

**SUSUNAN ACARA SIDANG TERBUKA
PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
UNIVERSITAS GUNADARMA
Bekasi, 09 Desember 2019**

SESI 3

Suhartono

15.30 - 15.35	Senat Universitas Gunadarma dan Dewan Penguji memasuki ruang sidang
15.35 - 15.40	Pembukaan Sidang Oleh Rektor
15.40 - 16.40	Sidang Terbuka Promosi Doktor Ilmu Ekonomi Presentasi Disertasi (15 menit) Diskusi : Pertanyaan, saran dan sanggahan (45 menit)
16.40 - 16.55	Skorsing sidang (Rapat Dewan Penguji)
16.55 - 17.30	Sidang dilanjutkan kembali Hyme Universitas Gunadarma (10 menit) Pengumuman hasil Sidang Terbuka (5 menit) Sambutan-sambutan (20 menit) Sambutan Doktor Baru Sambutan Promotor: Profesor Doktor Kartawan, SE., MP. Sambutan Rektor sekaligus menutup sidang
17.30	Ucapan Selamat

Judul Disertasi : **DETERMINAN STRUKTUR MODAL DAN PENGARUHNYA TERHADAP PROFITABILITAS PERUSAHAAN ASURANSI UMUM DI INDONESIA.**

Nama Mahasiswa : **Suhartono**
NPM : **99115227**

Komisi Pembimbing

Promotor : Profesor Doktor Kartawan, SE., MP.
Ko Promotor : Doktor rer. pol. Ir. Sudaryanto, Msc.

Dewan Penguji

Ketua : Profesor Doktor Kartawan, SE., MP.
Anggota :

- | | |
|--|---------------|
| 1. Doktor Abitani Barkah Taim, SE, MMSI. | Penguji Luar |
| 2. Profesor Doktor E.S. Margianti, SE., MM. | Penguji Dalam |
| 3. Profesor Suryadi Harmanto, SSI., MMSI. | Penguji Dalam |
| 4. Profesor Doktor Busono Soerowirdjo | Penguji Dalam |
| 5. Profesor Doktor Bambang Suryawan | Penguji Dalam |
| 6. Profesor Doktor Ir. E. Susy Suhendra, MS. | Penguji Dalam |
| 7. Profesor Doktor Ir. Budi Hermana, MM. | Penguji Dalam |
| 8. Doktor Drs. Hendrisman Rahim, MA. | Penguji Dalam |
| 9. Insinyur Toto Sugiharto Msc., PhD. | Penguji Dalam |
| 10. Doktor H. Ambo Sakka Hadmar, SE, MSi. | Penguji Dalam |
| 11. Doktor rer. pol. Ir. Sudaryanto, Msc. | Ko-Promotor |

DETERMINAN STRUKTUR MODAL DAN PENGARUHNYA TERHADAP PROFITABILITAS PERUSAHAAN ASURANSI UMUM DI INDONESIA

Abstrak

Beberapa penelitian telah menemukan bahwa ada pengaruh yang signifikan komponen utama struktur modal terhadap *leverage* perusahaan dan profitabilitas perusahaan. Kajian-kajian yang dilakukan umumnya hanya mengkaji hubungan yang tunggal (*single relationship*). Berdasarkan hal tersebut maka dalam penelitian ini akan di kaji pengaruh simultan struktur modal terhadap *leverage* serta pengaruh struktur modal dan *leverage* terhadap profitabilitas perusahaan asuransi umum di Indonesia.

Tujuan penelitian ini adalah pertama menguji peluang pertumbuhan (PA), ukuran perusahaan (UP), aset *tanggibel* (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) terhadap *leverage* yang di ukur dengan *Debt Equity Ratio* (DER) industri asuransi umum di Indonesia. Kedua menguji pengaruh pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), aset *tanggibel* (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) terhadap profitabilitas industri asuransi umum di Indonesia. Ketiga menguji pengaruh *leverage* yang diukur dengan *Debt Equity Ratio* (DER) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) asuransi umum di Indonesia. Variabel-variabel tersebut dikonstelasikan dalam bentuk persamaan struktural dan diuji dengan menggunakan pendekatan Analisis Jalur.

Berdasarkan hasil analisis terbukti bahwa pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), dan likuiditas perusahaan (LP) berpengaruh negatif terhadap DER. Aset Tanggibel (AT) dan risiko bisnis (RB) berpengaruh positif terhadap DER. Sedangkan DER berpengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) asuransi umum di Indonesia. Terkait dengan profitabilitas hasil analisis diketahui bahwa pertumbuhan (PA), ukuran perusahaan (UP), aset tanggibel (AT), likuditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) asuransi umum di Indonesia.

Kata Kunci : pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, likuiditas perusahaan, aset tanggibel, risiko bisnis, leverage, profitabilitas perusahaan.

THE DETERMINAT OF CAPITAL STRUCTURE TO PROFITABILITY ON THE GENERAL INSURANCE INDUSTRY IN INDONESIA

Abstract

Several studies have found that there is a significant influence between the main factors of capital structure on company leverage and company profitability. Based on this, in this study we will examine the simultaneous influence of capital structure on leverage and the influence of capital structure and leverage on profitability of general insurance companies in Indonesia.

The purpose of this study is to examine the effects of assets growth (PA), company size (UP), assets tangible (AT), company liquidity (LP), and business risk (RB) on leverage by using DER as indicator for DER general insurance industry in Indonesia. The second examines the effects of assets growth (PA), firm size (UP), assets tangible (AT), company liquidity (LP), and business risk (RB) on the profitability (PRO) of general insurance industry in Indonesia. The third examines the effect of leverage on general insurance company profitability (PRO) in Indonesia. These variables are concentrated in the form of structural equations and tested using the Path Analysis approach.

The results of the influence analysis between variables generally show a significant relationship. The test results show that assets growth (PA), company size (UP), and company liquidity (LP) have a negative effect on leverage. Tangible assets (AT) and business risk (RB) have a positive effect on Debt Equity Ratio (DER). While leverage has a negative effect on the profitability of general insurance companies in Indonesia. Related to the profitability of the analysis, it is known that assets growth (PA), company size (UP), assets tangible (AT), company liquidity (LP), and business risk (RB) have a positive effect on corporate general insurance profitability (PRO) in Indonesia.

Keywords : *assets growth, company size, company liquidity, tangible assets, business risk, leverage, company profitability.*

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Terkait dengan struktur modal para ahli ekonomi dan keuangan belum mencapai kesepakatan tentang bagaimana dan sejauh mana struktur modal perusahaan asuransi berdampak pada profitabilitas perusahaan. Namun, studi dan temuan empiris setidaknya menunjukkan bahwa struktur modal lebih penting daripada yang ditemukan dalam model Miller dan Modigliani. Banyak penelitian mungkin jauh dari kombinasi ideal antara ekuitas dan utang, tetapi upaya banyak penelitian telah memberikan bukti bahwa struktur modal memang memengaruhi nilai perusahaan dan profitabilitas masa depan perusahaan asuransi. Secara khusus penelitian ini merupakan upaya untuk berkontribusi pada studi empiris tentang bagaimana struktur modal memengaruhi profitabilitas perusahaan asuransi umum di Indonesia. Pemilihan asuransi umum sebagai objek penelitian karena perusahaan asuransi umum memiliki *class of business* (COB) dengan karakter sangat beragam. Perusahaan asuransi umum juga memiliki sistem jaminan yang disebut ganti rugi (*indemnity*) yang hanya akan memberikan jaminan atas kerugian yang terjadi. Periode asuransi yang dimiliki oleh perusahaan asuransi umum lebih singkat jika dibanding dengan asuransi jiwa, umumnya memiliki periode selama setahun, kecuali untuk asuransi-asuransi tertentu seperti asuransi travel dan cargo yang hanya menjamin selama aktifitas berlangsung. Pendeknya periode asuransi mengakibatkan dalam operasionalnya perusahaan asuransi umum memerlukan struktur modal yang kuat.

Beberapa penelitian telah dilakukan terkait dengan pengujian pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas perusahaan asuransi, tetapi penelitian penentu struktur modal yang dilakukan umumnya fokus pada tingkat utang (*leverage*). Namun, hubungan antara struktur modal dan profitabilitas belum diuji secara luas dalam penelitian pada perusahaan asuransi di Indonesia. Pengujian struktur modal dan dampaknya terhadap profitabilitas pada negara-negara maju dan berkembang telah diteliti selama bertahun-tahun, tetapi para peneliti telah menemukan hasil yang berbeda beda. Sebagian besar hasil dari studi cenderung menghasilkan kesimpulan campuran atau tidak meyakinkan. Akibatnya, ada kebutuhan untuk melanjutkan penelitian sampai model komprehensif dari area-area khususnya perusahaan asuransi.

Sehingga, tidak ada hasil spesifik, yang dapat digeneralisasi pada sejauh mana hubungan antara struktur modal dan profitabilitas perusahaan asuransi, dengan demikian, ada celah untuk penelitian baru dalam konteks yang

berbeda sebagai mencapai pemahaman yang lebih lengkap terkait dengan pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas perusahaan. Berdasarkan hal tersebut perlu dilakukan penelitian terkait dengan pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas perusahaan asuransi di Indonesia.

Sejumlah besar peneliti setuju bahwa struktur modal dan profitabilitas perusahaan sangat rumit dan melibatkan proses pengambilan keputusan yang rumit. Meskipun tidak dapat dipungkiri bahwa secara khusus struktur modal dan profitabilitas perusahaan memiliki faktor-faktor lain yang sama pentingnya dan belum terintegrasi ke dalam model penelitian. Secara spesifik penelitian ini akan menguji pengaruh pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), Aset Tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), risiko bisnis (RB), terhadap profitabilitas perusahaan melalui variabel mediasi *Debt Equity Ratio* (DER).

Penelitian ini adalah salah satu dari sangat sedikit penelitian yang menerapkan *Debt Equity Ratio* (DER) sebagai variabel mediasi terhadap profitabilitas keuangan pada perusahaan asuransi khususnya asuransi umum di Indonesia. Melalui penelitian ini akan memungkinkan perusahaan untuk meninjau bagaimana struktur modal perusahaan asuransi dapat di kelola lebih baik agar perusahaan dapat terus meningkatkan profitabilitas perusahaan. Selain itu temuan yang dihasilkan dalam penelitian ini diharapkan relevan, dan membuat kontribusi yang bermanfaat untuk literatur, akademisi, dan praktisi meskipun penelitian lebih lanjut masih diperlukan.

Hasil penelitian ini diharapkan memberikan arti tentang pentingnya pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), Aset Tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), risiko bisnis (RB), dan *Debt Equity Ratio* (DER) yang dijadikan sebagai variabel mediasi terhadap peningkatan profitabilitas. Penelitian ini juga diharapkan mampu menjelaskan pengaruh variabel mediasi terhadap profitabilitas. Model struktural yang dikembangkan diharapkan mampu memberikan informasi pengaruh masing-masing variabel melalui variabel mediasi *Debt Equity Ratio* (DER) yang tidak mudah dilakukan dalam bentuk analisis lain seperti analisis regresi berganda.

Penggunaan pendekatan metodologi ini baru dilakukan di Indonesia khususnya untuk perusahaan asuransi dan diharapkan menjadi alat analisis yang dapat diandalkan dalam mengukur pengaruh pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), Aset Tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), risiko bisnis (RB), terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) melalui variabel mediasi *Debt Equity Ratio* (DER).

1.2. Perumusan Masalah Penelitian

Masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana pengaruh pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), aset tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) terhadap tingkat utang (*leverage*) yang diukur dengan *debt equity Ratio* (DER) perusahaan asuransi umum di Indonesia?
2. Bagaimana pengaruh pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP) aset *tanggibel* (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) terhadap profitabilitas perusahaan asuransi umum di Indonesia?
3. Bagaimana pengaruh tingkat utang (*leverage*) yang diukur dengan *debt equity Ratio* (DER) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) asuransi umum di Indonesia?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah menganalisis:

1. Pengaruh pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), aset *tanggibel* (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) terhadap tingkat utang (*leverage*) yang diukur dengan *debt equity ratio* (DER) perusahaan asuransi umum di Indonesia.
2. Pengaruh pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP) aset *tangible* (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) terhadap profitabilitas perusahaan asuransi umum di Indonesia.
3. Pengaruh tingkat utang (*leverage*) yang diukur dengan *debt equity ratio* (DER) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) asuransi umum di Indonesia.

