

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KOMISARIS  
INDEPENDEN DAN KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP  
STRUKTUR MODAL DENGAN RATING OBLIGASI  
SEBAGAI VARIABEL MODERASI  
(Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Non Keuangan yang Terdaftar di BEI)**

**Oleh :**

**Luvita Agnesya**

**Pembimbing : Haryetti dan Ahmad Fauzan Fathoni**

*Faculty of Economics Riau University, Pekanbaru, Indonesia*

Email : [luvita28@gmail.com](mailto:luvita28@gmail.com)

*The Effects of Institutional Ownership Structure, Independent Directors and  
Investment Opportunity On Capital Structure : Using Bond Rating  
As Moderating Variable  
(Study On Non Financial Firms Listed in Indonesia Stock Exchange)*

**ABSTRACT**

*In achieving the company's goals then the necessary planning. For large companies usually not only from own property but also from investors. In managing the capital required a strategy to determine the optimal capital structure for the company to achieve its goals. This study aimed to determine the effects of institutional ownership structure, Independent directors and investment opportunity on capital structure with bond rating as moderating variable. The population in this study is non financial firms in Indonesia Stock Exchange for period 2012-2015. This study has population as many as 439 firms of non financial firms in Indonesia Stock Exchange. Samples were 38 non financial firms. This study used purposive sampling method and moderated regression analysis as analysis method. The result show that the institutional ownership structure has negative influence but not significant to the capital structure and outside directors did not have significant effect to the capital structure. Investment opportunity set has negative significant effect to the capital structure. Bond rating has negative significant influence in relation between institutional ownership structure and capital structure. But, bond rating did not have significant influence in relation between outside directors and capital structure as well as relation between investment opportunity and capital structure.*

*Keywords : Capital Structure, Institutional Ownership Structure, Outside Directors, Investment Opportunity and Bond Rating.*

**PENDAHULUAN**

Molengraaff (dalam Usman, 2000) menjelaskan pengertian perusahaan adalah keseluruhan

perbuatan yang dilakukan secara terus-menerus untuk memperoleh penghasilan, bertindak keluar, dengan cara memperdagangkan, menyerahkan atau mengadakan

perjanjian-perjanjian perdagangan. Sedangkan Polak (dalam Usman, 2000) menyatakan arti perusahaan yaitu apabila perhitungan laba rugi yang dapat diperkirakan dan dicatat dalam pembukuan. Dapat disimpulkan bahwa perusahaan merupakan badan usaha yang menjalankan kegiatan dalam bidang perekonomian yang dilakukan terus-menerus dan bertujuan memperoleh keuntungan (laba).

Untuk mencapai tujuan perusahaan maka diperlukan perencanaan. Apalagi bagi perusahaan besar yang memerlukan modal untuk mengembangkan perusahaannya. Untuk perusahaan besar biasanya modal bukan hanya dari milik sendiri tapi juga dari investor yang menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Artinya perusahaan bertanggung jawab untuk mengelola dengan baik modal dari para investor tersebut. Maka perusahaan memerlukan strategi untuk menentukan struktur modal yang optimal agar perusahaan dapat mencapai tujuannya.

Rodoni dan Ali (2010) mengatakan bahwa struktur modal merupakan proporsi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dimana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau paduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama yaitu dari dalam dan luar perusahaan. Dalam pemilihan struktur modal terdapat berbagai pertimbangan diantaranya dalam memilih sumber mana yang akan digunakan oleh perusahaan sebagai modal, apakah sumber internal yang berupa laba ditahan atau sumber eksternal. Pada sumber internal perusahaan dapat memilih

menggunakan utang atau mengeluarkan saham baru.

Pada teori mengenai struktur modal yaitu *pecking order theory* yang dijelaskan oleh Dewi (2016), menyatakan bahwa perusahaan akan lebih menyukai dana internal daripada dana eksternal. Tetapi ketika perusahaan memerlukan dana eksternal maka perusahaan akan memilih untuk menggunakan dana eksternal dengan resiko yang paling rendah dimulai dari utang, saham preferen dan kemudian saham biasa.

Setelah *pecking order theory* ada juga *agency theory* yang terkait dengan struktur modal. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa teori agensi mengacu pada tujuan utama manajemen keuangan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Untuk tujuan tersebut maka manajemen berkecenderungan untuk memperoleh laba yang sebesar-besarnya dengan biaya kecil, karena manajemen tidak menyukai resiko.

Untuk mengurangi *agency cost* perusahaan dapat menggunakan kepemilikan institusional, karena memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui monitoring secara efektif. Rahayu dan Faisal (2005) menjelaskan bahwa kepemilikan institusional dapat mempengaruhi struktur permodalan dikarenakan dorongan untuk memonitor dan mempengaruhi manajemen untuk melindungi investasi mereka yang signifikan.

