

MEKANISME *CORPORATE GOVERNANCE* DAN STRUKTUR MODAL YANG DIMODERASI UKURAN PERUSAHAAN SERTA HUBUNGANNYA DENGAN PROFITABILITAS

Muhamad Umar Mai

Politeknik Negeri Bandung, Jl. Gegerkalong Hilir, Ds. Ciwaruga Kotak Pos 1234 Bandung
umar.mai@polban.ac.id

Abstract: *The purpose of this study is to investigate and analyze the causality relationship between capital structure (leverage) and profitability (return on equity). Moreover, the main purpose of this study was to determine and analyze two important components of corporate governance mechanisms, namely institutional ownership and boards independent in control for corporate capital structure decisions (leverage). This study included firm size (total assets) as a moderating variable on the effect of institutional ownership and boards independent towards the capital structure decisions of the company (leverage) company. This research was conducted on companies categorized Jakarta Islamic Index (JII) in Indonesia Stock Exchange, with the observation period starting in 2003 until 2012. The results of this study showed that the capital structure (leverage) is positive and significant effect towards profitability (return on equity) of the company. In addition, the results of this study indicate that institutional ownership is positive and significant effect towards the level of leverage, while the boards independent is positive and significant effect towards the level of leverage. Furthermore, this study may prove that firm size moderates significantly, both for the effect of institutional ownership on the level of leverage, as well as to influence boards independent of the level of corporate leverage. The existence of firm size as a moderating variable has changed the direction of the regression coefficient for the effect of institutional ownership and boards independent of the level of leverage of the company, which was originally negative to positive and vice versa.*

Keywords: *Corporate governance mechanisms, Institutional ownership, Boards independent, Return on equity, Firm size, and leverage*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan menganalisis dan menginvestigasi hubungan sebab akibat antara Struktur Modal (*leverage*) dan profitabilitas (*return on equity*). Tujuan utama penelitian ini adalah untuk menentukan dan menganalisa dua komponen penting dalam mekanisme *corporate governance*, yakni institusi kepemilikan saham dan dewan komisaris independen yang mengatur keputusan korporasi struktur modal. Studi ini meliputi ukuran perusahaan (*total aset*) sebagai variabel moderat pada pengaruh kepemilikan saham dan dewan komisaris independen terhadap keputusan dari perseroan modal perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang termasuk dalam Jakarta Islamic Index (JII) pada indeks bursa efek Indonesia. Dengan pengamatan yang dimulai pada tahun 2003 hingga tahun 2012. Hasil penelitian ini menunjukkan, bahwa dalam struktur modal memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh institusional (*institutional ownership*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap level dari leverage, sementara dewan komisaris independen memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap level dari leverage. Terlebih lagi, penelitian membuktikan bahwa ukuran perusahaan dapat memoderasi secara signifikan, baik pengaruh saham institusi pada level leverage serta mempengaruhi dewan komisaris independen pada level leverage korporat. Adanya ukuran perusahaan sebagai variabel yang memoderasi telah mengubah arah koefisien regresi sehingga efek kepemilikan institusional pada level leverage perusahaan, yang tadinya negatif menjadi positif dan sebaliknya.

Kata kunci: *Mekanisme corporate governance, Kepemilikan saham institusi, Dewan komisaris independen, Profitabilitas, Ukuran perusahaan*

PENDAHULUAN

Keputusan sumber pendanaan (struktur modal) merupakan suatu hal yang penting dalam mendukung operasi perusahaan. Banyak teori telah dikembangkan untuk menjelaskan tentang variasi rasio utang pada masing-masing perusahaan. Secara garis besar teori tersebut menyatakan bahwa perusahaan memilih struktur pendanaan berdasar atribut yang menentukan berbagai manfaat dan biaya yang berhubungan dengan pendanaan utang dan ekuitas (Titman dan Wessels, 1988; dan Tobing, 2008). Hasil studi Christianti (2006) mengungkapkan bahwa manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan secara teliti mengenai sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih.

Static trade off theory yang dikemukakan oleh Stiglitz (1969) dalam Tobing (2008) menjelaskan bahwa seharusnya perusahaan itu mempunyai tingkat utang yang optimal, dan berusaha untuk menyesuaikan tingkat utang itu ke arah titik optimal, ketika perusahaan tersebut berada pada tingkat utang yang terlalu tinggi (*over levered*) atau terlalu rendah (*under levered*). Pada kondisi yang stabil, perusahaan akan menyesuaikan tingkat utangnya kepada tingkat rata-rata utangnya dalam jangka panjang. Titik optimal ini terjadi karena adanya pajak, sebagai faktor yang mendorong perusahaan untuk meningkatkan utangnya. Sedangkan biaya kebangkrutan merupakan faktor yang mendorong perusahaan untuk membatasi tingkat utangnya.

Penelitian mengenai struktur modal bertujuan untuk menentukan model yang dapat menjelaskan keputusan pendanaan perusahaan. Secara teoritis, faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur pendanaan sulit untuk diukur. Berbagai penelitian empiris telah dilakukan untuk mengidentifikasi faktor-faktor penentu keputusan pendanaan perusahaan. Chiarella *et al.* (1991), Buferna *et al.* (2005), Tong dan Green (2004), Christianti (2006), Adrianto dan Wibowo (2007) dan Tobing (2008), menganalisis berbagai faktor yang

menentukan pilihan struktur modal. Hasil penelitian tersebut tidak dapat menentukan secara tepat faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan, karena temuannya tidak konsisten.