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat penelitian ini adalah:

1. Secara empiris studi diharapkan dapat menjelaskan determinan struktur modal terhadap profitabilitas perusahaan asuransi umum di Indonesia melalui variabel DER sebagai variabel pemediasi;
2. Secara teoritis diharapkan dapat memberikan kontribusi teoritis terhadap kajian struktur modal terhadap profitabilitas melalui variabel DER sebagai variabel pemediasi pada perusahaan asuransi umum di Indonesia;
3. Secara metodologi studi ini diharapkan berkontribusi pada wacana metodologis penggunaan teknik analisis jalur;
4. Secara praktis hasil penelitian ini diharapkan membantu CEO dan manajer keuangan perusahaan dalam pemilihan struktur modal untuk mengambil keputusan pembiayaan pada perusahaan yang mereka pimpin.

1.5. Keterbatasan Penelitian

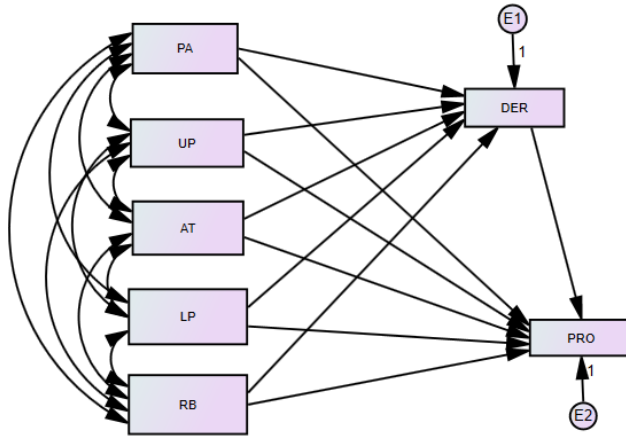
Penelitian ini memiliki batasan yang jelas dan diharapkan memiliki kecukupan data yang akan digunakan, karena peneliti hanya menggunakan data dari laporan keuangan dan statistik bisnis asuransi selama periode 2013 sampai dengan 2017. Penelitian ini juga didasarkan pada data sekunder yang dikumpulkan dari Otoritas Jasa Keuangan. Oleh karena itu, kualitas penelitian sepenuhnya bergantung pada akurasi, reliabilitas, dan kualitas sumber data sekunder serta aproksimasi dan pengukuran relatif terhadap sumber data yang mungkin berdampak pada hasil.

1.6. Kerangka Pemikiran, Proposisi dan Hipotesis

1.6.1. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan beberapa kajian literatur, beberapa peneliti menyarankan penggunaan *Pecking order Teori*, *Static Trade-off Teori*, dan teori biaya agensi. Booth (2001) menyatakan bahwa beberapa penelitian telah menemukan bahwa ada pengaruh yang signifikan antara faktor-faktor utama struktur modal terhadap *leverage* perusahaan dan profitabilitas perusahaan. Kajian-kajian yang dilakukan umumnya hanya mengkaji hubungan yang tunggal (*single relationship*). Berdasarkan hal tersebut maka dalam penelitian ini akan di kaji pengaruh kausalitas struktur modal terhadap *leverage* serta pengaruh struktur modal dan *leverage* terhadap profitabilitas perusahaan asuransi umum di Indonesia.

Berdasarkan hal-hal tersebut di atas hal yang perlu dikaji adalah apakah struktur modal secara langsung memengaruhi profitabilitas perusahaan, sehingga untuk mencapai tujuan penelitian ini, selain pertanyaan penelitian yang disajikan di atas hipotesis mengenai faktor-faktor dominan struktur modal dan dampaknya terhadap profitabilitas perusahaan asuransi akan diuji. Konsep-konsep yang diajukan merupakan bagian dari gabungan beberapa hipotesis pengaruh antara struktur modal dominan terhadap tingkat *leverage* dan pengaruh antara struktur modal terhadap profitabilitas perusahaan asuransi di Indonesia. Sehingga model yang dikembangkan dalam penelitian adalah sebagai berikut:



Gambar 1.4. Model Penelitian

Keterangan:

PA = Pertumbuhan Aset

AT = *Asset Tangible*

RB = Risiko Bisnis

PRO = Profitabilitas Perusahaan

UP = Ukuran Perusahaan

LP = Likuiditas Perusahaan

DER = *Debt Equity Ratio*

1.6.2. Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini adalah:

- H1: ada pengaruh pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), aset *tangible* (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) terhadap tingkat utang (*leverage*) yang diukur dengan DER perusahaan asuransi umum di Indonesia.
- H2: ada pengaruh pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP) aset *tangible* (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) terhadap profitabilitas perusahaan asuransi umum di Indonesia.
- H3: ada pengaruh tingkat utang (*leverage*) yang diukur dengan DER terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) asuransi umum di Indonesia.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1. Struktur Modal

Gangeni (2006) mendefinisikan struktur modal melalui studi yang mencoba menjelaskan campuran sekuritas dan sumber pembiayaan yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai investasi nyata. Perusahaan perlu melakukan investasi agar tetap berada dalam bisnis yang menunjukkan pertumbuhan. Untuk membiayai investasi ini, perusahaan dapat menggunakan sumber keuangan internal seperti laba ditahan dan menerbitkan saham untuk publik atau menggunakan sumber keuangan eksternal sebagai pinjaman atau obligasi.

Parmasivan dan Subramanian (2009) menyatakan bahwa istilah struktur modal mengacu pada hubungan antara berbagai sumber pembiayaan jangka panjang seperti modal ekuitas, modal saham preferensi dan modal utang. Struktur modal adalah pembiayaan permanen perusahaan yang diwakili oleh hutang jangka panjang dan ekuitas sebagai penentu struktur modal yang sesuai dan merupakan keputusan penting dari manajemen keuangan karena berkaitan erat dengan nilai perusahaan. Gitman dan Zutter (2012) mendefinisikan struktur modal sebagai campuran hutang jangka panjang dan ekuitas yang dikelola oleh perusahaan.

Brigham dan Ehrhardt (2011) menyatakan bahwa tujuan utama dari struktur modal adalah campuran optimal hutang dan ekuitas. Keputusan struktur modal perusahaan mencakup pilihan untuk struktur modal yang menjadi pilihan utama, rata-rata jatuh tempo utang, dan jenis pembiayaan tertentu yang diputuskan untuk digunakan pada waktu tertentu. Seperti halnya keputusan operasi, manajer harus membuat keputusan struktur modal yang dirancang untuk memaksimalkan nilai intrinsik perusahaan.

2.2. Struktur Modal Perusahaan Asuransi

Esensi teori struktur modal Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa nilai ekonomi aset perusahaan ditentukan sepenuhnya oleh kegiatan arus kas operasional, bukan oleh struktur pembiayaan. Pernyataan ini telah melahirkan banyak teori tentang struktur modal. Teori struktur modal yang banyak mendapat perhatian dalam asuransi adalah teori *asimetris information and signaling*, teori *pecking order*, dan teori *trade-off*. Keputusan pendanaan dalam perusahaan asuransi berhubungan dengan kegiatan perusahaan dalam mencari dana untuk membiayai investasi dan menentukan sumber pendanaan.

Brigham dan Houston (2010) menyatakan bahwa penggunaan dana yang berasal dari laba ditahan atau ekuitas atau utang untuk membiayai investasi

atau untuk operasional perusahaan asuransi akan berdampak pada harga saham perusahaan. Penggunaan sumber pendanaan untuk membiaya kegiatan operasi perusahaan asuransi dalam penelitian keuangan menggunakan struktur modal.

Struktur modal tercermin pada rasio utang jangka panjang terhadap nilai ekuitas atau *debt equity ratio* (DER). *Debt equity ratio* merupakan rasio yang membandingkan jumlah utang terhadap ekuitas. Rasio ini bertujuan untuk mengetahui seberapa besar utang perusahaan asuransi jika dibandingkan nilai ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan. Peningkatan rasio ini mengindikasikan perusahaan-perusahaan asuransi dibiayai oleh utang dan bukan dari sumber keuangan sendiri. Peningkatan nilai DER yang tinggi merupakan trend yang cukup berbahaya. Pemberi pinjaman dan investor secara umum akan memilih *debt equity ratio* (DER) yang rendah karena kepentingan mereka lebih terlindungi jika terjadi penurunan bisnis pada perusahaan asuransi (Brigham dan Houston, 2010).

Perusahaan asuransi yang memiliki *debt equity ratio* (DER) atau rasio utang terhadap ekuitas tinggi kemungkinan akan mengalami kesulitan mendapatkan tambahan modal melalui pinjaman dari pihak lain. Selama tingkat utang lebih tinggi menaikkan laba per saham yang diharapkan, *leverage* bekerja mengungkit harga saham, namun tingkat utang yang lebih tinggi akan meningkatkan resiko perusahaan asuransi yang menaikkan ekuitas dan selanjutnya akan menurunkan harga saham (Brigham dan Houston, 2010).

Kinerja harga saham perusahaan asuransi juga ditunjukkan melalui perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi serta berhasil meningkatkan laba perusahaan. Peningkatan laba menunjukkan bahwa kinerja perusahaan asuransi dalam kondisi baik sehingga memberikan sinyal yang positif kepada pemegang saham dan membuat harga saham perusahaan meningkat. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek atau kinerja perusahaan asuransi di masa depan yang baik, sehingga akan menciptakan sinyal atau sentiment positif bagi pemegang saham dan nilai perusahaan akan meningkat (Soebiantoro, 2007).

2.3. Penelitian Terdahulu

2.3.1. Struktur Modal

Teori struktur modal dikembangkan sejak di publikasikan Modigliani dan Miller (1958). Mereka berpendapat bahwa perusahaan tidak dapat mengubah nilai sekuritasnya yang luar biasa dengan mengubah proporsi struktur modalnya. Modigliani dan Miller menyimpulkan bahwa di dunia tanpa pajak, nilai perusahaan dan juga biaya modal keseluruhannya

bergantung pada pilihan struktur modal. Studi selanjutnya pada tahun 1963 oleh Modigliani dan Miller menyimpulkan bahwa dengan memasukkan pajak perusahaan, nilai pasar dari perusahaan meningkat dan biaya modal keseluruhan dikurangi hingga titik bunga dikurangi pajak. Studi-studi tersebut dilakukan dengan asumsi yang berbeda, berdasarkan kondisi yang ada. Teori *trade-off*, teori *pecking-order*, teori agensi dan beberapa teori lain adalah bukti empiris yang menantang Modigliani dan Miller melakukan penelitian tentang struktur modal.

Teori *pecking order* terkait struktur modal menunjukkan bahwa jika suatu perusahaan menguntungkan, maka kemungkinan besar pembiayaan berasal dari sumber internal daripada sumber eksternal. Artinya, perusahaan cenderung menggunakan dana yang dihasilkan secara internal terlebih dahulu dan kemudian beralih ke pembiayaan eksternal. Hasil ini menyiratkan bahwa perusahaan yang menguntungkan akan memiliki lebih sedikit *leverage* (Myers dan Majluf, 1984). Murinde (2003) mengamati bahwa retensi adalah sumber utama keuangan. Titman dan Wessel (1988) serta Barton (1989) setuju bahwa perusahaan dengan tingkat laba tinggi akan mempertahankan rasio utang yang relatif lebih rendah karena perusahaan dapat menghasilkan dana dari sumber internal.