Selain kepemilikan institusional ada juga komisaris independen yang dapat membantu mengurangi *agency cost*. Komisaris independen 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 dapat membantu perusahaan membuat kebijakan semata-mata untuk kepentingan perusahaan. Sheikh dan Wang (2012) dalam penelitiannya menunjukkan hasil bahwa komisaris independen (*outside directors*) mempunyai hubungan yang positif terhadap *capital structure*.

Pertumbuhan perusahaan merupakan suatu harapan penting yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun pihak eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Bagi investor pertumbuhan perusahaan merupakan sebuah prospek yang menguntungkan, karena investasi yang ditanamkan akan memberikan *return* yang tinggi dimasa yang akan datang (Sari, 2015). Menurut Erosvitha dan Wirawati (2016) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Selain kesempatan investasi, investor juga dapat melihat *bond rating* untuk dijadikan pedoman dalam berinvestasi. Peringkat obligasi penting karena memberikan pernyataan yang informative dan memberikan sinyal tentang probabilitas default hutang perusahaan (Sari, 2015).

Pada penelitian ini, peneliti menguji pengaruh struktur kepemilikan institusional, komisaris independen, kesempatan investasi terhadap struktur modal dengan *rating* obligasi sebagai variabel moderasi.

Adapun rumusan masalah pada penelitian ini yaitu apakah struktur kepemilikan institusional, komisaris independen dan kesempatan investasi berpengaruh terhadap struktur modal? serta apakah *rating* obligasi dapat memoderasi pengaruh struktur kepemilikan institusi, komisaris independen kesempatan investasi terhadap struktur modal?

Tujuan dari penelitian ini yaitu untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan institusional, komisaris independen dan kesempatan investasi terhadap struktur modal dan menguji *rating* obligasi dapat memoderasi pengaruh struktur kepemilikan institusi, komisaris independen kesempatan investasi terhadap struktur modal.

## TINJAUAN PUSTAKA

### *Pecking Order Theory*

*Pecking order theory* menyatakan bahwa manajer lebih menyukai pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Jika perusahaan membutuhkan pendanaan dari luar, manajer cenderung memilih surat berharga yang paling aman, seperti utang. Perusahaan dapat menumpuk kas untuk menghindari pendanaan dari luar perusahaan (Sudana, 2011).

### *Agency Cost*

Menurut Horne-Wachowicz (dalam Ambarwati, 2010) biaya keagenan adalah biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan utang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan dengan kreditor. Timbulnya *agency cost* juga akibat dari penggunaan utang pada struktur modal. Peningkatan *agency cost* akibat dari hubungan antara

pemegang saham dengan manajer-manajer dan antara *debt holder* dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling dalam Sukardi, 2009).

### **Signaling Theory**

Sudana (2011) menjelaskan bahwa berdasarkan *signaling theory*, perusahaan yang mampu menghasilkan laba cenderung meningkatkan jumlah utangnya, karena tambahan pembayaran bunga akan diimbangi dengan laba sebelum pajak. Semakin sukses suatu perusahaan, kemungkinan akan menggunakan lebih banyak utang. Perusahaan ini dapat menggunakan tambahan bunga untuk mengurangi pajak atas laba perusahaan yang lebih besar. Perusahaan yang rasional akan menambah utang jika tambahan

### **Struktur Kepemilikan Institusional**

Menurut Wahidahwati (dalam Kurniawan, 2014) kepemilikan institusional merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain). Kepemilikan institusional diharapkan mampu meminimalkan konflik keagenan karena manajer diharapkan bisa membuat keputusan utang dan dividen yang berpihak pada kepentingan pemegang saham institusional ini.

### **Komisaris Independen**

Menurut UU No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas pasal 120 ayat 2, komisaris independen merupakan orang yang diangkat berdasarkan keputusan RUPS dari pihak yang tidak terafiliasi dengan pemegang saham utama, anggota direksi dan atau anggota

dewan komisaris lainnya dan dipilih oleh pemegang saham minoritas yang bukan pemegang saham pengendali (Reminov, 2015). Istilah komisaris independen menunjukkan keberadaan mereka sebagai wakil dari pemegang saham independen (minoritas) dan juga mewakili kepentingan investor (Surya & Yustiavandana, 2006).

### **Kesempatan Investasi**

Menurut Myers (1984) perusahaan adalah kombinasi antara nilai aktiva riil dan opsi investasi masa depan atau disebut set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*). Opsi investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan dimasa mendatang (Terestiani, 2011). Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar, memiliki alternatif-alternatif investasi dengan *net presentvalue* (NPV) yang positif.

### **Ukuran Perusahaan**

Dalam Brigham dan Houston (2001) menjelaskan bahwa ukuran perusahaan adalah rata-rata total penjualan bersih untuk tahun yang bersangkutan sampai beberapa tahun. Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata total penjualan aset dan rata-rata total aktiva (Sujianto, 2001).