Agency theory (Jensen dan Meckling, 1976) menjelaskan bahwa penyebab timbulnya konflik keagenan lebih disebabkan karena pihak manajemen tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis, risiko tersebut sepenuhnya ditanggung pihak pemilik perusahaan. Oleh karena itu, pihak manajemen cenderung untuk menyetujui pengeluaran biaya yang bersifat tidak produktif. Kecenderungan inilah yang disinyalir teori keagenan sebagai perilaku oportunistik manajerial. Jensen (1986) mengungkapkan bahwa perilaku oportunistik manajerial dalam perspektif *agency theory* dapat dijelaskan berdasarkan fungsi-fungsi pengelolaan keuangan perusahaan, yaitu fungsi investasi, fungsi pendanaan, dan fungsi dalam kebijakan dividen. Dua diantaranya dapat dijelaskan sebagai berikut:

- 1) **Fungsi investasi:** Jensen (1986) mengungkapkan bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi perusahaan melebihi ukuran optimal, dan kecenderungannya ekspansi tersebut dilakukan pada proyek investasi yang memiliki *net present value* negatif.
- 2) **Fungsi pendanaan:** *overinvestment* seperti dikemukakan Jensen (1986) dilakukan manajer dengan menggunakan dana internal dalam bentuk *free cash flow*. Manajer mempunyai kecenderungan menahan laba yang diperoleh perusahaan untuk mendanai proyek-proyek investasinya, karena dana internal ini tidak berisiko. Kondisi ini terjadi terutama pada perusahaan yang telah mencapai tahap *maturity* pada daur kehidupannya, yaitu perusahaan-perusahaan dengan ukuran yang besar.

Konsep ukuran perusahaan (*firm size*) telah banyak digunakan untuk

mengungkapkan keputusan struktur modal (Homaifar *et al.*, 1994; Bevan dan Danbold, 2001; Bhaduri, 2002; Barney, 2002; Mao, 2003; Low dan Chen, 2004; Akhtar, 2005; Supanvanij, 2006; Chen dan Strange, 2006; dalam Tobing, 2008). Diungkapkan bahwa perusahaan besar yang melakukan diversifikasi cenderung memanfaatkan kapasitas utang yang tinggi. Oleh karena itu, dapat diperkirakan perusahaan besar cenderung menerbitkan utang lebih besar dibanding perusahaan kecil.

Teori keagenan menjelaskan, *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol, diantaranya: **Pertama**, peningkatan pendanaan dengan utang bisa digunakan untuk mengendalikan konflik keagenan. Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan utang maka perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan utang. **Kedua**, meningkatkan monitoring melalui *institutional ownership*. Shleifer dan Vishny (1986), dan Coffee (1999) menyatakan bahwa kepemilikan institusional sangat berperan dalam melakukan monitoring terhadap perilaku manajer khususnya dalam meningkatkan nilai *takeover* dan dapat memaksa manajemen untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan.

Rancangan tentang mekanisme pengawasan korporasi yang efektif untuk membuat manajer bertindak atas kepentingan terbaik bagi pemegang saham menjadi perhatian utama dalam wilayah *corporate governance* dan keuangan (Allen dan Gale, 2001). Berlanjutnya penelitian pada teori keagenan adalah usaha untuk merancang suatu kerangka kerja yang tepat untuk mengontrol itu (Bonazzi dan Islam, 2007). *Corporate governance* adalah mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola perusahaan dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk

mewujudkan *shareholders value* (Monk dan Minow, 2001).

Jensen (1993) adalah ahli keuangan yang pertama menyimpulkan bahwa keanggotaan dewan komisaris merupakan bagian mekanisme *corporate governance*. Allen dan Gale (2000) dalam Beiner *et al.* (2003) menegaskan bahwa anggota dewan komisaris independen merupakan mekanisme *corporate governance* yang penting. Mereka juga menyarankan bahwa dewan komisaris yang ukurannya besar kurang efektif dibandingkan dengan dewan komisaris yang ukurannya kecil. Penelitian yang dilakukan Yermack (1996), Beasley (1996) dan Jensen (1993) juga menyimpulkan bahwa dewan komisaris yang berukuran kecil akan lebih efektif dalam melakukan tindakan pengawasan dibandingkan dewan komisaris yang berukuran besar.

Berdasarkan pada uraian dari latar belakang masalah di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk menjawab secara empiris atas pertanyaan-pertanyaan penelitian (*research questions*), yang dapat dikemukakan sebagai berikut:

1. Apakah keputusan struktur modal (*leverage*) berhubungan secara kausalitas dengan tingkat profitabilitas (*return on equity*) yang dicapai perusahaan?
2. Apakah besarnya kepemilikan saham oleh institusional (*institutional ownership*) berpengaruh terhadap keputusan struktur modal (*leverage*) perusahaan?
3. Apakah besarnya anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh terhadap keputusan struktur modal (*leverage*) perusahaan?
4. Apakah ukuran perusahaan (*firm size* diproksi *total assets*) memoderasi pengaruh *institutional ownership* dan *boards independent* terhadap tingkat *leverage*?

METODE

Struktur Modal dalam Konteks Teori

Keputusan struktur modal merupakan masalah yang menyangkut komposisi pendanaan yang digunakan perusahaan, yang berarti penentuan berapa banyak utang (*leverage*) yang akan digunakan perusahaan untuk mendanai aktivitasnya. Menentukan kebijakan struktur modal harus melibatkan *trade-off* antara risiko dan *return*. Penambahan utang memperbesar volatilitas total arus kas atau risiko bisnis perusahaan, tetapi sekaligus juga memperbesar *ultimate returns* yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi karena memperbesar utang cenderung menurunkan harga saham, akan tetapi meningkatnya *return* yang diharapkan karena menggunakan utang secara optimal akan menaikkan harga saham. Struktur modal optimal adalah struktur modal yang mengimbangkan risiko dan *return* sehingga memaksimalkan harga saham.