Setelah diperkenalkan oleh Modigliani dan Miller tentang struktur modal, ada banyak penelitian yang diarahkan untuk menemukan faktor penentu struktur modal. Menurut literatur, studi empiris pada faktor-faktor utama struktur modal sebagian besar difokuskan di Amerika Serikat dan negara maju lainnya pada jenis perusahaan yang sama. Salah satu penelitian klasik dilakukan oleh Titman dan Wessel (1988) yang mempelajari teori struktur modal dengan mengukur secara empiris. Variabel teoritis seperti struktur aset, perlindungan pajak utang, pertumbuhan, keunikan, klasifikasi industri, ukuran perusahaan, volatilitas laba, dan profitabilitas diuji untuk melihat bagaimana pengaruhnya terhadap pilihan *debt equity* perusahaan. Penelitian Titman dan Wessel menggunakan empat ukuran keuangan yang mencakup, utang jangka panjang, jangka pendek yang dapat dikonversi dibagi dengan pasar dan nilai buku ekuitas.

Akuntansi dan data keuangan dari 469 perusahaan besar di Amerika Serikat digunakan sebagai obyek penelitian. Ia menggunakan teknik analisis faktor untuk mengurangi masalah pengukuran yang ditemui ketika berhadapan dengan variabel proxy. Hasilnya menunjukkan konsistensi dengan teori untuk faktor-faktor yang mempengaruhi pemilihan struktur modal perusahaan. Salah satu dari beberapa kesimpulan menarik yang ditarik dari berbagai penelitian termasuk ketidaktahuan tentang utang terhadap profitabilitas lini bisnis perusahaan. Rasio utang jangka pendek berhubungan

negatif dengan ukuran perusahaan. Selain itu, ada hubungan negatif yang kuat antara rasio utang dan profitabilitas masa lalu. Namun penelitian ini tidak memberikan dukungan empiris yang kuat pada variabel-variabel seperti perlindungan pajak non-utang, volatilitas, nilai agunan, dan pertumbuhan masa depan.

2.3.2. Profitabilitas

Masalah yang terkait dengan pengaruh antara struktur modal dan profitabilitas perusahaan adalah masalah yang dianggap sangat penting bagi akademisi dan ahli dalam dunia bisnis (San and Heng, 2011). Sementara ada kelangkaan bukti statistik tentang dampak struktur modal pada profitabilitas perusahaan dalam ekonomi maju dan berkembang, mayoritas dari penelitian sebelumnya pada struktur modal selalu menggunakan faktor penentu pada *leverage* perusahaan. Struktur modal selalu dianggap sebagai salah satu komponen utama yang memiliki dampak terhadap profitabilitas perusahaan. Tian dan Zeitun (2007) menjelaskan perlu adanya penggunaan konsep yang sering menjadi kajian atau perdebatan dalam bidang keuangan terutama konsep-konsep yang memiliki arti banyak penafsiran. Tian dan Zeitun (2007) juga menggambarkan ukuran profitabilitas sebagai ukuran yang mencakup keuangan, organisasi, atau operasional.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Tian dan Zeitun (2007) ukuran profitabilitas keuangan seperti memaksimalkan laba atas aset, serta memaksimalkan manfaat yang diperoleh pemegang saham terkait dengan efektifitas perusahaan. Hoffer dan Sandberg (1987) menulis bahwa ukuran seperti pertumbuhan dalam penjualan dan pangsa pasar adalah ukuran profitabilitas operasional yang memberikan penjelasan profitabilitas yang luas karena menekankan variabel yang akhirnya mengarah pada profitabilitas keuangan.

2.3.3. Tingkat Utang (*Leverage*)

Salawu (2007) melakukan analisis empiris struktur modal dari 50 perusahaan non-keuangan di Nigeria antara periode 1990 dan 2004. Studi ini menyelidiki faktor penentu utama dari struktur modal dari perusahaan yang di jadikan sampel. Penelitian ini menggunakan dua teknik analitis yang berbeda yaitu statistik deskriptif dan statistik inferensial (teknik ekonometrik data panel) dengan berdasarkan data dari 47 laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di bursa Nigeria. Analisis deskriptif yang digunakan dalam mengevaluasi variabel yang dipilih adalah nilai rata-rata, modus, median, rentang, dan standar deviasi. Model *ordinary least square* (OLS), model

Fixed Effect dan model *Random Effects* digunakan dalam analisis data. *Leverage* ditemukan berkorelasi negatif dengan profitabilitas.

Sebuah studi yang dilakukan oleh Pratomo dan Ismail (2006) menyelidiki profitabilitas dan struktur modal dari 15 bank Islam di Malaysia pada periode (1997 hingga 2004) ia menemukan bahwa tingkat utang yang lebih tinggi atau rasio modal ekuitas yang lebih rendah dikaitkan dengan efisiensi laba yang lebih tinggi. Temuan ini konsisten dengan hipotesis yang mengusulkan bahwa tingkat utang yang tinggi cenderung memiliki struktur modal yang optimal sehingga menghasilkan profitabilitas yang baik. Siddiqui dan Shoaib (2011) melakukan penelitian dengan hasil yang sama setelah menganalisis struktur modal dan profitabilitas pada bank di Pakistan. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Saeed, (2013) ia menilai dampak struktur modal terhadap profitabilitas bank-bank di Pakistan untuk periode 2007 hingga 2011 menemukan hubungan positif antara determinan struktur modal dan profitabilitas industri perbankan. Profitabilitas diukur dengan *Return On Assets* (ROA), *Return On Equity* (ROE) dan *Earning Per Share* (EPS). Faktor penentu struktur modal termasuk rasio utang jangka panjang terhadap modal, rasio utang jangka pendek terhadap modal dan rasio utang terhadap modal.

2.3.4. Pertumbuhan Aset

Penelitian yang dilakukan oleh Naveed (2011) menyelidiki dampak dari karakteristik tingkat perusahaan pada profitabilitas sektor asuransi jiwa di Pakistan selama periode tujuh tahun. Hasil analisis regresi *Ordinary Least Square* (OLS) mengungkapkan bahwa pertumbuhan aset adalah penentu profitabilitas sektor asuransi jiwa. Bayeh (2011) melakukan penelitian untuk menyelidiki faktor penentu dari struktur modal pada perusahaan asuransi di Ethiopia. Penelitian ini menggunakan model regresi panel. Hasilnya menunjukkan bahwa pertumbuhan aset perusahaan yang ditemukan memiliki kontribusi tidak signifikan secara statistik pada struktur modal perusahaan asuransi di Ethiopia.

Amanuel (2011) meneliti faktor penentu struktur modal dari perusahaan manufaktur. Peneliti menggunakan tujuh variabel independen seperti tanggibel, non-tax shields, pertumbuhan aset, volatilitas produktif, profitabilitas, usia, dan ukuran perusahaan dengan variabel dependen terdiri atas rasio total utang, rasio jangka pendek dan rasio utang jangka panjang. Berdasarkan sampel data 12 perusahaan dengan periode data periode lima tahun (1996-2002). Data kemudian dianalisis secara kuantitatif menggunakan regresi OLS multivariat. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan

aset adalah penentu signifikan struktur modal perusahaan-perusahaan di Addis Ababa *manufacturing*.

2.3.5. Ukuran Perusahaan

Menurut penelitian, Rajan dan Zingales diketahui bahwa ukuran perusahaan berkorelasi positif dengan profitabilitas dan berkorelasi negatif dengan *leverage*. Liu (1999) melakukan penelitian tentang faktor-faktor penentu struktur modal perusahaan dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Cina antara periode 1992 dan 1997. Melalui regresi OLS diketahui bahwa ukuran perusahaan, berpengaruh positif dengan profitabilitas. Penelitian yang dilakukan oleh Naveed (2011) menyelidiki dampak dari karakteristik tingkat perusahaan pada profitabilitas sektor asuransi jiwa di Pakistan selama periode tujuh tahun. Hasil analisis regresi *Ordinary Least Square* (OLS) mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan adalah penentu paling penting profitabilitas sektor asuransi jiwa.

Bayeh (2011) melakukan penelitian untuk menyelidiki faktor penentu dari struktur modal pada perusahaan asuransi di Ethiopia. Penelitian ini menggunakan model regresi panel. Hasilnya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan ditemukan tidak signifikan secara statistik pada struktur modal perusahaan asuransi di Ethiopia. Amanuel (2011) meneliti faktor penentu struktur modal dari perusahaan manufaktur. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan adalah penentu signifikan struktur modal perusahaan-perusahaan di Addis Ababa *manufacturing*.

Salawu (2007) melakukan analisis empiris struktur modal dari 50 perusahaan non-keuangan di Nigeria antara periode 1990 dan 2004. Studi ini menyelidiki faktor penentu utama dari struktur modal dari perusahaan yang di jadikan sampel. Penelitian ini menggunakan dua teknik analitis yang berbeda yaitu statistik deskriptif dan statistik inferensial (teknik ekonometrik data panel) dengan berdasarkan data dari 47 laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di bursa Nigeria. Model *ordinary least square* (OLS), model *Fixed Effect* dan model *Random Effects* digunakan dalam analisis data. Hasil penelitiannya menunjukkan ukuran perusahaan berkorelasi positif dengan total utang dan perusahaan besar dapat lebih mendukung rasio utang lebih tinggi daripada perusahaan kecil.

2.3.6. Struktur Aset (*Tangibility*)

Rajan dan Zingales melakukan penelitian yang difokuskan untuk mencari faktor-faktor dominan penentu *leverage*. Hasil analisis menunjukkan bahwa aset tangible berkorelasi positif dengan *leverage*. Perusahaan-perusahaan yang memiliki lebih banyak aset tetap dalam campuran aset akan

menggunakannya sebagai jaminan untuk mendapatkan lebih banyak pinjaman atau utang.

Liu (1999) melakukan penelitian tentang faktor-faktor penentu struktur modal perusahaan dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Cina antara periode 1992 dan 1997. Hasil penelitiannya menunjukkan aset tanggibel dan tingkat pertumbuhan berhubungan negatif dengan struktur kepemilikan.

Sebuah penelitian yang dilakukan oleh Naveed (2011) menyelidiki dampak dari karakteristik tingkat perusahaan pada profitabilitas sektor asuransi jiwa di Pakistan selama periode tujuh tahun. Hasil analisis regresi *Ordinary Least Square* (OLS) mengungkapkan bahwa secara statistik *Return On Aset* (ROA) tidak memiliki hubungan signifikan dengan aset tanggibel.

Bayeh (2011) melakukan penelitian untuk menyelidiki faktor penentu dari struktur modal pada perusahaan asuransi di Ethiopia. Penelitian ini menggunakan model regresi panel. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa aset tanggibel dan ditemukan signifikan secara statistik pada struktur modal perusahaan asuransi di Ethiopia. Amanuel (2011) meneliti faktor penentu struktur modal dari perusahaan manufaktur. Hasil penelitian menunjukkan bahwa aset tanggibel adalah penentu signifikan struktur modal perusahaan-perusahaan di Addis Ababa *manufacturing*.

2.3.7. Likuiditas Perusahaan

Menurut Wang (2002) tidak ada penelitian yang secara khusus mengkaji likuiditas perusahaan. Menurut wang (2002) secara umum penelitian yang dilakukan membahas manajemen likuiditas. Wang menyelidiki manajemen likuiditas dan pengaruhnya terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan menggunakan data di Taiwan dan Jepang. Selain itu, ia mengamati bahwa siklus konversi kas memiliki hubungan negatif dengan profitabilitas keuangan yang diukur dengan pengembalian atas aset (ROA) atau pengembalian ekuitas (ROE) dan hubungan ini sensitif terhadap faktor industri. Lebih lanjut, ia menemukan bahwa manajemen likuiditas yang agresif meningkatkan profitabilitas operasi.