### **Rating Obligasi**

Keown, et al (1999) menyatakan bahwa obligasi secara sederhana merupakan surat perjanjian sanggup bayar (*promissory note*) jangka panjang, yang dikeluarkan oleh si peminjam dengan janji dengan

si pemegangnya pembayaran suatu nilai bunga tetap setiap tahun yang telah ditentukan sebelumnya. Menurut Sudana (2011), investor mempunyai bahan pertimbangan dalam memilih obligasi yang diterbitkan oleh berbagai perusahaan yaitu informasi mengenai peringkat obligasi tersebut. Penting untuk diketahui bahwa peringkat obligasi hanya mempertimbangkan kemungkinan perusahaan penerbit gagal memenuhi kewajibannya, baik untuk membayar bunga maupun nilai nominalnya.

### **Kerangka Pemikiran Dan Pengembangan Hipotesis**

#### **Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal**

Kepemilikan institusional akan mengontrol dan mengarahkan manajer sehingga pengawasan tersebut dapat membantu para kreditor mempercayai perusahaan untuk memberikan pinjaman dan membayar kembali kewajiban tersebut. Pemilik saham institusional lebih menyukai tingkat utang yang tinggi karena akan mengurangi pajak perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Reswari, *et al* menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara parsial signifikan terhadap struktur modal. Fitriyah dan Hidayat (2011) menjelaskan bahwa hasil penelitiannya yaitu kepemilikan institusional secara simultan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap utang.

H1: Struktur kepemilikan institusional berpengaruh terhadap struktur modal

#### **Pengaruh komisaris independen terhadap struktur modal**

Struktur modal dapat diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio* (DER). DER dapat menunjukkan tingkat resiko suatu perusahaan, dimana semakin tinggi DER maka semakin tinggi risiko suatu perusahaan karena pendanaan dari unsur utang lebih besar daripada modal sendiri (*equity*), hal ini membawa dampak pada menurunnya harga saham di bursa sehingga *return* saham akan menurun (Terestiani, 2011).

Sheikh dan Wang (2012) mengungkapkan bahwa komisaris independen (*outside directors*) mempunyai hubungan positif terhadap *capital structure*. Nugroho (2013) dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.  
H2: Komisaris independen berpengaruh terhadap struktur modal

#### **Pengaruh kesempatan investasi terhadap struktur modal**

Kesempatan investasi merupakan tersedianya berbagai alternatif bagi para investor untuk dapat menanamkan modal di suatu perusahaan. Modal yang tersedia bisa merupakan obligasi atau surat tanda utang perusahaan dan saham preferen atau pun saham biasa. Maka meningkatnya kesempatan investasi perusahaan akan membuat peningkatan baik pada utang ataupun laba perusahaan. Menurut Herdinata (dalam Terestiani, 2011), kebijakan pendanaan perusahaan yang berpotensi tumbuh tinggi diduga mempunyai kesempatan investasi yang tinggi sehingga membutuhkan dana yang tinggi dimana tidak cukup jika hanya didanai internal. Fama, *et al* (dalam Terestiani, 2011) juga

menyatakan utang biasanya akan bertambah ketika investasi yang dilakukan melebihi laba ditahan dan utang berkurang jika investasi kurang dari laba ditahan. Sehingga akan mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Erosvitha, *et al* (2016) dan Terestiani (2011) juga menunjukkan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh positif dan signifikan pada struktur modal.

H3: Kesempatan investasi berpengaruh terhadap struktur modal

#### **Pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap struktur modal dengan *rating* obligasi sebagai variabel moderasi**

Dengan adanya kepemilikan institusional di perusahaan maka akan meningkatkan pengawasan terhadap manajemen. Sehingga manajemen akan berusaha mengoptimalkan nilai perusahaan yang akan meningkatkan kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang baik akan memberikan keuntungan bagi perusahaan maupun investor. Peningkatan kinerja tersebut juga akan mempengaruhi rating obligasi perusahaan menjadi lebih baik. *Rating* obligasi yang baik juga akan membuat para investor berminat untuk membeli obligasi perusahaan dan pembelian obligasi tersebut tentu saja akan meningkatkan utang serta bunga perusahaan.

H4: *Rating* obligasi memoderasi hubungan antara struktur kepemilikan institusional dan struktur modal.

#### **Pengaruh komisaris independen terhadap struktur modal dengan *rating* obligasi sebagai variabel moderasi**

Semakin kuat komisaris independen, maka pendanaan modal akan semakin besar karena berpengaruh kepada keputusan yang diambil. Perusahaan akan memilih utang untuk dijadikan sumber pendanaan modal perusahaan karena mempunyai resiko yang lebih kecil dan untuk mencegah terjadinya *moral hazzard* (Rahadian, 2014). Jika *rating* obligasi perusahaan baik maka akan meningkatkan utang, sehingga pendanaan modal perusahaan meningkat dan dapat digunakan untuk mengembangkan perusahaan menjadi lebih baik.