The Modigliani-Miller Theory

Tahun 1958 Modigliani dan Miller (MM) mempublikasikan artikel "*The Cost of capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment*". MM membuktikan, dengan asumsi-asumsi tertentu diantara dunia tanpa pajak, nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Tahun 1963, MM kembali menerbitkan makalah lanjutan berjudul "*Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction*" yang melemahkan asumsi tidak ada pajak perseroan. Perlakuan yang berbeda ini mendorong perusahaan untuk menggunakan utang dalam struktur modalnya. MM membuktikan bahwa karena bunga atas utang dikurangkan dalam perhitungan pajak, maka nilai perusahaan meningkat sejalan dengan semakin besarnya jumlah utang (Brigham dan Houston, 2001).

The Trade Off Theory

Model *trade-off* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan utang dengan biaya yang akan timbul sebagai akibat penggunaan utang tersebut (Hartono, 2003). Esensi *trade-off*

theory dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan utang. Sejauh manfaat lebih besar, tambahan utang masih diperkenankan karena menguntungkan. Apabila pengorbanan karena penggunaan utang sudah lebih besar, maka tambahan utang sudah tidak diperbolehkan.

Pecking Order Theory

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasarkan pada asimetri informasi. Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa adanya asimetri informasi, investor akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas baru. Baskin (1989) mengemukakan bahwa pemberitahuan penerbitan ekuitas baru menyebabkan nilai perusahaan turun.

Oleh karena itu, perusahaan akan lebih memilih mendanai investasinya berdasarkan urutan risiko. Myers dan Majluf (1984) mengacu terhadap masalah ini sebagai hipotesis *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal equity* terlebih dahulu dan apabila memerlukan *external finance* maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*.

Agency Theory

Teori keagenan pertama kali dikemukakan Jensen dan Meckling tahun 1976. Menurut pendekatan *agency theory*, struktur modal disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok pemangku kepentingan. Pada dasarnya *agency theory* adalah teori mengenai struktur kepemilikan perusahaan yang dikelola oleh manajer yang bukan pemilik, berdasarkan kenyataan bahwa manajer profesional bukan agen yang sempurna dari pemilik perusahaan, dengan demikian belum tentu selalu bertindak untuk kepentingan pemilik.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa masalah keagenan berhubungan dengan penggunaan ekuitas eksternal. Sebuah perusahaan yang semula dimiliki seluruhnya oleh satu orang, maka semua tindakannya

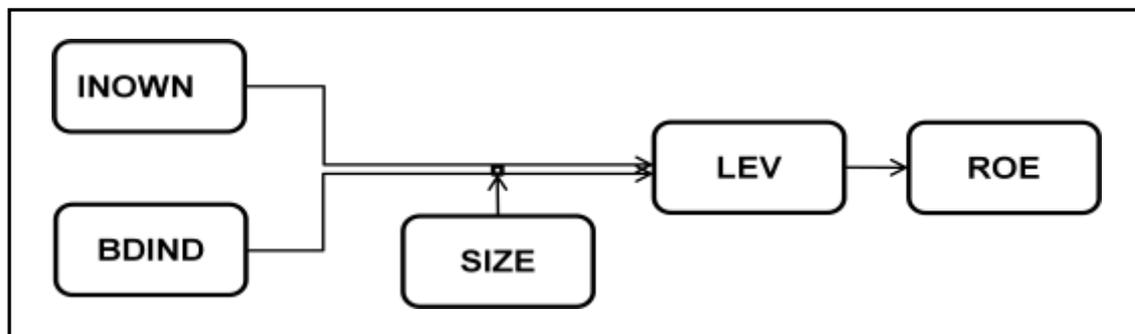
hanya memperngaruhi posisinya sendiri. Jika pemilik yang juga manajer perusahaan itu menjual sebagian dari sahamnya kepada orang lain, maka akan timbul konflik kepentingan. Keuntungan sampingan yang dibayarkan kepada pemilik-manajer yang semula sepenuhnya dinikmati sendiri, sekarang dibayar sebagian kepada pemilik baru.

Mekanisme *corporate governance* merupakan konsep yang didasarkan pada *agency theory*, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana

yang telah mereka investasikan (Shleifer dan Vishny, 1997). Sebagaimana telah dikemukakan bahwa dua komponen yang penting dari struktur dan mekanisme *corporate governance* menurut teori keagenan adalah *intitutional oenership* dan *boards independent*.

Kerangka Pemikiran dan Tujuan Penelitian

Berdasarkan pada konsep teori yang telah diuraikan pada latar belakang masalah dan landasan teori, maka model penelitian atau kerangka pemikiran yang dibangun dapat dikemukakan dalam bentuk piktografik, dalam gambar 1.



Sumber: dikembangkan untuk penelitian ini

Gambar 1
Model Piktografis Kerangka Pemikiran

Perumusan Hipotesis

Pengaruh *Leverage* terhadap *Return On Equity*

Penjelasan teori struktur modal tentang hubungan antara *return* dan keputusan *leverage* masih menunjukkan ketidaksepakatan. *Trade-off theory* menjelaskan bahwa sejauh manfaat utang itu lebih besar, maka tambahan utang masih diperkenankan. Sebaliknya, apabila pengorbanan karena penggunaan utang sudah lebih besar, maka tambahan utang dihentikan. *Pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan cenderung menggunakan *internal equity* terlebih dahulu, apabila memerlukan *external finance* maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*. Pihak manajemen cenderung mendanai proyek-proyek investasinya mengikuti hirarki risiko yang melekat pada sumber pendanaan itu sebagaimana dijelaskan *pecking order theory*. Dengan demikian,

hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1:

Tingkat *leverage* mempunyai hubungan kausalitas atau berpengaruh negatif terhadap *return on equity*.