Krenusz (2004) melakukan studi empiris pada faktor-faktor yang menentukan struktur modal di Amerika Serikat, Jerman dan Hongaria. Hasilnya menunjukkan hubungan negatif yang kuat antara *leverage* dan likuiditas. Beberapa penelitian lain yang dilakukan di Amerika Serikat, Inggris dan Belgia, Anderson (2002) memberikan hubungan positif antara *leverage* dan likuiditas perusahaan di Inggris dan Belgia. Hanya perusahaan di Amerika Serikat yang memberikan hasil yang negatif. Sedangkan Bayeh (2011) melakukan penelitian untuk menyelidiki faktor penentu dari struktur modal pada perusahaan asuransi di Ethiopia. Penelitian ini menggunakan

model regresi panel. Hasilnya menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap utang jangka panjang dan total rasio utang masing-masing.

2.3.8. Risiko Bisnis Perusahaan

Shergill dan Sarkaria (1999) menggunakan data perusahaan di India, ia mengkonfirmasi pengaruh positif antara risiko bisnis perusahaan dan Profitabilitas keuangan. Penelitian yang dilakukan oleh Naveed (2011) menyelidiki dampak dari karakteristik tingkat perusahaan pada profitabilitas sektor asuransi jiwa di Pakistan selama periode tujuh tahun. Hasil analisis regresi *Ordinary Least Square* (OLS) mengungkapkan bahwa risiko bisnis adalah penentu paling penting profitabilitas sektor asuransi jiwa.

Bayeh (2011) melakukan penelitian untuk menyelidiki faktor penentu dari struktur modal pada perusahaan asuransi di Ethiopia. Penelitian ini menggunakan model regresi panel. Hasilnya menunjukkan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif signifikan untuk utang jangka panjang dan total rasio utang masing-masing.

METODE PENELITIAN

3.1. Paradigma Penelitian

Tujuan dari penelitian ini dikembangkan berdasarkan gagasan bahwa dampak struktur modal perusahaan pada profitabilitas perusahaan dapat diperiksa dan diuji secara empiris dengan menggunakan alat analisis penelitian. Dengan demikian, kejadian fenomena ditentukan dengan mengurangi hukum kejadian yang menggunakan positivisme, yang pada akhirnya menjelaskan hubungan lemah atau kuatnya antara variabel penelitian, serta mengidentifikasi hubungan yang dapat diprediksi yang menjelaskan terjadinya fenomena pada skenario yang dapat ditiru. Tujuan ini dapat dicapai dengan mengembangkan hipotesis dan merancang strategi penelitian untuk menguji hipotesis (Saunders, 2009). Kesimpulannya, filosofi penelitian ini diinformasikan oleh fakta bahwa penelitian ini tidak berusaha untuk menghasilkan teori baru tetapi untuk menguji hipotesis yang ada berdasarkan analisis data kuantitatif, sehingga pendekatan deduktif lebih tepat untuk penelitian ini.

3.2. Objek penelitian

Terkait dengan penelitian, peneliti menyadari bahwa objek penelitian di Indonesia tidak seragam sehubungan dengan karakteristik survei yang diteliti. Karena industri asuransi terbagi menjadi penyedia bisnis asuransi Jiwa dan bisnis asuransi umum. Ada juga beberapa perusahaan asuransi yang menawarkan kedua produk yaitu perusahaan asuransi gabungan yang menawarkan bisnis asuransi jiwa dan asuransi umum. Berdasarkan pengamatan pendahuluan bahwa asuransi umum memiliki produk yang lebih bervariasi sehingga dalam operasionlanya menghadapi tantangan yang lebih dinamis dan paling cepat sekali terpengaruh dengan iklim bisnis di Indonesia, sehingga dalam penelitian ini yang menjadi objek penelitian adalah perusahaan asuransi umum.

3.3. Sumber Data

Secara khusus peneliti juga menggunakan data tahunan perusahaan asuransi umum untuk semua perusahaan yang terdaftar di Otoritas Jasa Keuangan (OJK) selama 2012 hingga 2018 yang akan digunakan untuk menilai faktor-faktor penentu struktur modal dan dampaknya terhadap profitabilitas perusahaan asuransi di Indonesia.

3.4. Populasi, Sampel, dan Lokasi Penelitian

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan asuransi umum di Indonesia yang berjumlah 74 perusahaan. Tetapi berdasarkan hasil pemeriksaan kelengkapan data populasi yang memenuhi syarat untuk proses analisis hanya ada 54 perusahaan asuransi umum yang memiliki informasi data pada periode penelitian. Sehingga secara proporsional dalam penelitian ini digunakan sampel penelitian sebanyak 54 perusahaan asuransi umum.

Lokasi penelitian ini adalah Otoritas Jasa Keuangan yang dijadikan sebagai sumber data penelitian. Selain itu peneliti melakukan pengecekan data sebagai data pembandingan dari AAUI, sehingga data yang diperoleh memiliki tingkat akurasi yang tinggi.

3.5. Operasionalisasi Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel yang merupakan hasil pengembangan pendapat beberapa para ahli yang telah diuraikan pada bab-bab sebelumnya. Pada penelitian ini variabel yang digunakan adalah ROA, *Debt Equity Ratio* (DER), pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, struktur aset tetap, likuiditas perusahaan, dan risiko bisnis perusahaan. Agar tidak menimbulkan salah penafsiran terhadap variabel-variabel penelitian khususnya variabel yang digunakan dalam pemodelan struktural maka variabel-variabel tersebut akan dijelaskan dalam uraian berikutnya.

Tujuan dari penelitian ini adalah menguji faktor-faktor penentu struktur modal dan dampaknya terhadap profitabilitas perusahaan asuransi umum di Indonesia selama periode 2012 sampai dengan 2018. Karena, peneliti ingin menguji pengaruh determinan struktur modal dan pengaruhnya terhadap profitabilitas perusahaan asuransi umum di Indonesia dengan menggunakan teknik analisis jalur (*Path Analysis*) maka peneliti membagi variabel menjadi dua kelompok variabel dependen dan independen.

Berdasarkan pertanyaan dan tujuan penelitian, serta kajian teori teori yang mendasari pemodelan struktural maka peneliti memutuskan bahwa pengukuran profitabilitas perusahaan (ROA) dan *leverage* (yang diukur dengan DER) perusahaan sebagai variabel dependen. Sedangkan, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, struktur aset tetap, likuiditas, dan risiko bisnis sebagai variabel independen.

3.5.1. Variabel Terikat (*Variabel Dependent*)

Hipotesis pertama menggambarkan faktor-faktor dominan struktur modal pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Pada hipotesis ini menyatakan DER adalah sebagai variabel dependen sementara pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, struktur aset tepat, likuiditas, dan risiko bisnis sebagai variabel independen. Sebagian besar penelitian menemukan

hubungan negatif antara struktur modal dan profitabilitas Friend and Lang (1988), Barton (1989), Van der Wijst dan Thurik (1993), Chittenden (1996), Jordan (1998), Shyam-Sunder dan Myers (1999), Cassar dan Holmes (2003), dan Hall (2004), Kyereboah-Coleman (2007), Abor (2005), Titman and Wessels (1988), King and Santor (2008) juga menunjukkan hubungan negatif antara DER dan profitabilitas baik utang jangka panjang dan rasio utang jangka pendek. DER dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$$

Untuk mengetahui dampak faktor-faktor dominan struktur modal pada profitabilitas perusahaan, peneliti menggunakan satu pengukuran berbasis akuntansi dari profitabilitas keuangan sebagai variabel dependen, yaitu *Return on Asset* (ROA) sebagai variabel yang menentukan faktor spesifik perusahaan pada profitabilitas perusahaan. Perusahaan dengan ROA tinggi menunjukkan perusahaan memiliki kemampuan penggunaan aset menjadi laba dengan baik, sehingga ROA juga disebut rasio profitabilitas atau produktivitas (Casteuble, 1997).

ROA juga merupakan proksi ukuran profitabilitas yang paling umum digunakan. Karena ROA mewakili rasio keuangan dari neraca dan laporan laba rugi. Banyak penelitian menggunakan pengukuran berbasis akuntansi ini. Majumdar dan Chhibber (1999), Abor (2005), Demsetz dan Lehn (1985), Gorton dan Rosen (1995), Mehran (1995), Ang, Cole, dan Line (2000). Pada penelitian ini peneliti memilih satu proxy untuk profitabilitas dalam penelitian karena peneliti ingin menyelidiki apakah variabel independen menjelaskan profitabilitas perusahaan pada tingkat yang sama atau tidak. ROA dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Return on Assets} = \frac{\text{Net Profit After Tax}}{\text{Total Assets}}$$

ROA menunjukkan seberapa menguntungkan aset perusahaan dalam menghasilkan pendapatan.

3.5.2. Variabel Bebas (*Variabel Independent*)

Tujuan penelitian ini adalah menguji dampak struktur modal terhadap profitabilitas perusahaan asuransi umum di Indonesia. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

- a. DER perusahaan, DER perusahaan didefinisikan sebagai rasio solvabilitas jangka panjang yang mengatasi kemampuan jangka panjang perusahaan untuk memenuhi kewajibannya (Hillier, 2010). Variabel DER adalah variabel utama untuk mengekspresikan struktur modal yang

mengukur dengan membagi total kewajiban terhadap total aset (Raja dan Santor, 2008), Ghosh, 2007), dan Weill (2007).

- b. Pertumbuhan aset, banyak penelitian membuktikan bahwa pertumbuhan aset memainkan peran penting dalam menentukan struktur modal dan oleh karena itu berpengaruh pada profitabilitas perusahaan. Myer (1977) menyatakan bahwa peran pertumbuhan aset dalam komposisi struktur modal, dimana pertumbuhan aset yang tinggi dalam perusahaan kemungkinan besar akan mengakibatkan munculnya masalah utang dan ini akan menyebabkan timbulnya risiko yang menyertai utang perusahaan melalui peluang investasi yang menguntungkan. Selain itu, perusahaan akan mengandalkan sumber ekuitas lebih dari sumber utang untuk menghadapi risiko dan untuk membiayai pertumbuhan aset yang diharapkan, sehingga akan mencerminkan nilai yang positif pada profitabilitas perusahaan (Hovakimian, Opler dan Titman, 2001). Pertumbuhan aset banyak digunakan oleh para peneliti sebagai variabel dalam penelitian. Pertumbuhan aset dapat dihitung dengan menggunakan rumus berikut:

$$\text{Assets Growth} = \frac{(\text{Assets of current year} - \text{Assets of previous year})}{\text{Assets of previous year}}$$

- c. Risiko bisnis, variabel ini merupakan pendapatan operasi yang dianggap sebagai faktor terkuat dalam mengukur risiko bisnis karena menentukan kemampuan perusahaan untuk memenuhi biaya bunga Brails ford, Oliver, dan Pua (2002). Variabel ini secara tidak langsung juga dipengaruhi oleh tingkat utang perusahaan (Titman dan Wessels 1988). Risiko bisnis dapat diukur dengan laba operasi sebelum bunga dan pajak dibagi dengan total aset. Penelitian lain menggunakan ukuran ini termasuk Wald (1999), Kim dan Limpaphayom, (1998) dan Allen dan Mizunot (1989) untuk perusahaan-perusahaan Jepang. Dalam penelitian ini risiko bisnis diukur dengan laba operasi sebelum bunga dan pajak dibagi dengan total aset.
- d. Ukuran perusahaan, Ukuran perusahaan adalah variabel yang diukur dengan logaritma natural dari total aset (Onaolapo dan Kajola, 2010, King dan Santor, 2008). Banyak studi sebelumnya, mengukur ukuran perusahaan logaritma dari total aset. Ukuran perusahaan adalah indikator yang paling sesuai dari ukuran perusahaan. Total aset didefinisikan sebagai jumlah aktiva tetap bersih, jumlah intangible, jumlah investasi, aktiva lancar bersih, dan aset lainnya. Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa ada korelasi tinggi antara logaritma dari total aset dan logaritma penjualan (sekitar 0,98) sehingga penggunaan variabel ukuran perusahaan adalah sangat baik.