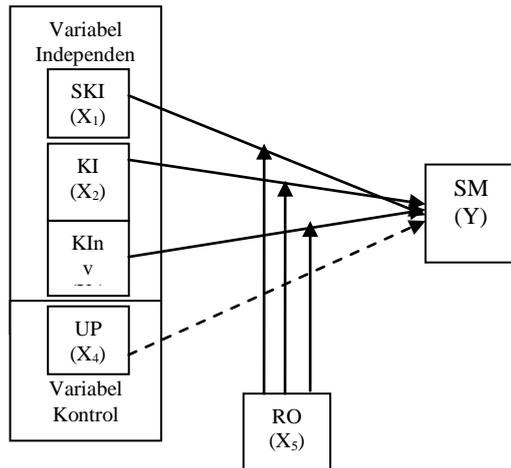
H5: *Rating* Obligasi memoderasi hubungan antara komisaris independen dan struktur modal.

#### **Pengaruh kesempatan investasi terhadap struktur modal dengan *rating* obligasi sebagai variabel moderasi**

Jika *rating* obligasi suatu perusahaan baik maka akan memperbesar kesempatan investasi bagi para investor untuk menanamkan modal di perusahaan. Karna *rating* obligasi menunjukkan persentase resiko gagal bayar oleh perusahaan kepada kreditur. Berarti *rating* obligasi yang baik akan meningkatkan kesempatan investasi bagi investor yang akan membuat tingkat utang perusahaan meningkat dan laba menurun. Dengan adanya *rating* obligasi yang baik akan membuat utang perusahaan meningkat karena meningkatnya kesempatan investasi yang membuat investor tertarik untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut.

H6: *Rating* obligasi memoderasi hubungan antara kesempatan investasi dan struktur modal.

**Gambar 1**  
**Model Penelitian**



**Sumber :** *Data Olahan, 2017*

## METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan tahun pengamatan 2012-2015. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2012-2015 yaitu sebanyak 439 perusahaan. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* sehingga diperoleh 38 sampel pada penelitian ini.

### Definisi Operasional Variabel

#### Variabel Dependen

##### Struktur Modal

Struktur modal adalah kombinasi atau perimbangan antara utang dan modal sendiri (saham preferen dan saham biasa) yang digunakan perusahaan untuk merencanakan mendapatkan modal. Rumus struktur modal diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{DebttoEquityRatio(DER)} = \frac{\text{TotalUtang}}{\text{TotalEkuitas}}$$

#### Variabel Independen

##### Struktur Kepemilikan Institusional

Menurut Wahidahwati (dalam Kurniawan,2014) kepemilikan institusional merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain).Rumus kepemilikan institusional diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

##### Komisaris Independen

Komisari independen merupakan anggota dewan komisaris yang bukan pegawai atau orang yang berurusan langsung dengan perusahaan, dan tidak mewakili pemegang saham. Rumus komisari independen diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Komisari Independen} = \frac{\text{Jumlah komisaris independen}}{\text{Jumlah anggota komisaris perusahaan}}$$

##### Kesempatan Investasi

Kesempatan investasi merupakan kombinasi pertumbuhan aktiva dan ekuitas yang dimiliki perusahaan dalam keputusan investasi di masa yang akan datang. Di lihat dari penelitian-penelitian sebelumnya maka set kesempatan investasi diukur dengan proksi *Market Value To Book of Equity* (MV/BE) (Sari, 2015).

$$\text{(MV/BE)} = \frac{\text{Jumlah lembar saham beredar} \times \text{closingprice}}{\text{Totalekuitas}}$$

#### Variabel Moderasi

### Rating Obligasi

Rating obligasi adalah proses untuk menentukan tingkat resiko yang melekat pada sebuah perusahaan yang akan menerbitkan obligasi. Peningkatan obligasi di Indonesia dilakukan oleh PT. Pefindo. Skala yang digunakan dalam penelitian ini yaitu skala rasio. Rating obligasi dikonversikan ke dalam angka yang berkisar antara 0 sampai dengan 18.

