARMASI TROPIS Fakultas Farmasi Universitas Muallawarman, Samarinda, Kalimantan Timur, April*, 5–24.
- Wijaya, B. S. & Ardini, L. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity dan Firm Size terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 9(2), 1–14.
- Yofi, A. P. & Elly, S. (2018). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Umur Perusahaan, Leverage, dan Profitabilitas terhadap Manajemen Laba (Studi pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016). *Jurnal ASET (Akuntansi Riset)*, 10(1), 71–82. <https://doi.org/10.17509/jaset.v10i1.12571>