- e. Aset berwujud, variabel ini mengukur keuangan perusahaan dengan membagi total aset tetap terhadap total aset Weill (2007), Margartis dan Psillaki (2010). Sebagian besar studi empiris sebelumnya menggunakan rasio aset tetap terhadap total aset untuk mengukur tangibilitas suatu aktiva perusahaan. Aset berwujud dianggap sebagai jaminan bagi kreditor ketika perusahaan membutuhkan pembiayaan eksternal. Tangibilitas didefinisikan sebagai total aset tetap terhadap total aset. Aset tetap bruto didefinisikan sebagai penjumlahan total lahan dan bangunan, mesin dan peralatan pabrik, dan aset tetap lainnya (Fattouh, Scaramozzino, dan Harris, 2005).
- f. Likuiditas perusahaan, variabel likuiditas didefinisikan sebagai kemampuan suatu perusahaan untuk membayar kewajibannya (Laitinen, 2002). Sangat penting bagi kelangsungan hidup perusahaan untuk menahan sumber daya yang likuid untuk memenuhi kewajibannya. Dalam penelitian ini, rasio aktiva lancar terhadap kewajiban lancar merupakan ukuran yang paling sesuai untuk digunakan mencerminkan likuiditas perusahaan. Likuiditas perusahaan adalah rasio yang digunakan secara luas untuk mencerminkan solvabilitas perusahaan. Ozkan (2001) dan Panno (2003) menggunakan rasio ini untuk menilai likuiditas perusahaan di Inggris dan Italia.

3.6. Analisis Data

3.6.1. Analisis Deskriptif

Analisis deksriptif digunakan untuk mendeskripsikan secara umum kondisi data yang ada. Bagian analisis deskriptif akan mendeskripsikan data berdasarkan ukuran nilai statistik secara umum. Statistik deskriptif yang digunakan adalah jumlah perusahaan asuransi, nilai rata-rata setiap variabel, median, modus, varian, dan standar deviasi untuk setiap variabel penelitian.

3.6.2. Analisis Korelasi

Analisis korelasi digunakan untuk mengetahui hubungan antar variabel dalam penelitian. Bagian ini penting karena akan mengetahui seberapa kuat hubungan antar variabel dalam penelitian. Penelitian ini menggunakan koefisien korelasi (r) untuk mengetahui apakah ada hubungan positif atau negatif antara variabel yang diteliti. Analisis korelasi digunakan untuk menguji apakah ada hubungan antara dua variabel atau apakah ada kovarian yang diamati antara dua variabel penelitian (Kachigan, 1991).

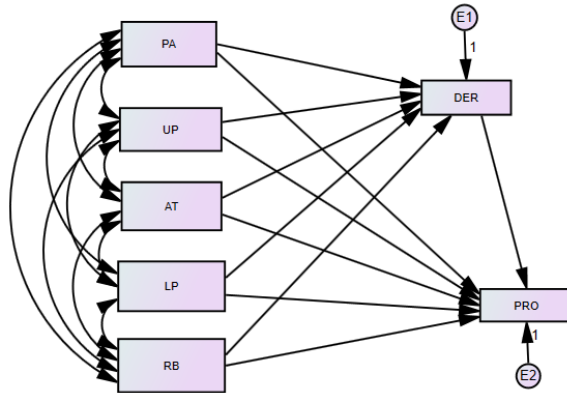
Terkait dengan penelitian ini peneliti berhipotesis bahwa akan ada korelasi negatif maupun positif yang signifikan antara beberapa variabel dalam penelitian.

3.6.3. Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Analisis jalur (*path analysis*) digunakan untuk menguji korelasi antara variabel dalam model yang dihipotesiskan. Menurut Kline (1998), analisis jalur sama dengan analisis regresi berganda dalam mengestimasi koefisien jalur, tetapi ML memiliki proses yang simultan dalam proses estimasi. Metode ML akan mengestimasi semua parameter dalam model pada waktu yang sama dan bersifat berulang (iterasi). Selanjutnya, tingkat kesalahan dalam ML atau *error* untuk variabel eksogen yang tidak teramati diproses. Estimasi ML adalah metode estimasi yang paling banyak digunakan. Program AMOS digunakan untuk menguji model jalur karena mencakup metode estimasi ML dan juga memberikan *goodness of fit index*.

Model struktural digunakan untuk menggambarkan hubungan yang dihipotesiskan. Model struktural adalah model yang mewakili hipotesis peneliti atau yang merupakan hipotesis kausal (Kline, 1998). Sebagai alat uji analisis statistik CMIN/df digunakan untuk menguji *goodness of fit* antar model struktural yang dihipotesiskan dan model revisi (model independen). Model jalur dalam penelitian ini dihipotesiskan berdasarkan hasil penelitian yang menunjukkan hubungan kausal antara variabel eksogen dan endogen.

Menurut Garson (2007), Mertler dan Vannatta (2005) dalam analisis jalur harus ada variabel yang dikategorikan sebagai variabel eksogen dan variabel endogen. Variabel eksogen dijelaskan sebagai variabel bebas yang tidak memiliki penyebab yang jelas. Sedangkan variabel endogen adalah variabel yang memiliki penyebab eksplisit dan mencakup *intervening variable* atau *intermediate variable* dan *dependent variable*. Penelitian ini menggunakan variabel pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, aset tetap, likuiditas perusahaan, dan risiko bisnis perusahaan dijadikan variabel (*independent variable*). Sedangkan variabel DER dan profitabilitas dijadikan sebagai variabel endogen (*dependent variable*). Konstelasi hubungan tersebut digambarkan dalam diagram jalur berikut:



Gambar 3.1. Konstelasi Variabel Penelitian

Berdasarkan konstelasi variabel penelitian persamaan matematis yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah:

Persamaan 1:

$$DER = \alpha_1 PA + \alpha_2 UP + \alpha_3 AT + \alpha_4 LP + \alpha_5 RB + e \dots\dots\dots (1)$$

Persamaan 2:

$$PRO = \beta_1 PA + \beta_2 UP + \beta_3 AT + \beta_4 LP + \beta_5 RB + \beta_6 DER + e \dots\dots\dots (2)$$

Melalui persamaan yang terbentuk akan digunakan analisis jalur sebagai upaya pemeriksaan efek langsung dan tidak langsung pengaruh antar variabel. Secara umum pendekatan analisis jalur digunakan untuk memeriksa efek langsung dan tidak langsung antar variabel eksogen (*independent variable*) dan endogen (*dependent variable*). Secara khusus, hubungan berikut ini diperiksa: (1) korelasi langsung variabel pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, aset tetap, likuiditas perusahaan, dan risiko bisnis perusahaan terhadap DER, (2) korelasi langsung variabel pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, aset tetap, likuiditas perusahaan, dan risiko bisnis perusahaan terhadap variabel profitabilitas perusahaan yang diukur dengan ROA, (3) korelasi langsung dan tidak langsung antara variabel DER, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, aset tetap, likuiditas perusahaan, dan risiko bisnis perusahaan dengan profitabilitas perusahaan yang diukur dengan ROA. Secara khusus hipotesis-hipotesis yang dikembangkan terkait dengan pengaruh struktur modal dengan utang (*leverage*) berdasarkan konsep berikut:

H1: Ada pengaruh pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), aset tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB)

terhadap *leverage* (yang diukur dengan DER) perusahaan asuransi umum di Indonesia.

Secara khusus hipotesis-hipotesis yang dikembangkan terkait dengan pengaruh struktur modal dengan profitabilitas perusahaan berdasarkan beberapa konsep berikut:

H2: Ada pengaruh pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), aset *tanggibel* (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) asuransi umum di Indonesia.

H3: Ada Pengaruh *leverage* (yang diukur dengan DER) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) asuransi umum di Indonesia.

3.6.4. Indeks Perbandingan Komparatif

Model jalur yang dihipotesiskan diuji untuk kecocokan (*fit*). Uji indeks kecocokan dilakukan dengan menggunakan pendekatan komparatif atau membandingkan model spesifikasi dengan *free* model (model dengan variabel yang tidak terkait berada pada satu sisi dan model jenuh atau model penuh (model dimana semua variabel saling terkait satu sama lain) di sisi lain (Tabachnick dan Fidell, 2001). Meskipun ada beberapa indeks untuk menguji *goodness of fit*, tetapi ada tiga indeks dasar yang dapat digunakan yaitu *Normed Fit Index* (NFI), *Comparative Fit Indeks* (CFI), dan *Goodness of Fit Index* (GFI), indeks-indeks ini dipilih untuk memperkirakan kesesuaian model dalam penelitian. NFI, CFI, dan, GFI adalah indeks yang populer digunakan (Ingram, Cope, Harju, dan Wuensch, 2000; Kline, 1998; Tabachnick dan Fidell, 2001).

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Statistik Deskriptif

Berdasarkan hasil analisis di ketahui bahwa nilai rata-rata rasio variabel pertumbuhan aset (PA) perusahaan asuransi umum adalah 0,251, jumlah skor rasio pertumbuhan aset 13,581 dengan nilai standar deviasi 0,186. Nilai rasio pertumbuhan aset terendah 0,014 dan nilai rasio pertumbuhan tertinggi adalah 0,891. Nilai ini menunjukkan bahwa secara umum nilai pertumbuhan aset perusahaan asuransi umum memiliki nilai yang positif artinya hampir seluruh perusahaan memiliki pertumbuhan selama 2012 sampai dengan 2018.

Nilai rata-rata rasio variabel ukuran perusahaan (UP) adalah 12,157, jumlah skor rasio variabel ukuran perusahaan 656,495, dengan nilai standar deviasi rasio 3,234. Nilai variabel rasio ukuran perusahaan terendah 2,678 dan nilai variabel rasio peluang pertumbuhan tertinggi adalah 16,519. Nilai ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan asuransi umum mengalami pertumbuhan yang positif selama periode 2012 sampai dengan 2018.

Nilai rata-rata rasio variabel aset tanggibel (AT) asuransi umum adalah 0,077, jumlah skor rasio variabel aset tanggibel 4,148, dengan nilai standar deviasi rasio 0,087. Nilai variabel rasio aset tanggibel terendah 0,01 dan nilai variabel rasio aset tanggibel tertinggi adalah 0,358. Nilai ini menunjukkan bahwa aset tanggibel perusahaan asuransi umum mengalami pertumbuhan yang positif selama periode 2012 sampai dengan 2018.

Nilai rata-rata rasio variabel likuiditas perusahaan (LP) asuransi umum adalah 2,085, jumlah skor rasio variabel likuiditas perusahaan 112,567, dengan nilai standar deviasi rasio 1,993. Nilai variabel rasio likuiditas perusahaan terendah 0,014 dan nilai variabel rasio likuiditas perusahaan tertinggi adalah 6,865. Nilai ini menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan asuransi umum memiliki pertumbuhan yang positif selama periode 2012 sampai dengan 2018.

Nilai rata-rata rasio variabel risiko bisnis (RB) asuransi umum adalah 0,062, jumlah skor rasio variabel risiko bisnis 3,391, dengan nilai standar deviasi rasio 0,033. Nilai variabel rasio risiko bisnis terendah 0,002 dan nilai variabel rasio risiko bisnis tertinggi adalah 0,155. Nilai ini menunjukkan bahwa asuransi umum di Indonesia memiliki kemampuan mengelola risiko bisnis yang ada. Hal ini ditunjukkan dengan nilai pertumbuhan yang positif selama periode 2012 sampai dengan 2018.

Nilai rata-rata rasio variabel *Debt Equity Ratio* (DER) asuransi umum adalah 0,725, jumlah skor rasio variabel DER 39,165, dengan nilai standar deviasi rasio 0,484. Nilai variabel rasio DER terendah 0,044 dan nilai variabel rasio DER tertinggi adalah 2,701. Nilai ini menunjukkan bahwa DER perusahaan asuransi umum mengalami pertumbuhan yang tidak terlalu besar selama periode 2012 sampai dengan 2018. Hal ini menunjukkan dana yang

digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan lebih banyak dari unsur keuangan sendiri (*equity*) daripada utang. DER lebih dari satu menunjukkan jumlah utang yang lebih besar dan resiko perusahaan semakin meningkat. Kenaikan DER pada tingkat tertentu akan meminimalkan biaya keuangan, tetapi bila penambahan terlalu berlebihan justru berakibat meningkatnya biaya keuangan.