### Variabel Kontrol

#### Ukuran Perusahaan

Dalam Brigham dan Houston (2001) menjelaskan bahwa ukuran perusahaan adalah rata-rata total penjualan bersih untuk tahun yang bersangkutan sampai beberapa tahun. Rumus komisari independen diformulasikan sabagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{LN Total Asset}$$

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Hasil Statistik Deskriptif

**Tabel 1**  
Statistik Deskriptif  
Descriptive Statistics

	N	Min.	Max.	Mean	Std. Deviation
Struktur Modal	151	,18	14,38	1,7368	1,85162
Struktur Kepemilikan Institusional	151	,33	,97	,6486	,16637
Komisaris Independen	151	,25	,80	,3842	,08111
Kesempatan Investasi	151	,02	8,69	2,2247	1,73178
Ukuran Perusahaan	151	12,65	18,34	15,4026	1,19536
Rating Obligasi	151	,06	,11	,0807	,01025
Moderasi1	151	,02	,09	,0522	,01450
Moderasi2	151	,02	,05	,0309	,00704
Moderasi3	151	,00	,66	,1850	,14933
Valid N (listwise)	151				

Sumber : Data Olahan, 2017

Gambaran mengenai variabel-variabel penelitian disajikan dalam

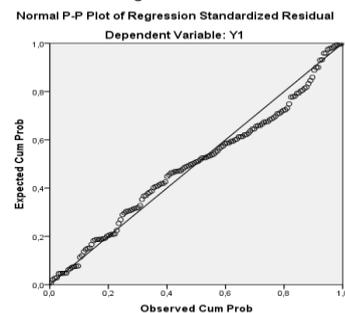
tabel *deskriptive statistics*, pada tabel diatas.

### Uji Asumsi Klasik

#### Uji Normalitas

Untuk melihat normalitas data dari model penelitian ini, dapat dilihat pada gambar 2 dibawah ini:

**Gambar 2**  
Hasil Uji Normalitas



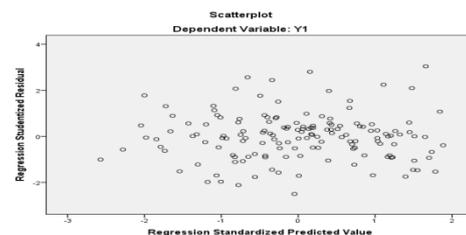
Sumber : Data Olahan, 2017

Pada gambar 2, dapat dilihat bahwa pada grafik normal probability plot titik-titik menyebar disekitar garis diagonal atau tidak berpencar jauh dari garis diagonal, maka dapat disimpulkan bahwa uji normalitas terpenuhi.

#### Uji Heterokedastisitas

Untuk melihat heterokedastisitas dari model penelitian ini, dapat dilihat pada gambar 3 dibawah ini:

**Gambar 3**  
Hasil Uji Heterokedastisitas



Sumber : Data Olahan, 2017

Dari gambar 3 dapat dilihat bahwa titik-titik tidak membentuk suatu pola tertentu serta datanya menyebar di atas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

### Uji Multikolinearitas

Untuk mendeteksi multikolinearitas dapat dilihat pada nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF).

**Tabel 2**  
**Hasil Pengujian Multikolinearitas**

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
Struktur Kepemilikan Institusional	,804	1,245
Komisaris Independen	,652	1,534
Kesempatan Investasi	,722	1,384
Ukuran Perusahaan	,826	1,210
Moderasi1	,683	1,465
Moderasi2	,534	1,873
Moderasi3	,532	1,881

Sumber : Data Olahan, 2017

Pada tabel 2 dapat diketahui bahwa nilai *tolerance* >0,10 dan nilai VIF <10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel yang digunakan bebas dari multikolinearitas.

### Uji Autokorelasi

Untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi dapat digunakan besaran Durbin-Watson (DW) pada output pengujian.

**Tabel 3**  
**Hasil Pengujian Autokorelasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,311 <sup>a</sup>	,097	,053	,94208	2,005

Sumber : Data Olahan, 2017

Pada tabel 3 terlihat bahwa nilai D-W sebesar 2,005 dengan

n=152 terletak diantara du dan 4-du yaitu diantara 1,7752 dan 2,2248 yang merupakan daerah bebas autokorelasi. Ini berarti data penelitian bebas dari autokorelasi.

### Analisis Regresi Variabel Moderating

Berikut gambaran umum hasil analisis regresi linier berganda dengan *Moderated Regression Analysis* (MRA) dapat dilihat pada tabel 4.

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Moderated Regression Analysis (MRA)**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	,088	,112		,792	,429
Struktur Kepemilikan Institusional	-,139	,080	-,154	1,740	,084
Komisaris Independen	-,029	,097	-,029	-,298	,766
Kesempatan Investasi	-,231	,105	-,206	2,200	,029
Ukuran Perusahaan	,120	,084	,125	1,434	,154
Moderasi1	-,262	,133	-,189	1,970	,051
Moderasi2	,009	,100	,010	,088	,930
Moderasi3	,126	,146	,094	,865	,388

Sumber : Data Olahan, 2017

Berdasarkan hasil analisis regresi pada tabel 4 diatas, maka dapat dituliskan model persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 0,088 - 0,139X_1 - 0,029X_2 - 0,231X_3 - 0,262X_5 + 0,009X_6 + 0,126X_7$$