Pengaruh *Institutional Ownership* terhadap *Capital Structure (Leverage)*

Shleiver dan Vishny (1986) menyimpulkan bahwa meningkatnya *institutional ownership* dapat mengimbangi kebutuhan terhadap utang. Tindakan *monitoring* tersebut akan mengurangi *agency cost*, karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat utang yang lebih rendah (Bathala, Moon dan Rao 1994). Hubungan antara kebijakan utang dan *institutional investor* dapat dilukiskan sebagai suatu hubungan yang bersifat *monitoring-substitutional effect*. Hasil studi Bathala, Moon dan Rao (1994) dan Moh'd, Perry dan Rimbey (1998)

berargumentasi bahwa kehadiran *institutional investor* dapat menggantikan utang untuk mengurangi konflik keagenan. Namun demikian, model penelitian ini mengikutsertakan variabel moderasi ukuran perusahaan, sehingga arah regresi cenderung berbalik. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

Hipotesis 2:

Kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investor*) berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Pengaruh *Boards Independent* terhadap *Capital Structure (Leverage)*

Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan utang perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Manajer akan bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan utang tersebut. Kehadiran anggota dewan komisaris independen, diharapkan dapat mencegah manajer berperilaku oportunistik. Namun demikian, hasil studi Myers dan Majluf (1984), dan Chen, Guo, dan Mande (2006) mengungkapkan bahwa kehadiran informasi asimetris akan membatasi akses pendanaan dari luar. Kenyataan ini mendorong perusahaan untuk memilih pendanaan internal dibanding pendanaan eksternal. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

Hipotesis 3:

Besarnya komposisi anggota dewan komisaris independen (*boards independent*) berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage* perusahaan.

Moderasi *Firm Size* atas Pengaruh *Institutional Ownership* dan *Boards Independent* terhadap *Capital Structure (Leverage)*

Hasil penelitian Saidi (2004) dan Hartono (2003) menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) mempunyai pengaruh yang positif, yang berarti kenaikan ukuran perusahaan akan diikuti dengan kenaikan struktur modal. Supanvanij (2006), Chen dan Strange

(2006) dan Tobing (2008), mengungkapkan bahwa perusahaan besar yang melakukan diversifikasi cenderung memanfaatkan kapasitas utang yang tinggi. Oleh karena itu, dapat diperkirakan bahwa perusahaan besar cenderung untuk menerbitkan utang lebih besar dibanding perusahaan kecil.

Berdasarkan penjelasan teori dan hasil penelitian sebelumnya, dapat diprediksi bahwa pengaruh *institutional ownership* dan *boards independent* terhadap tingkat *leverage* akan dimoderasi secara signifikan oleh ukuran perusahaan (*firm size*) yang diproksi *total assets*. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

Hipotesis 4a:

Pengaruh *institutional ownership* terhadap tingkat *leverage* perusahaan dimoderasi secara signifikan oleh *total assets*.

Hipotesis 4b:

Pengaruh *boards independent* terhadap tingkat *leverage* perusahaan dimoderasi secara signifikan oleh *total assets*.

Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang masuk kategori *Jakarta Islamic Index (JII)* di Bursa Efek Indonesia (BEI) antara tahun 2003-2012. Metode pengambilan sampel yang digunakan *purposive sampling*, dengan kriteria: (1) Perusahaan menerbitkan laporan keuangan dari tahun 2003-2012; (2) Perusahaan memiliki data laporan keuangan secara lengkap selama periode yang diamati; (3) Perusahaan mempunyai anggota dewan komisaris independen. Berdasarkan pada kriteria pemilihan sampel tersebut diperoleh 300 sampel perusahaan. Selanjutnya, untuk mendapatkan normalitas data secara multivariat dan untuk mendapatkan *goodness of fit* dari model penelitian, maka sebanyak 53 pasang data atau sampel perusahaan dibuang, dengan demikian data yang dianalisis adalah 247 sampel perusahaan.

Alat Analisis Data

Penelitian ini menggunakan salah satu model persamaan regresi dari

3. Moderating Variable 1 (INSZE) dan 2 (BISZE):

Interaksi antara Institutional Ownership dan Firm Size (INOWN x SIZE)

Nilai *moderating variable* yang pertama ini diperoleh dengan cara mengalikan antara nilai variabel *institutional ownership* dan nilai variabel *firm size*. Adapun nilai ukuran perusahaan atau *firm size* (SIZE) dalam penelitian ini diproksi dengan log natural (ln) dari *total assets*.

Interaksi antara Boards Independent dan Firm Size (BDIND x SIZE)

Nilai *moderating variable* yang kedua ini diperoleh dengan cara

mengalikan antara nilai variabel *boards independent* dan nilai variabel *firm size*. Seperti telah dikemukakan bahwa nilai ukuran perusahaan atau *firm size* (SIZE) dalam penelitian ini diproksi dengan log natural (ln) dari *total assets*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Penelitian ini menggunakan analisis data regresi linier sederhana untuk persamaan pertama dan regresi linier berganda untuk persamaan kedua. Hasil analisis untuk persamaan regresi pertama disajikan pada Tabel 1 berikut.