Nilai rata-rata rasio variabel profitabilitas perusahaan (PRO) yang diukur dengan ROA asuransi umum adalah 0,051, jumlah skor rasio variabel profitabilitas perusahaan 2,771, dengan nilai standar deviasi rasio 0,055. Nilai variabel rasio profitabilitas perusahaan terendah -0,132 dan nilai variabel rasio profitabilitas perusahaan tertinggi adalah 0,145. Nilai ini menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan asuransi umum mengalami peningkatan yang cukup baik selama periode 2012 sampai dengan 2018. Peningkatan nilai profitabilitas perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan adanya pertumbuhan sektor asuransi yang cukup baik.

4.1.1. Uji Persyaratan Kelayakan Data

Analisis jalur memerlukan persyaratan dasar analisis Hair (2008) yaitu (1) setiap variabel penelitian harus memenuhi persyaratan kenormalan data, (2) Beberapa variabel independen harus saling korelasi atau adanya unsur multikolinieritas antar beberapa variabel independen, dan (3) setiap variabel harus memiliki skala pengukuran yang sama. Suatu variabel dikatakan mengikuti distribusi normal jika melalui persentil-persentil plot (P-P Plot) data terletak berhimpit mengikuti pola garis diagonal. Hasil uji kenormalan setiap variabel penelitian menunjukkan semua variabel data dalam penelitian mengikuti kenormalan data, hal ini ditunjukkan secara visual oleh hasil persentil-persentil plot semua variabel berhimpit dengan garis diagonal (lampiran hasil analisis data).

4.1.2. Pengujian Korelasi Antar Variabel Independen

Analisis jalur memerlukan pengujian hubungan antar variabel independen. Hasil pengujian hubungan antar variabel independen dilakukan dengan cara mengkorelasikan setiap variabel independen. Hubungan antar variabel independen dinyatakan signifikan jika nilai signifikansi berada di bawah nilai *alpha* 0,05.

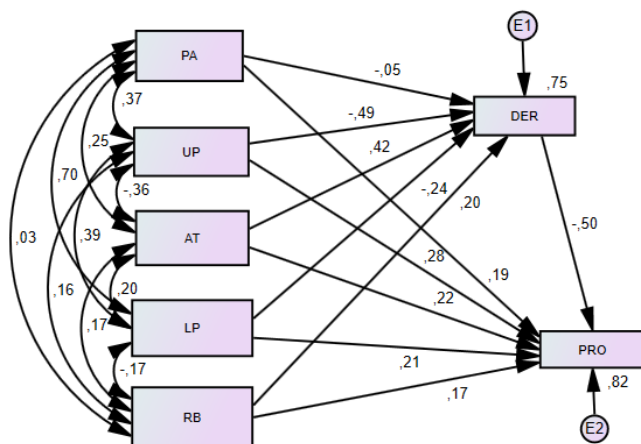
Berdasarkan hasil analisis diketahui bahwa ada empat hubungan variabel independen yang memiliki nilai korelasi yang signifikan. Hubungan variabel-variabel tersebut yaitu variabel ukuran perusahaan (UP) dengan variabel pertumbuhan aset (PA), variabel aset tanggibel (AT) dengan variabel ukuran

perusahaan (UP), variabel likuiditas perusahaan (LP) dengan variabel pertumbuhan aset (PA), dan variabel likuiditas perusahaan (LP) dengan variabel ukuran perusahaan (UP).

Korelasi antara variabel ukuran perusahaan (UP) dengan variabel pertumbuhan aset (PA) adalah 0,365 korelasi ini signifikan pada tingkat signifikansi 0,007. Korelasi antara variabel aset tanggibel (AT) dengan ukuran perusahaan (UP) adalah -0,360 korelasi ini signifikan pada tingkat signifikansi 0,008. Korelasi antara variabel likuiditas perusahaan (LP) dengan pertumbuhan aset (PA) adalah 0,697 korelasi ini signifikan pada tingkat signifikansi 0,000. Korelasi antara variabel likuiditas perusahaan (LP) dengan ukuran perusahaan (UP) adalah 0,387 korelasi ini signifikan pada tingkat signifikansi 0,004.

4.1.3. Pengujian Model Struktural

4.1.3.1. Pengujian Model Jalur



Berdasarkan model jalur maka diperoleh persamaan simultan sebagai berikut:

Persamaan 1:

$$DER = -0,05PA - 0,49UP + 0,42AT - 0,24LP + 0,20RB \quad (R^2=0,75)$$

Model 1 menunjukkan bahwa setiap peningkatan satu satuan nilai pertumbuhan aset (PA) akan menurunkan nilai DER sebesar 0,05, setiap peningkatan satu satuan nilai ukuran perusahaan (UP) akan menurunkan nilai DER sebesar 0,49, setiap peningkatan satu satuan nilai aset tanggibel (AT) akan meningkatkan nilai DER sebesar 0,42, setiap peningkatan satu satuan nilai likuiditas perusahaan (LP) akan menurunkan nilai DER sebesar 0,24,

dan setiap peningkatan satu satuan nilai risiko bisnis (RB) akan menaikkan nilai DER sebesar 0,20. Persamaan model 1 dapat menjelaskan pengaruh PA, UP, AT, LP dan RB terhadap DER sebesar 75% dan sisanya sebesar 25% adalah pengaruh variabel lain.

Persamaan 2:

$$\text{PRO} = 0,19\text{PA} + 0,28\text{UP} + 0,22\text{AT} + 0,21\text{LP} + 0,17\text{RB} - 0,50\text{DER} \\ (\text{R}^2=0,82)$$

Persamaan 2 menunjukkan bahwa setiap peningkatan satu satuan nilai pertumbuhan aset (PA) akan meningkatkan nilai PRO sebesar 0,19, setiap peningkatan satu satuan nilai ukuran perusahaan (UP) akan meningkatkan nilai PRO sebesar 0,28, setiap peningkatan satu satuan nilai aset tanggibel (AT) akan meningkatkan nilai PRO sebesar 0,22, setiap peningkatan satu satuan nilai likuiditas perusahaan (LP) akan meningkatkan nilai PRO sebesar 0,21, setiap peningkatan satu satuan nilai risiko bisnis (RB) akan meningkatkan nilai PRO sebesar 0,17, dan setiap peningkatan satu satuan nilai *debt equity ratio* (DER) akan menurunkan nilai PRO sebesar 0,5. Persamaan 2 dapat menjelaskan pengaruh PA, UP, AT, LP dan RB terhadap variabel profitabilitas (PRO) sebesar 82% dan sisanya sebesar 18% adalah pengaruh variabel lain.

4.1.3.2. Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis yang menyatakan pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), aset tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), risiko bisnis (RB) memiliki pengaruh terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan aset (PA) memiliki hasil keputusan yang ditolak sehingga variabel pertumbuhan aset (PA) dengan ($\beta = -0,050$ dan $p < 0,620$) tidak berpengaruh terhadap DER. Sedangkan variabel ukuran perusahaan (UP), aset tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) memiliki hasil keputusan yang diterima sehingga variabel ukuran perusahaan (UP) dengan ($\beta = -0,489$ dan $p < 0,000$), aset tanggibel (AT) dengan ($\beta = -0,418$ dan $p < 0,000$), likuiditas perusahaan (LP) dengan ($\beta = -0,244$ dan $p < 0,023$), risiko bisnis (RB) dengan ($\beta = 0,195$ dan $p < 0,013$) berpengaruh terhadap *Debt Equity Ratio* (DER).

Pengaruh pertumbuhan aset (PA) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur yang negatif dan tidak signifikan. Tidak signifikannya hubungan pertumbuhan aset (PA) dengan *Debt Equity Ratio* (DER) menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan aset (PA) tidak akan meningkatkan *Debt Equity Ratio* (DER) atau sebaliknya penurunan pertumbuhan aset (PA) tidak akan menurunkan

Debt Equity Ratio (DER) perusahaan asuransi umum di Indonesia. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar nilai pertumbuhan aset (PA) perusahaan asuransi umum di Indonesia tidak menjamin bahwa perusahaan tersebut akan menurunkan nilai utang yang digunakan untuk pemenuhan peluang bisnis, artinya perusahaan asuransi umum di Indonesia masih menggunakan utang untuk pemenuhan peluang bisnisnya.

Pengaruh ukuran perusahaan (UP) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur yang negatif dan signifikan. Nilai koefisien negatif menunjukkan bahwa setiap peningkatan nilai ukuran perusahaan (UP) akan menurunkan nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau sebaliknya setiap penurunan nilai ukuran perusahaan (UP) akan meningkatkan nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai pengaruh ukuran perusahaan (UP) terhadap nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa setiap perusahaan asuransi umum yang memiliki aset besar telah memanfaatkan total aset yang dimiliki perusahaan untuk operasional perusahaan, sehingga perusahaan telah mampu memanfaatkan asetnya dalam menurunkan ketergantungan terhadap utang.

Pengaruh aset tanggibel (AT) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur yang positif dan signifikan. Nilai koefisien positif menunjukkan bahwa setiap peningkatan aset tanggibel (AT) akan meningkatkan *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau sebaliknya setiap penurunan aset tanggibel (AT) akan menurunkan *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai aset tanggibel (AT) terhadap nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa setiap perusahaan asuransi umum di Indonesia telah memanfaatkan aset tetap yang dimiliki perusahaan sebagai jaminan untuk memperoleh utang dalam pemenuhan kebutuhan operasional perusahaan sehingga semakin besar nilai aset tanggibel yang dimiliki perusahaan akan mendukung peningkatan ketergantungan perusahaan terhadap utang.

Pengaruh likuiditas perusahaan (LP) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur negatif dan signifikan. Nilai koefisien jalur yang negatif menunjukkan bahwa setiap peningkatan nilai likuiditas perusahaan (LP) akan menurunkan nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau sebaliknya setiap penurunan nilai likuiditas perusahaan (LP) akan meningkatkan nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum

di Indonesia. Signifikansinya Pengaruh nilai likuiditas perusahaan (LP) terhadap nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa setiap perusahaan asuransi umum di Indonesia telah memanfaatkan *current asset* yang dimiliki saat ini dalam operasional perusahaan sehingga perusahaan asuransi umum di Indonesia mampu menurunkan ketergantungannya terhadap utang.

Pengaruh risiko bisnis (RB) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur positif dan signifikan. Nilai koefisien jalur yang positif menunjukkan bahwa setiap peningkatan risiko nilai bisnis (RB) akan meningkatkan nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau setiap penurunan nilai risiko bisnis (RB) akan menurunkan nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai pengaruh risiko bisnis (RB) terhadap nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa setiap perusahaan asuransi umum di Indonesia telah menggunakan pendapatan operasionalnya sebagai jaminan untuk peningkatan utang bagi operasional perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis yang menyatakan pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), aset tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), risiko bisnis (RB) memiliki pengaruh terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) memiliki hasil keputusan yang diterima sehingga variabel pertumbuhan aset (PA) dengan ($\beta = 0,189$ dan $p < 0,026$), variabel ukuran perusahaan (UP) ($\beta = 0,285$ dan $p < 0,004$), variabel aset tanggibel (AT) dengan ($\beta = 0,220$ dan $p < 0,013$), variabel likuiditas perusahaan (LP) dengan ($\beta = 0,207$ dan $p < 0,028$), dan risiko bisnis (RB) dengan ($\beta = 0,175$ dan $p < 0,012$) berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan (PRO).

Pengaruh pertumbuhan aset (PA) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur yang positif dan signifikan. Nilai koefisien positif menunjukkan bahwa setiap peningkatan pertumbuhan aset (PA) akan meningkatkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau penurunan pertumbuhan aset (PA) akan menurunkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai pertumbuhan aset (PA) terhadap nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan asuransi umum di Indonesia telah memanfaatkan pertumbuhan asetnya (PA) dalam meningkatkan pendapatan

perusahaan, sehingga semakin besar nilai pertumbuhan aset (PA) yang dimiliki perusahaan akan mendukung peningkatan profitabilitas.