### Koefisien Determinasi

Berdasarkan hasil output SPSS diperoleh nilai R<sup>2</sup> pada analisis regresi linier berganda variabel mederating (MRA) sebesar 0,097. Artinya adalah bahwa variabel dalam model hanya mampu menjelaskan sebesar 9,7% sedangkan sisanya sebesar 90,3% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

### Uji Statistik F

Hasil analisis uji f dapat dilihat pada tabel 5 berikut:

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Statistik F**

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	13,630	7	1,947	2,194	,038 <sup>a</sup>
Residual	126,914	143	,888		
Total	140,544	150			

Sumber : *Data Olahan, 2017*

Berdasarkan uji F, diperoleh  $df_1=k-1=5$  dan  $df_2=n-k=147$  maka didapat  $F_{tabel}$  sebesar 1,89. Pada tabel 5 diketahui bahwa  $F_{hitung}$  sebesar 2,194 sehingga  $F_{hitung} 2,194 > F_{tabel} 1,89$  dengan signifikansi  $F=0,038 < 0,05$ . Sehingga variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen.

### Uji Statistik t

Hasil analisis dapat dilihat pada tabel 6 berikut ini:

**Tabel 6**  
**Hasil Uji Statistik t**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	,088	,112		,792	,429
Struktur Kepemilikan Institusional	-,139	,080	-,154	1,740	,084
Komisaris Independen	-,029	,097	-,029	-,298	,766
Kesempatan Investasi	-,231	,105	-,206	2,200	,029
Ukuran Perusahaan	,120	,084	,125	1,434	,154
Moderasi1	-,262	,133	-,189	1,970	,051
Moderasi2	,009	,100	,010	,088	,930
Moderasi3	,126	,146	,094	,865	,388

Sumber : *Data Olahan, 2017*

### Pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap struktur modal

Berdasarkan uji t, diperoleh  $t_{tabel}$  sebesar 1,65536, maka  $t_{hitung} -1,740 > t_{tabel} 1,65536$  dengan

signifikansi sebesar 0,084 yang berarti lebih besar dari 0,05. Dari hasil tersebut didapat bahwa variabel struktur kepemilikan institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal.

### Pengaruh komisaris independen terhadap struktur modal

Berdasarkan uji t, diperoleh  $t_{tabel}$  sebesar 1,65536, maka  $t_{hitung} -0,298 < t_{tabel} 1,65536$  dengan signifikansi sebesar 0,766 yang berarti lebih besar dari 0,05. Dari hasil tersebut didapat bahwa variabel komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

### Pengaruh kesempatan investasi terhadap struktur modal

Berdasarkan uji t, diperoleh  $t_{tabel}$  sebesar 1,65536, maka  $t_{hitung} -2,200 > t_{tabel} 1,65536$  dengan signifikansi sebesar 0,029 yang berarti lebih kecil dari 0,05. Dari hasil tersebut didapat bahwa variabel kesempatan investasi berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

### Pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap struktur modal dengan rating obligasi sebagai variabel moderasi

Berdasarkan uji t, diperoleh  $t_{tabel}$  sebesar 1,65536, maka  $t_{hitung} -1,970 > t_{tabel} 1,65536$  dengan signifikansi sebesar 0,051 yang berarti lebih kecil dari 0,05. Dari hasil tersebut didapat bahwa variabel rating obligasi mampu memperkuat pengaruh negatif variabel struktur kepemilikan institusional terhadap struktur modal.

### Pengaruh komisaris independen terhadap struktur modal dengan

### **rating obligasi sebagai variabel moderasi**

Berdasarkan uji t, diperoleh  $t_{tabel}$  sebesar 1,65536, maka  $t_{hitung}$  0,088 <  $t_{tabel}$  1,65536 dengan signifikansi sebesar 0,930 yang berarti lebih besar dari 0,05. Dari hasil tersebut didapat bahwa variabel *rating* obligasi tidak mampu memoderasi pengaruh negatif variabel komisaris independen terhadap struktur modal.

### **Pengaruh kesempatan investasi terhadap struktur modal dengan rating obligasi sebagai variabel moderasi**

Berdasarkan uji t, diperoleh  $t_{tabel}$  sebesar 1,65536, maka  $t_{hitung}$  0,865 <  $t_{tabel}$  1,65536 dengan signifikansi sebesar 0,388 yang berarti lebih besar dari 0,05. Dari hasil tersebut didapat bahwa variabel *rating* obligasi tidak mampu memoderasi pengaruh negatif variabel kesempatan investasi terhadap struktur modal.

## **Pembahasan**

### **Pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap struktur modal**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal. Dengan adanya kepemilikan institusional maka akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, sehingga manajemen akan berhati-hati dalam penggunaan utang. Bagi kepemilikan institusional penggunaan utang yang besar akan meningkatkan resiko dan dapat mengurangi *return* saham yang akan diterima oleh

pemegang saham. Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Nengsi (2013) yang menunjukkan hasil bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap DER.