Tabel 1
Ringkasan Signifikansi Koefisien Regresi

	Unstandardized Coefficients			
	B	Std. Error	t-statistics	Sig - t
Constanta	24,355	2,413	10,094	0,000
LEV	-13,104	5,041	-2,600	0,010
R ²	0,031	Std. Error of The Estimate		13,928
Adjusted R ²	0,026	Sig F		0,010
F. Statistic	6,757	Durbin-Watson		1,848
Dependent Variable: <i>Return on Equity</i> (ROE)				

Sumber: Data yang diolah

Tabel 1 menunjukkan bahwa model persamaan regresi linier di atas mempunyai nilai *adjusted R²* sebesar 0,026. Berarti variasi dari nilai variabel ROE ditentukan oleh variasi nilai variabel LEV adalah 2,60%. *Goodness of fit* model ini adalah sangat baik, hal ini ditunjukkan dengan nilai *F statistic* sebesar 6,757 dan *significance level of significance* sebesar $\alpha = 1\%$. Pengujian terhadap seluruh komponen dari asumsi klasik yang meliputi: (1) normalitas data, (2) tidaknya heteroskedastisitas, dan (4)

$$ROE = 24,355 - 13,104 LEV + \epsilon_1 \dots \dots \dots (7)$$

sig-t. (0,000) (0,010)

Hasil analisis untuk persamaan regresi kedua dengan menggunakan program *SPSS for Windows versi 18*, dapat disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2 menunjukkan bahwa model persamaan regresi linier berganda dalam penelitian ini mempunyai nilai *adjusted R²* sebesar 0,106. Berarti variasi dari nilai

tidaknya autokorelasi, menunjukkan hasil yang sangat baik .

Berdasarkan hasil pengujian terhadap kelayakan model (*goodness of fit*) penelitian dan kepatuhan terhadap asumsi-asumsi klasik, dapat disimpulkan bahwa hasil analisis regresi linier sederhana ini adalah sangat layak untuk menguji hipotesis pertama. Selanjutnya, berdasarkan pada Tabel 1 di atas, maka dapat disusun persamaan regresi linier sederhana yang dimaksudkan, sebagai berikut:

variabel LEV ditentukan oleh variasi dari nilai-nilai variabel INOWN, BDIND, INSZE, BISZE sebesar 10,60%. *Goodness of fit* dari model ini adalah sangat baik, yang ditunjukkan dengan nilai *F statistic* sebesar 6,840 dan *level of significance* sebesar $\alpha = 1\%$. Selanjutnya, serangkaian pengujian terhadap asumsi klasik

dilakukan. Pengujian asumsi klasik tersebut meliputi: (1) normalitas data (2) tidak adanya heteroskedastisitas, (3)

tidak adanya multilinieritas, dan (4) tidak adanya autokorelasi.

Tabel 2
Ringkasan Signifikansi Koefisien Regresi

	<i>Unstandardized Coefficients</i>			
	<i>B</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Sig - t</i>
Constanta	0,727	0,086	8,428	0,000
INOWN	2,976	1,335	2,230	0,027
BDIND	-6,769	2,340	-2,893	0,004
INSZE	-0,474	0,193	-2,452	0,015
BISZE	0,938	0,337	2,780	0,006
R ²	0,124	Std. Error of The Estimate		0,182
Adjusted R ²	0,106	Sig F		0,000
F. Statistic	6,840	Durbin-Watson		2,748
Dependent Variable: Tingkat <i>Leverage</i> (LEV)				

Sumber: Hasil analisis SPSS 18

Hasil pengujian terhadap ketentuan normalitas data dengan menggunakan *Kolmogorov Smirnov Test* menunjukkan nilai koefisien *Kolmogorov-Smirnov Z* sebesar 1,068, dan *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,204 atau $> 0,05$, yang berarti nilai koefisien tersebut tidak signifikan. Dengan demikian, data yang digunakan pada penelitian ini adalah bersifat normal secara *multivariate*.

Pengujian untuk mendeteksi ada tidaknya gejala heteroskedastisitas pada model regresi di atas, digunakan metode Park Gleyser. Hasil analisis pengujian memperlihatkan bahwa *signifansi-t* untuk variabel independen INOWN adalah 0,626, BDIND 0,960, INSZE adalah 0,496 dan BISZE adalah 0,936 yang mana kelima variabel independen tersebut mempunyai nilai *sig.* lebih besar dari alpha (α) yang ditentukan yaitu 0,05. Dengan demikian model persamaan regresi linier berganda di atas terbebas dari gejala heteroskedastisitas.

Model persamaan regresi dikatakan tidak mempunyai gejala multikolinieritas apabila koefisien korelasi antara variabel independen $< 0,5$. Selanjutnya, dapat dikemukakan bahwa hasil pengujian menunjukkan bahwa koefisien korelasi antara variabel

independen INOWN dan BDIND mempunyai nilai koefisien korelasi $< 0,50$ berarti tidak ditemukan adanya gejala multikolinieritas. Sedangkan koefisien korelasi yang menyangkut variabel independen INSZE dan BISZE mempunyai nilai koefisien korelasi $> 0,50$, yang berarti bahwa pada model regresi linier tersebut ditemukan adanya gejala multikolinieritas. Kondisi ini selalu ditemukan pada setiap analisis regresi dengan mengikutsertakan *moderating variable*, dan sangat sulit untuk dihilangkan.