Pengaruh aset tanggibel (AT) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi di Indonesia memiliki nilai positif dan signifikan. Nilai koefisien positif menunjukkan bahwa setiap peningkatan nilai aset tanggibel (AT) akan meningkatkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau penurunan nilai aset tanggibel (AT) akan menurunkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai aset tanggibel (AT) terhadap nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan asuransi umum di Indonesia telah memanfaatkan aset tanggibel (AT) dalam meningkatkan pendapatan perusahaan, sehingga semakin besar nilai aset tanggibel (AT) yang dimiliki perusahaan akan mendukung peningkatan profitabilitas.

Pengaruh likuiditas perusahaan (LP) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi di Indonesia memiliki nilai positif dan signifikan. Nilai koefisien positif menunjukkan bahwa setiap peningkatan nilai likuiditas perusahaan (LP) akan meningkatkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau penurunan nilai likuiditas perusahaan (LP) akan menurunkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai likuiditas perusahaan (LP) terhadap nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan asuransi umum di Indonesia telah memanfaatkan *current aset* yang dimiliki untuk meningkatkan pendapatan perusahaan, sehingga semakin besar nilai *current aset* yang dimiliki perusahaan akan mendukung peningkatan profitabilitas.

Pengaruh risiko bisnis (RB) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi di Indonesia memiliki nilai positif dan signifikan. Nilai koefisien positif menunjukkan bahwa setiap peningkatan risiko bisnis (RB) akan meningkatkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau penurunan nilai risiko bisnis (RB) akan menurunkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai risiko bisnis (RB) terhadap nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan asuransi umum di Indonesia telah memanfaatkan pendapatan operasionalnya dalam meningkatkan pendapatan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga semakin besar nilai pendapatan operasional yang dimiliki perusahaan akan mendukung peningkatan profitabilitas.

Hasil pengujian hipotesis yang menyatakan variabel *Debt Equity Ratio* (DER) berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) menunjukkan bahwa variabel *Debt Equity Ratio* (DER) dengan ($\beta = -0,500$ dan $p < 0,0010$) memiliki hasil keputusan yang diterima sehingga variabel *Debt Equity Ratio* (DER) berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan.

4.2. Pembahasan

Pada bagian ini pengaruh masing-masing variabel yang diuji dalam penelitian ini dibahas dan dianalisis berdasarkan prediksi teoritis, studi empiris sebelumnya, dan hipotesis yang telah dirumuskan dalam penelitian.

4.2.1. Pertumbuhan Aset

Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa pengaruh pertumbuhan aset (PA) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki koefisien jalur $-0,050$ dan $p\text{-value}$ $0,620$. Pengaruh pertumbuhan aset (PA) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur yang negatif dan tidak signifikan. Berdasarkan hasil ini, peneliti menolak hipotesis yang menyatakan ada pengaruh pertumbuhan aset (PA) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi di Indonesia. Tidak signifikannya pengaruh pertumbuhan aset (PA) dengan *Debt Equity Ratio* (DER) menunjukkan bahwa peningkatan pertumbuhan aset (PA) tidak akan meningkatkan *Debt Equity Ratio* (DER) atau sebaliknya penurunan pertumbuhan aset (PA) tidak akan menurunkan *Debt Equity Ratio* (DER) perusahaan asuransi umum di Indonesia.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan temuan Ronny dan Clairette (2003), Paulo dan Zelia (2007) yang menyatakan bahwa pertumbuhan aset berpengaruh positif terhadap utang. Ketidak konsistenan hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar nilai pertumbuhan aset (PA) suatu perusahaan asuransi umum di Indonesia tidak menjamin bahwa perusahaan tersebut akan menurunkan nilai utang yang digunakan untuk pemenuhan peluang bisnis, artinya perusahaan asuransi umum di Indonesia masih menggunakan utang untuk pemenuhan peluang bisnisnya.

Terkait dengan profitabilitas, hasil analisis jalur menunjukkan bahwa pengaruh pertumbuhan aset (PA) terhadap profitabilitas (PRO) perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki koefisien jalur $0,189$ dan $p\text{-value}$ $0,026$. Pengaruh pertumbuhan aset (PA) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur yang positif dan signifikan. Nilai koefisien positif menunjukkan bahwa setiap peningkatan pertumbuhan aset (PA) akan meningkatkan nilai profitabilitas

perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau penurunan pertumbuhan aset (PA) akan menurunkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai pertumbuhan aset (PA) terhadap nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan asuransi umum di Indonesia telah memanfaatkan pertumbuhan asetnya (PA) dalam meningkatkan pendapatan perusahaan, sehingga semakin besar nilai pertumbuhan aset (PA) yang dimiliki perusahaan akan mendukung peningkatan profitabilitas.

Teori trade-off menganggap pertumbuhan aset sebagai indikator keberhasilan perusahaan. Perusahaan asuransi dengan pertumbuhan aset yang bagus akan memiliki reputasi baik dalam mendapatkan dana, akses lebih mudah ke pasar keuangan dan tercermin dalam profitabilitas yang lebih baik untuk perusahaan. Menurut perspektif teori agensi, perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi memiliki biaya agensi. Perusahaan-perusahaan ini memiliki rasio utang yang lebih rendah karena takut pemegang utang perusahaan-perusahaan asuransi di Indonesia akan melupakan peluang investasi yang berharga dan mengambil kekayaan untuk keuntungan, dan nilai ini akan tercermin dalam biaya agensi yang lebih rendah (Hutchinson dan Gul, 2006).

Alasan lain menurut teori agensi adalah bahwa pertumbuhan aset memperbesar penggunaan kekuatan manajer. Kondisi ini dapat diperlakukan sebagai keuntungan bagi perusahaan asuransi umum karena para manajer menggunakan kemampuannya untuk memperbesar profitabilitas perusahaan, meskipun pada saat yang sama mereka meningkatkan kekayaan sendiri. Selain itu, perusahaan dengan pertumbuhan tinggi memiliki akses yang lebih mudah ke pasar keuangan, dan ini dapat diterjemahkan dalam profitabilitas yang lebih tinggi, karena perusahaan lebih cenderung memberikan pinjaman kepada perusahaan yang menyajikan tingkat pertumbuhan yang unggul atau memiliki peluang pertumbuhan yang berharga di masa depan (Chen, 2004).

4.2.2. Ukuran Perusahaan

Hasil analisis menunjukkan bahwa ada pengaruh signifikan ukuran perusahaan (UP) dengan *Debt Equity Ratio* (DER) perusahaan asuransi Indonesia. Nilai pengaruh ini ditunjukkan oleh koefisien jalur $-0,489$ dan *p-value* $0,000$. Pengaruh ukuran perusahaan (UP) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur yang negatif dan signifikan. Nilai koefisien negatif menunjukkan bahwa setiap peningkatan nilai ukuran perusahaan (UP) akan menurunkan nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau

sebaliknya setiap penurunan nilai ukuran perusahaan (UP) akan meningkatkan nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia.

Signifikansinya nilai pengaruh ukuran perusahaan (UP) terhadap nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan asuransi umum yang memiliki aset besar telah memanfaatkan total aset yang dimiliki perusahaan untuk operasional perusahaan, sehingga perusahaan telah mampu memanfaatkan asetnya dalam menurunkan ketergantungan terhadap utang. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa perusahaan asuransi besar lebih suka menerbitkan utang jangka panjang sedangkan, perusahaan asuransi kecil memilih utang jangka pendek untuk membiayai proyek mereka. Kondisi ini terjadi karena keunggulan skala ekonomi dan daya tawar dengan kreditor, perusahaan asuransi besar mampu menanggung biaya lebih rendah dalam menerbitkan utang dan ekuitas dibandingkan dengan perusahaan asuransi kecil, Michael (1999).

Terkait dengan profitabilitas, hasil analisis jalur menunjukkan bahwa pengaruh ukuran perusahaan (UP) terhadap profitabilitas (PRO) perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki koefisien jalur 0,285 dan *p-value* 0,004. Pengaruh ukuran perusahaan (UP) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur yang positif dan signifikan. Nilai koefisien positif menunjukkan bahwa setiap peningkatan ukuran perusahaan (UP) akan meningkatkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau penurunan ukuran perusahaan (UP) akan menurunkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai ukuran perusahaan (UP) terhadap nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan asuransi umum di Indonesia telah menggunakan aset totalnya dalam meningkatkan pendapatan perusahaan, sehingga semakin besar nilai aset total yang dimiliki perusahaan akan mendukung peningkatan profitabilitas.

Hasil ini konsisten dengan temuan Tian dan Zeiton (2007) dan Gleason (2000) mendukung bahwa ukuran perusahaan (UP) berpengaruh positif pada profitabilitas. Perusahaan besar menikmati sejumlah kemampuan seperti skala ekonomi yang dapat memengaruhi profitabilitas keuangan Frank dan Goyal, (2003). Berberapa hasil penelitian yang menemukan hubungan positif antara ukuran perusahaan (UP) dan profitabilitas mendukung argumen teori *trade-off*, yaitu bahwa ukuran perusahaan asuransi mencerminkan

diversifikasi yang lebih besar, ekonomi skala produksi, akses yang lebih besar ke teknologi baru, dan sumber dana yang lebih murah.

Signifikansi pengaruh ukuran perusahaan (UP) terhadap profitabilitas perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan asuransi besar di Indonesia telah memperoleh pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil, kemungkinan besar sebagai akibat dari diversifikasi investasi dan skala ekonomi yang sudah maksimal. Hal ini menunjukkan perusahaan-perusahaan asuransi umum di Indonesia yang sudah besar akan semakin kecil kecenderungannya menggunakan sumber dana eksternal karena sudah memiliki sumber dana internal yang tinggi, sehingga perusahaan tidak membutuhkan modal dari luar perusahaan untuk membantu kegiatan operasional.

4.2.3. Aset Tanggibel (Aset Berwujud)

Hasil analisis jalur menunjukkan hubungan yang signifikan antara aset tanggibel dengan *Debt Equity Ratio* (DER) perusahaan asuransi Indonesia dengan koefisien jalur 0,418 dan *p-value* 0,000. Pengaruh aset tanggibel (AT) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur yang positif dan signifikan. Nilai koefisien positif menunjukkan bahwa setiap peningkatan aset tanggibel (AT) akan meningkatkan *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau sebaliknya setiap penurunan aset tanggibel (AT) akan menurunkan *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai aset tanggibel (AT) terhadap nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa setiap perusahaan asuransi umum di Indonesia telah memanfaatkan aset tetap yang dimiliki perusahaan sebagai jaminan untuk memperoleh utang dalam pemenuhan kebutuhan operasional perusahaan sehingga semakin besar nilai aset tanggibel yang dimiliki perusahaan akan mendukung peningkatan ketergantungan perusahaan terhadap utang. Hasil ini sesuai dengan temuan Murindet (2003) dan Suto (2003) yang menemukan hubungan positif signifikan antara aset tanggibel (AT) dengan nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi. Hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Musthapa (2011), Mas'ud (2008), Shah dan Khan (2007), dan Mayangsari (2001) yang menyatakan bahwa aset tanggibel berpengaruh positif terhadap utang.

Terkait dengan profitabilitas, hasil analisis jalur menunjukkan bahwa pengaruh aset tanggibel (AT) terhadap profitabilitas (PRO) perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur sebesar 0,220 dan *p-value* 0,013. Pengaruh aset tanggibel (AT) terhadap profitabilitas

perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi di Indonesia memiliki nilai positif dan signifikan. Nilai koefisien positif menunjukkan bahwa setiap peningkatan nilai aset tanggibel (AT) akan meningkatkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau penurunan nilai aset tanggibel (AT) akan menurunkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai aset tanggibel (AT) terhadap nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan asuransi umum di Indonesia telah memanfaatkan aset tanggibel (AT) dalam meningkatkan pendapatan perusahaan, sehingga semakin besar nilai aset tanggibel (AT) yang dimiliki perusahaan akan mendukung peningkatan profitabilitas.