### **Pengaruh komisaris independen terhadap struktur modal**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa komisaris independen tidak memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Dalam perusahaan komisaris independen merupakan wakil bagi pemegang saham independen (minoritas) sehingga lebih menyukai penggunaan utang yang lebih kecil, karena penggunaan utang yang besar memiliki resiko yang besar terutama bagi pemegang saham independen. Komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap utang mungkin dikarenakan kebanyakan perusahaan hanya mengganti anggota komisarisnya tapi dengan jumlah yang tetap setiap tahunnya sehingga tidak terlalu berpengaruh pada naik turunnya penggunaan utang dalam perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Nugroho (2013) bahwa variabel komisaris independen berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

### **Pengaruh kesempatan investasi terhadap struktur modal**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kesempatan investasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, yang artinya semakin tinggi kesempatan investasi maka semakin sedikit utang yang digunakan. Menurut Fitriyah dan Hidayat (2011) perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi

memiliki pertumbuhan yang tinggi, aktif melakukan kegiatan investasi, memiliki *free cash* dan *assets in place* rendah, maka akan berpotensi memiliki problem *underinvestment*. Problem ini yang memprediksi bahwa untuk dapat mempertahankan pertumbuhannya dengan tetap melakukan investasi yang menguntungkan, perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi cenderung menggunakan dana internal yaitu *retained earning* sebagai alternatif pendanaan. Pendanaan internal dipilih karena jika menggunakan utang dan penerbitan saham baru akan memerlukan biaya yang mahal. Fama, *et all* (dalam Terestiani, 2011) menjelaskan bahwa utang berkurang jika investasi yang dilakukan kurang dari laba ditahan. Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Fitriyah dan Hidayat (2011) bahwa kesempatan investasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap utang.

#### **Pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap struktur modal dengan *rating* obligasi sebagai variabel moderasi**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *rating* obligasi memperkuat pengaruh negatif kepemilikan struktur institusional terhadap struktur modal. Berarti *rating* obligasi mampu memoderasi pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap struktur modal. Dengan adanya struktur kepemilikan institusional di perusahaan, manajemen akan lebih mempertimbangkan langkah yang akan diambil dalam menentukan pendanaan perusahaan. Sehingga manajemen akan berusaha untuk meningkatkan kinerja perusahaan

agar dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan dan pemegang saham. Dengan *rating* obligasi yang baik juga akan mendatangkan banyak keuntungan bagi perusahaan dan menambah kepercayaan para investor untuk menanamkan modalnya. Dalam mempertahankan dan mendorong peningkatan *rating* obligasi maka perusahaan menggunakan utang yang lebih sedikit dalam pendanaan (Harsono, 2010). Hasil penelitian ini mendukung teori agensi oleh Jensen dan Meckling (1976) yaitu tujuan utama manajemen keuangan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham sehingga manajemen berkecenderungan untuk memperoleh laba yang sebesar-besarnya dengan biaya yang kecil. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Fitriyah dan Hidayat (2011) bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap utang.

#### **Pengaruh komisaris independen terhadap struktur modal dengan *rating* obligasi sebagai variabel moderasi**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *rating* obligasi tidak mampu memoderasi pengaruh negatif komisaris independen terhadap struktur modal. Setelah dimoderasi dengan variabel *rating* obligasi, komisaris independen memiliki hubungan positif terhadap struktur modal, sehingga peningkatan jumlah komisaris independen di perusahaan akan meningkatkan utang. Komisaris independen mengeluarkan keputusan berdasarkan kepentingan perusahaan semata sehingga penilaian mereka selalu dipertimbangkan karena keobjektivannya (Reminov, 2015). Penggunaan DER yang tinggi akan

meningkatkan resiko perusahaan karena pendanaan dari utang lebih besar dari modal sendiri (*equity*), hal ini membawa dampak pada menurunnya harga saham di bursa sehingga *return* saham akan menurun (Terestiani, 2011). Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sheikh dan Wang (2012) bahwa komisaris independen (*outside directors*) memiliki hubungan yang positif terhadap struktur modal (*capital structure*).

### **Pengaruh kesempatan investasi terhadap struktur modal dengan *rating* obligasi sebagai variabel moderasi**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *rating* obligasi tidak mampu memoderasi pengaruh negatif struktur kepemilikan institusional terhadap struktur modal. Setelah dimoderasi dengan variabel *rating* obligasi, kesempatan investasi memiliki hubungan yang positif, sehingga meningkatnya kesempatan investasi akan membuat peningkatan pada utang. Adanya kesempatan investasi merupakan sebuah prospek yang menguntungkan bagi pihak internal maupun eksternal karena akan memberikan *return* yang tinggi di masa yang akan datang (Sari, 2015). Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sari (2015) bahwa *rating* obligasi tidak memiliki pengaruh signifikan dalam kaitannya antara kesempatan investasi dan struktur modal.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

### **Simpulan**

1. Variabel struktur kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.

2. Variabel komisaris independen tidak memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.
3. Variabel kesempatan investasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.
4. Variabel *rating* obligasi mampu memoderasi pengaruh negatif antara struktur kepemilikan institusional terhadap struktur modal.
5. Variabel *rating* obligasi tidak mampu memoderasi pengaruh negatif antara komisaris independen terhadap struktur modal.
6. Variabel *rating* obligasi tidak mampu memoderasi pengaruh negatif antara kesempatan investasi terhadap struktur modal.