Pengujian ada tidaknya gejala autokorelasi dilakukan dengan memperhatikan nilai Durbin-Watson. Berdasarkan hasil analisis regresi linier berganda sebagaimana dicantumkan pada Tabel 2, model ini mempunyai nilai Durbin Watson sebesar 2,748. Sedangkan dari tabel diperoleh nilai *dL* untuk jumlah sampel $n = 216$, $k = 4$ dan $\alpha = 0,05$ adalah sebesar 1,728, nilai *dU* adalah sebesar 1,810. Dengan demikian nilai Durbin-Watson dari model persamaan regresi linier berganda ini berada pada "*dU s.d 4 - dU*" yang berarti tidak mengandung gejala autokorelasi.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap kelayakan model (*gooness of fit*) dan asumsi-asumsi klasik, maka dapat

disimpulkan bahwa hasil analisis regresi linier berganda ini adalah cukup layak untuk menguji seluruh hipotesis yang mengikutinya. Selanjutnya, berdasarkan

pada Tabel 1 di atas, maka dapat disusun suatu persamaan regresi linier berganda, sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{LEV} = & 0,727 + 2,976 \text{ INOWN} - 6,769 \text{ BDIND} - 0,474 \text{ INSZE} + \\ \text{sig-t.} & (0,000) \quad (0,027) \quad (0,004) \quad (0,015) \\ & 0,938 \text{ BISZE} + \varepsilon \dots\dots\dots \\ (8) & \\ \text{sig-t.} & (0,006) \end{aligned}$$

Pembahasan Hasil Penelitian

- 1). Hasil analisis data yang disajikan pada persamaan 7, menunjukkan bahwa pengaruh *Leverage* (LEV) terhadap *Return on Equity* (ROE) mempunyai nilai koefisien regresi -13,104 dan nilai *sig-t* 0,010, berarti suatu pengaruh negatif dan signifikan pada level $\alpha = 1\%$. Hasil pengujian ini dapat dipahami bahwa semakin tinggi ROE, maka akan semakin kecil porsi utang dalam struktur modal (LEV) perusahaan. Dengan demikian hipotesis 1, yang menyatakan bahwa *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *Return on Equity*, **dapat diterima**. Hasil penelitian ini mendukung pandangan *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa pembiayaan didasarkan pada urutan preferensi sumber dana yang memiliki risiko terkecil, yaitu laba ditahan, utang dan penerbitan ekuitas (Myers, 1984). Hasil penelitian yang konsisten dengan *pecking order theory* membuktikan bahwa rasio utang berhubungan terbalik dengan laba (Titman dan Wessels, 1988; Pao dan Chih, 2005; Tong dan Green, 2005; Chen dan Strange, 2006). Perusahaan yang mampu menghasilkan laba, lebih memilih penggunaan dana internal.
- 2). Hasil analisis data yang disajikan pada persamaan 8, menunjukkan bahwa pengaruh *Institutional Ownership* (INOWN) terhadap *Leverage* (LEV) mempunyai nilai koefisien regresi sebesar +2,976 dan nilai *sig-t* 0,050, berarti suatu pengaruh positif dan signifikan pada level $\alpha = 5\%$. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa semakin

- tingginya *Institutional Ownership*, maka akan semakin besar porsi utang dalam struktur modal (*Leverage*) perusahaan. Dengan demikian hipotesis 2, yang menyatakan bahwa *Institutional Ownership* berpengaruh positif terhadap *Leverage*, **dapat diterima**. Hasil penelitian ini mendukung pandangan *agency theory* yang menjelaskan bahwa peningkatan pendanaan dengan utang bisa digunakan untuk mengendalikan konflik keagenan (Jensen, 1986). Kehadiran *Institutional Ownership* menguatkan penjelasan *agency theory* tersebut.
- 3). Hasil analisis data yang disajikan pada persamaan 8, menunjukkan bahwa pengaruh *Boards Independent* (BDIND) terhadap *Leverage* (LEV) mempunyai nilai koefisien regresi -6,769 dan nilai *sig-t* 0,004, berarti suatu pengaruh negatif dan signifikan pada level $\alpha = 1\%$. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *Boards Independent*, maka akan semakin kecil porsi utang dalam struktur modal (*Leverage*) perusahaan. Dengan demikian hipotesis 3, yang menyatakan bahwa *Boards Independent* berpengaruh negatif terhadap *Leverage*, **dapat diterima**. Hasil penelitian ini sejalan dengan hubungan kausalitas antara *leverage* dan *return on equity* yang mengikuti apa yang dijelaskan *pecking order theory* (Myers, 1984).
- 4). Hasil analisis data yang disajikan pada persamaan 8, menunjukkan bahwa pengaruh variabel moderasi INSZE terhadap LEV mempunyai nilai koefisien regresi -0,474 dan

nilai *sig-t* 0,015, berarti suatu pengaruh negatif dan signifikan pada level $\alpha = 5\%$. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi INSZE, maka akan semakin kecil porsi utang dalam struktur modal (LEV) perusahaan. Dengan demikian hipotesis 4, yang menyatakan bahwa *Firm Size* memoderasi secara negatif pengaruh INOWN terhadap LEV, **dapat diterima**. Hasil penelitian ini kembali sejalan dengan hubungan kausalitas antara *leverage* dan *return on equity* dan sesuai dengan penjelasan *pecking order theory* (Myers, 1984).

- 5). Hasil analisis data yang disajikan pada persamaan 8, menunjukkan bahwa pengaruh variabel moderasi BISZE terhadap LEV mempunyai nilai koefisien regresi +0,938 dan nilai *sig-t* 0,006, berarti suatu pengaruh positif dan signifikan pada level $\alpha = 5\%$. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi BISZE, maka akan semakin besar porsi utang dalam struktur modal (LEV) perusahaan. Dengan demikian hipotesis 5, yang menyatakan bahwa *Firm Size* memoderasi secara positif pengaruh BDIND terhadap LEV, **dapat diterima**. Hasil penelitian ini mendukung pandangan *agency theory* yang menjelaskan bahwa peningkatan pendanaan dengan utang bisa digunakan untuk mengendalikan konflik keagenan (Jensen, 1986). Keberadaan *Boards Independent* yang diinteraksikan dengan *Firm Size* menguatkan penjelasan *agency theory* tersebut.

SIMPULAN

Kesimpulan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil analisis data dapat diketahui kedua model persamaan regresi yang dirumuskan mempunyai *adjusted R²* yang relatif kecil yaitu 0,026 dan 0,106. Namun demikian, nilai *Sig F* yang diperoleh adalah $\leq 0,010$, berarti layak pada *level of significance* 99%. Hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan model persamaan regresi terbebas dari

pelanggaran terhadap ketentuan normalitas data, multikolinieritas (relatif kecil untuk persamaan dua), heteroskedastisitas, dan auto korelasi. Selanjutnya, hasil pengujian terhadap seluruh hipotesis dapat disimpulkan sebagai berikut:

- 1). Hubungan kausalitas (pengaruh) antara tingkat *leverage* dan *return on equity* menunjukkan arah yang berlawanan (negatif). Indikasi (temuan) ini membawa pada suatu kesimpulan bahwa kebijakan struktur modal (*leverage*) dari para manajer perusahaan yang masuk kategori *Jakarta Islamic Index* (JII) cenderung untuk mengikuti penjelasan *pecking order theory*.
- 2). Keberadaan investor institusional menunjukkan kemampuannya dalam mendorong manajer perusahaan untuk menambah porsi utang dalam struktur modalnya. Hal ini sesuai dengan *agency theory* yang menjelaskan bahwa investor institusional merupakan salah satu komponen mekanisme *corporate governance* yang diprediksi dapat meredam kecenderungan manajer untuk berperilaku oportunistik.
- 3). Komponen mekanisme *corporate governance* lainnya yaitu *boards independent* (BDIND) menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *leverage*. Temuan ini mengindikasikan bahwa variabel independen BDIND tersebut selaras dengan keinginan para manajer *Jakarta Islamic Index* (JII) yang cenderung mengikuti penjelasan *pecking order theory*, dan mempunyai kecenderungan untuk berperilaku oportunistik sebagaimana dijelaskan *agency theory*.
- 3). Ukuran perusahaan (*firm size*) secara signifikan memoderasi pengaruh *institutional ownership* terhadap tingkat *leverage* dengan arah koefisien regresi negatif. Hal ini menunjukkan bahwa para investor institusional pada perusahaan-perusahaan dengan ukuran besar mempunyai kecenderungan untuk mendorong para manajer

perusahaan JII untuk mengurangi porsi utangnya.

- 4). Ukuran perusahaan (*firm size*) secara signifikan memoderasi pengaruh *boards independent* terhadap tingkat *leverage* dengan arah koefisien regresi positif. Hal ini menunjukkan bahwa anggota komisaris independen pada perusahaan-perusahaan dengan ukuran besar mempunyai kecenderungan untuk mendorong para manajer perusahaan JII untuk menambah porsi utangnya.

Implikasi Hasil Penelitian

Berdasarkan pada hasil penelitian ini dan telah diringkas dalam kesimpulan, maka implikasi yang dapat dikemukakan adalah sebagai berikut:

- 1). Keputusan struktur modal merupakan salah satu fungsi pengelolaan keuangan perusahaan yang sangat penting setelah keputusan investasi ditetapkan.
- 2). Keputusan investasi yang tepat dalam arti keputusan pada proyek-proyek investasi yang mempunyai *net present value* yang positif akan menghasilkan *return* yang relatif lebih tinggi apabila dibiayai dengan struktur modal yang optimal.
- 3). Masalah kebangkrutan akan muncul apabila perusahaan menggunakan lebih banyak utang dalam struktur modalnya. Apabila biaya kebangkrutan semakin besar, maka tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham juga semakin tinggi. Biaya modal utang juga akan semakin tinggi karena pemberi pinjaman akan membebankan bunga yang lebih tinggi sebagai kompensasi kenaikan risiko kebangkrutan. Oleh karena itu, atas dasar potensi munculnya risiko kebangkrutan inilah maka para manajer perusahaan Jakarta Islamic Index (JII) cenderung mengikuti penjelasan *pecking order theory*.

DAFTAR PUSTAKA

- Akhtar, Shumi. (2005), "The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporation", *Australian Journal of Management*. Vol. 30 No.2, pp.321- 341.
- Allen, F., dan D. Gale (2000), "Diversity of Opinion and Financing of New Technologies". *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8: pp. 68-89.
- Barney, Jay (2002), *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Second Edition. Prentice-Hall.
- Baskin, J. (1989), "An Empirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis", *Journal of Finance*, Spring edition.
- Beasley, Mark S., 1996. An Empirical Analysis of The Relation Between The Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*. Vol. 71, No 4, Oktober: 443-465.
- Beiner. S., W. Drobetz, F. Schmid dan H. Zimmermann (2003), "Is Board zise An Independent Corporate Governance Mechanism"? <http://www.wvw.unibaz.ch/cofi/publications/papers/2003/06.03.pdf>.
- Bevan, A.A., J. Danbolt (2002), "Capital structure and its determinants in the UK-a decompositional analysis". *Applied Financial Economics*, Vol 12, pp.159-170.
- Bevan, A.A., J. Danbolt (2004), "Testing for inconsistencies in the estimation of UK capital structure determinants". *Applied Financial Economics*, Vol 14, pp.55-66