### **Saran**

1. Kurangnya jumlah observasi penelitian.
2. Pada penelitian ini hanya meneliti beberapa variabel independen saja yaitu struktur kepemilikan institusional, komisaris independen dan kesempatan investasi, dengan menggunakan satu variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan dan satu variabel moderasi yaitu *rating* obligasi. Masih banyak faktor-faktor lain yang belum diteliti.
3. Pada penelitian ini penilaian variabel kesempatan investasi hanya menggunakan satu proksi.

## **DAFTAR PUSTAKA**

Ambarwati, Sri Dwi Ari. 2010. *Manajemen Keuangan Lanjut*. Graha Ilmu: Yogyakarta.

- Brigham & Houston. 2001. *Management Keuangan*. Edisi 8. Erlangga: Jakarta.
- Dewi, Anindya. 2016. Pengaruh Faktor Keuangan dan Non Keuangan terhadap Struktur Modal Perusahaan. Skripsi S1 Universitas Diponegoro Semarang.
- Erosvitha, Cicilia Kadek Lia & Ni Gusti Putu Wirawati. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Set Kesempatan Investasi, Pertumbuhan Penjualan dan Risiko Bisnis pada Struktur Modal. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana.
- Fitriyah, Fury K. & Dina Hidayat. 2011. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi dan Arus Kas Bebas Terhadap Utang. Media Riset Akuntansi, Vol. 1, No. 1.
- Keown, Arthur J, David F. Scott, Jhon D. Martin & Jay W. Petty. 1999. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Salemba Empat: Jakarta.
- Kurniawan, Vito Janitra. 2014. Pengaruh antara Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance) dengan Struktur Modal Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2012). Skripsi Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.
- Myers. 1984. "The Capital Structure Puzzle". *Journal of Finance*. Vol. 39.
- Nengsi, Widya Hesti. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang dalam Perspektif *Agency Theory* Pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *Jurnal Manajemen*. Vol. 2 No. 1.
- Nugroho, Mufid Pinto. 2013. Analisis Pengaruh Corporate Governance terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI Tahun 2009-2011). Skripsi Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.
- Putri, Meidera Elsa Dwi. 2012. Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Makanan dan Minuman di BEI. *Jurnal Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang*.
- Rahayu, Dyah Sih & Faisal. 2005. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional Pada Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 7 No. 2.
- Reminov, Melvin Mikha. 2015. Pengaruh mekanisme Tata Kelola Perusahaan dan Struktur Kepemilikan terhadap

- Struktur Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2013). Skripsi Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.
- Rodoni ,Ahmad & Herni Ali. 2010. *Manajemen Keuangan*. Mitra Wacana Media:Jakarta.
- Sari, Intan Abdha. 2015. Pengaruh Profitabilitas dan Investment Opportunity terhadap Struktur Modal dengan Rating Obligasi sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Sektor Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013. Skripsi S1 Universitas Riau.
- Sheikh, N.A. & Zongjun Wang. 2012. Effect of Corporate Governance on Capital Structure: from Pakistan. Vol. 12 No.5.
- Sudana, I Made.2011.*Manajemen Keuangan Perusahaan Teori & Praktik*. Erlangga:Surabaya
- Sujianto.2001.*Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Ekonisia: Yogyakarta.
- Sukardi, David & Christian Herdinata. 2009. *Manajemen Keuangan based on Empirical Research*. Graha Ilmu: Yogyakarta.
- Surya, Indra & Ivan Yustiavandana. 2006. *Penerapan Good Corporate Governance: Mengesampingkan Hak-Hak Istimewa demi Kelangsungan Usaha*.Hlm 133.Kencana Prenada Media Group:Jakarta.
- Terestiani, Putu Adri. 2011. Pengaruh Investment Opportunity Set dan Struktur Modal terhadap Return Saham pada Perusahaan Farmasi di BEI.Tesis Program Studi Manajemen Universitas Udayana Denpasar.
- Usman, Rachmadi. 2000. *Hukum Ekonom dalam Dinamika*. Djambatan: Jakarta.
- Widjaja, Indra dan Faris Kasendra. 2008. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Aktiva Berwujud, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Industri Barang Konsumsi di BEI.Jurnal Manajemen Vo. 12 No. 2.