- Bhaduri, Saumitra N. (2002), "Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector". *Applied Financial Economics*, Vol.12, pp.655-665.
- Buferna, F., Bangassa, K and Hodgkinson. 2005. "Determinants of Capital Structure: Evidence from Libya". Research Paper Series The University of Liverpool.
- Brigham, Eugene dan Joel F Houston, 2001. *Manajemen Keuangan II*. Jakarta:Salemba Empat.
- Chen, Jian., Roger Strange (2005). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies". *Economic Change and Restructing*, Vol 38, 11-35.
- Chen, Jian., Roger Strange (2006). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies". *Economic Change and Restructing*, Vol 38, 11-35.
- Chiarella, C., Pham, T.M., Sim, A.B., Tan, M.M.L. 1991. "Determinants of Corporate Capital Structure : Australian Evidence". Working Paper Series The University of Technology Sydney.
- Christianti, A. 2006. "Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta : Hipotesis Static Trade-off atau Pecking Order Theory". Seminar Nasional Akuntansi 9.
- Coffee, J. Jr. (1999), "The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications". *Northwestern University Law Review*, Vol. 93: pp. 641-707.
- Fernandez, Carlos, dan Silvia Goniez-Anson, (2006), "Does Ownership Structure Affect Firm Performance? Evidence From A Continental-Type Governance System", *Corporate Ownership of Control* /Vol. 3, Issue 2, (Winter 2005-2006: pp. 75-89.
- Garg, Ajay K. (2007), "Influence of Board Size and Independence on Firm Performance: A Study of Indian Companies". *Vikalpa: The Journal for Decision Makers*, Vol. 32: pp. 39-60.
- Gujarati, Damodar N. (2003), *Basic Econometrics*. Fourth Edition, International Edition. NewYork: Mc-Graw Hill/Irwin.
- Javed, Attiya Y., dan Iqbal, Robina, (2007), "Relationship between Corporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange", *MPRA Paper*. No. 2225, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/2225>
- Jensen, Michael C. and W.H. Meckling. (1976), "Theory of Firm: Theory of Firm Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol 3, No.4, pp.305-360.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Overs", *American Economics Review* Vol. 76, No 2, pp.323-329.
- Jensen, M.C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System". *Journal of Finance*, Vol. 48. (July): pp. 831-880.
- Li, Kai dan Xinlei Zhao (2007), "Asymmetric Information and Dividend Policy". Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=960974>.

- Low, Pek Yee and Kung H. Chen (2004), "Diversification and Capital Structure: Some International Evidence". *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol.23, pp.55-71.
- Mao, Connie X. (2003), "Interaction of Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, No.2, pp.399-423.
- Modigliani, F. and M.H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol.48, No.13, pp.261-297.
- Modigliani, F. and M.H. Miller (1963), "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: a Correction". *American Economics Review*.
- Monks, R.A.G., dan N. Minow, (2001), "Corporate Governance, 2nd ed". *Blackwell Publishing*.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol 13, pp.187-221.
- Pao, Hsiao Tien, and Yao Yu Chih (2005), "Comparison of Linear and Nonlinear Models for Panel Data Forecasting: Debt Policy in Taiwan". *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 8, No.3, pp.525-541.
- Shen, Ming-Jian, Chung-Cheng Hsu, dan Ming-Chia Chen (2006), "A Study of Ownership Structures and Firm Values Under Corporate Governance - The Case of Listed and OTC Companies in Taiwan's Finance Industry". *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge Vol. 8, No. 1: pp. 184-191.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance". *Journal of Finance*. Vol.52, pp.737-783.
- Stiglitz, Joseph E. (1969); A Re-Examination of Modigliani-Miller Theorem; *American Economic Review*; pp. 784 – 793.
- Supanvanij, Janikan (2006), "Capital Structure: Asian Firms vs Multinational Firms in Asia". *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge, Vol 10, No. 1, pp.324-330.
- Tang, Linda (2007), "A Simultaneous Approach to Analyzing the Relation Between Board Structure, Corporate Governance Mechanisms and Performance of Japanese Firms (1989-2001)", *A Thesis Submitted to the College of Graduate Studies and Research in Partial Fulfillment of the Requirements for the Masters of Science*, University of Saskatchewan Saskatoon.
- Titman, Sheridan and Roberto Wessels (1988). "The Determinants of Capital Structure Choice". *Journal of Finance*, Vol.XLIII, No.1, pp.1-19.
- Tobing, L. R. (2008); Studi Mengenai Perbedaan Struktur Modal Perusahaan Multinasional dengan Perusahaan Domestik yang Go-Public di Pasar Modal Indonesia: Perspektif Teori Keagenan dan Teori Kontijensi dalam Mengoptimalkan Struktur Modal Perusahaan; Disertasi Program S3 Ilmu Ekonomi UNDIP.

- Tong, G and Green, C.J. 2004. "Pecking Order or Trade-off Hypothesis ? Evidence on The Capital Structure of Companies". Working Paper Series The University of Loughborough.
- Tong, Guanqun., and Christoper J.Green (2005), "Pecking Order or Trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies". *Applied Economics*, 37, pp.2179-2189.
- Yermarck, D. (1996), "Higher Market Valuation of a Company with a small board of Directors". *Journal of Financial Economics*. Vol. 40: pp. 185-211.