Pengaruh positif antara aset tanggibel (AT) perusahaan asuransi dengan profitabilitas tidak konsisten dengan hasil penelitian Osuji dan Odita (2012) yang menyatakan bahwa aset tanggibel (AT) tidak berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan. Terkait dengan ini berdasarkan hasil kajian peneliti, tidak ada literatur luas yang menyelidiki pengaruh antara aset tanggibel (AT) perusahaan dan profitabilitas perusahaan (PRO) asuransi di Indonesia. Selain itu sebagian besar perusahaan asuransi Indonesia mengandalkan aset tetap untuk membuat produk dan layanannya. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan asuransi umum di Indonesia yang memiliki aset tetap yang tinggi mengarah pada profitabilitas perusahaan yang lebih tinggi, karena aset tetap yang dimiliki dijadikan sebagai jaminan untuk memperoleh pinjaman dari lembaga keuangan di Indonesia.

4.2.4. Likuiditas Perusahaan

Hasil analisis jalur menunjukkan ada pengaruh yang signifikan antara likuiditas perusahaan (LP) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) perusahaan asuransi umum di Indonesia dengan koefisien jalur $-0,244$ dan *p-value* $0,023$. Pengaruh likuiditas perusahaan (LP) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur negatif dan signifikan. Nilai koefisien jalur yang negatif menunjukkan bahwa setiap peningkatan nilai likuiditas perusahaan (LP) akan menurunkan nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau sebaliknya setiap penurunan nilai likuiditas perusahaan (LP) akan meningkatkan nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya Pengaruh nilai likuiditas perusahaan (LP) terhadap nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa setiap perusahaan asuransi umum di Indonesia telah memanfaatkan *current asset* yang dimiliki saat ini dalam

operasional perusahaan sehingga perusahaan asuransi umum di Indonesia mampu menurunkan ketergantungannya terhadap utang.

Menurut pecking order theory, perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi akan lebih memilih menggunakan sumber dana internal terlebih dulu sebelum melakukan investasi keuangan yang baru. Hal ini disebabkan perusahaan dengan likuiditas yang tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan tersebut akan lebih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui utang. Penelitian ini juga mendukung hasil penelitian Myers dan Rajan (1998) menyatakan bahwa ketika biaya agensi dari likuiditas tinggi, maka kreditur luar membatasi jumlah pembiayaan utang yang tersedia bagi perusahaan, oleh karena itu terdapat hubungan negatif antara likuiditas dengan DER. Hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Syeikh dan Wang (2011), serta Shahjahanpour (2010) yang menyatakan bahwa likuiditas perusahaan (LP) berpengaruh negatif terhadap utang.

Terkait dengan profitabilitas, hasil analisis jalur menunjukkan bahwa pengaruh likuiditas perusahaan (LP) terhadap profitabilitas (PRO) perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur sebesar 0,207 dan *p-value* 0,028. Pengaruh likuiditas perusahaan (LP) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi di Indonesia memiliki nilai positif dan signifikan. Nilai koefisien positif menunjukkan bahwa setiap peningkatan nilai likuiditas perusahaan (LP) akan meningkatkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau penurunan nilai likuiditas perusahaan (LP) akan menurunkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai likuiditas perusahaan (LP) terhadap nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan asuransi umum di Indonesia telah memanfaatkan *current aset* yang dimiliki untuk meningkatkan pendapatan perusahaan, sehingga semakin besar nilai *current aset* yang dimiliki perusahaan akan mendukung peningkatan profitabilitas.

Teori pecking order menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih likuid akan menggunakan pembiayaan eksternal karena kemampuan mereka membayar kewajiban, sementara teori agensi menunjukkan bahwa posisi likuiditas yang tinggi untuk perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan cukup kuat untuk menghadapi setiap jangka pendek atau jangka panjang masalah keuangan dan perusahaan yang kuat dapat berprofitabilitas lebih baik daripada perusahaan yang memiliki posisi likuiditas lemah dalam laporan keuangannya. Berdasarkan hasil ini maka dapat disimpulkan bahwa

perusahaan asuransi umum di Indonesia bergantung pada kewajiban jangka pendek, akibatnya perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki kelebihan likuiditas. Berdasarkan hal tersebut, peneliti menerima hipotesis, karena sesuai dengan teori. Hasil penelitian ini konsisten dengan peneliti lain seperti Ali dan Zahida (2013) yang menyatakan bahwa likuiditas perusahaan (LP) berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan (PRO).

4.2.5. Risiko Bisnis

Hasil analisis jalur menunjukkan pengaruh yang signifikan antara risiko bisnis (RB) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) perusahaan asuransi umum di Indonesia dengan koefisien jalur 0,195 dan *p-value* 0,013. Pengaruh risiko bisnis (RB) terhadap *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur positif dan signifikan. Nilai koefisien jalur yang positif menunjukkan bahwa setiap peningkatan risiko nilai bisnis (RB) akan meningkatkan nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau setiap penurunan nilai risiko bisnis (RB) akan menurunkan nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai pengaruh risiko bisnis (RB) terhadap nilai *Debt Equity Ratio* (DER) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa setiap perusahaan asuransi umum di Indonesia telah menggunakan pendapatan operasionalnya sebagai jaminan untuk peningkatan utang bagi operasional perusahaan. Jika risiko operasi perusahaan lebih fluktuatif daripada aliran pendapatan perusahaan, kemungkinan gagal bayar perusahaan dan perusahaan akan terekspos kebangkrutan dan biaya agensi tinggi. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian lain yang menunjukkan hubungan positif seperti hasil penelitian Jordan (1998), dan Michaelas (1999) yang menemukan hubungan positif antara risiko bisnis perusahaan dan hutang jangka panjang dan jangka pendek.

Terkait dengan profitabilitas, hasil analisis jalur menunjukkan bahwa pengaruh risiko bisnis (RB) terhadap profitabilitas (PRO) perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur sebesar 0,207 dan *p-value* 0,028. Pengaruh risiko bisnis (RB) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi di Indonesia memiliki nilai positif dan signifikan. Nilai koefisien positif menunjukkan bahwa setiap peningkatan risiko bisnis (RB) akan meningkatkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau penurunan nilai risiko bisnis (RB) akan menurunkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai risiko bisnis (RB) terhadap nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan asuransi umum di

Indonesia telah memanfaatkan pendapatan operasionalnya dalam meningkatkan pendapatan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga semakin besar nilai pendapatan operasional yang dimiliki perusahaan akan mendukung peningkatan profitabilitas.

Secara umum beberapa risiko bisnis yang teridentifikasi akan berpengaruh terhadap sektor asuransi khususnya asuransi umum di Indonesia adalah reputasi, teknologi, dan kualitas manajemen (PWC, 2019). Reputasi adalah salah satu risiko utama bagi perusahaan asuransi di Indonesia. Kondisi ini dipengaruhi oleh perkembangan sosial media dalam industri asuransi yang masih sensitif dengan persepsi publik terhadap reputasi suatu perusahaan asuransi. Lahirnya industri 4.0 telah memberikan tekanan yang cukup berat terhadap industri asuransi di Indonesia. Semakin gencarnya implementasi *Artificial Intelligence* (Kecerdasan Buatan) telah membawa perubahan pada pasar asuransi dan harapan nasabah yang sangat berbeda terhadap industri asuransi. Risiko terbesar ketiga industri asuransi di Indonesia adalah manajemen risiko. Saat ini sulit untuk mendapatkan talenta yang sesuai dan berpengalaman karena ketersediaan tenaga ahli yang masih relatif sedikit. Selain ketiga hal tersebut ada peran penting yang terkait dengan risiko yaitu regulasi. Salah satu regulasi internasional yang menjadi risiko terbesar adalah pelaksanaan IFRS 17.

Hasil penelitian ini mendukung beberapa hasil penelitian seperti hasil penelitian Ser-Haung dan Tylor (1992) terhadap pasar saham di Inggris, karena pasar saham di Inggris melaporkan hubungan positif, Loudon (2006) yang meneliti 15 campuran pasar saham di dunia yang terdiri dari pasar maju dan berkembang, Assaf (2005) yang meneliti terhadap bursa efek Kanada serta beberapa penelitian lain.

Pengaruh positif risiko bisnis (RB) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) asuransi umum di Indonesia terkait dengan teori agensi yaitu tingkat pengembalian yang diperlukan dari investor harus sesuai dengan risiko investor di perusahaan. Pemegang saham akan memerlukan pengembalian yang tinggi untuk memegang risiko terkait kebangkrutan dan kesulitan keuangan karena kreditur memiliki prioritas dalam kasus kebangkrutan. Kreditur juga akan meminta pengembalian untuk menanggung risiko konflik keagenan dengan pemegang saham dan manajemen.

4.2.6. Debt Equity Ratio (DER) Perusahaan

Hasil analisis jalur menunjukkan pengaruh yang signifikan antara *Debt Equity Ratio* (DER) terhadap profitabilitas (PRO) perusahaan asuransi umum di Indonesia dengan koefisien jalur 0,195 dan *p-value* 0,013. Pengaruh *Debt Equity Ratio* (DER) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) pada

perusahaan asuransi umum di Indonesia memiliki nilai koefisien jalur negatif dan signifikan. Nilai koefisien jalur yang negatif menunjukkan bahwa setiap peningkatan *Debt Equity Ratio* (DER) akan menurunkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia atau sebaliknya setiap penurunan *Debt Equity Ratio* (DER) akan meningkatkan nilai profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia. Signifikansinya nilai *Debt Equity Ratio* (DER) terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) pada perusahaan asuransi umum di Indonesia menunjukkan bahwa peningkatan nilai utang setiap perusahaan asuransi umum di Indonesia akan berakibat pada penurunan profitabilitas.

Secara teoritis pengaruh *Debt Equity Ratio* (DER) perusahaan terhadap profitabilitas menghasilkan kesimpulan adanya pengaruh yang beragam antara *Debt Equity Ratio* (DER) dan profitabilitas. Model *trade off* berpendapat bahwa perusahaan yang menguntungkan memiliki kebutuhan besar untuk melindungi pendapatan dari pajak perusahaan dan harus meminjam lebih dari perusahaan yang menguntungkan. Sementara teori *pecking order* menunjukkan ada pengaruh terbalik antara *Debt Equity Ratio* (DER) dan profitabilitas perusahaan. Perusahaan diasumsikan lebih suka melakukan pembiayaan internal daripada pembiayaan eksternal dalam kerangka kerja teori *pecking order*. Preferensi ini menyebabkan perusahaan menggunakan laba ditahan terlebih dahulu sebagai dana investasi dan beralih ke pembiayaan eksternal hanya ketika laba ditahan tidak mencukupi. Hasil penelitian ini konsisten dengan Jensen (1986) bahwa jika *Debt Equity Ratio* (DER) perusahaan bertindak sebagai alat kunci dalam hal memaksa manajer untuk menggunakan arus *free kas* dalam membayar utang, maka utang yang lebih tinggi akan menyebabkan dana yang lebih rendah tersedia untuk manajer dalam investasi menguntungkan dan kemudian berakibat pada profitabilitas yang lebih rendah (Singh dan Faircloth, 2005).

Shergill dan Sarkaria (1999) juga mengemukakan bahwa hubungan negatif antara *Debt Equity Ratio* (DER) perusahaan dan profitabilitas disebabkan oleh beban bunga yang besar terkait dengan utang, yang menyatakan bahwa jika perusahaan sangat *Debt Equity Ratio* (DER) dan tingkat pengembalian aset perusahaan lebih rendah daripada biaya hutang modal, ini akan mengarah pada profitabilitas yang lebih rendah. Beberapa hasil penelitian sebagian besar secara empiris mengkonfirmasi hubungan negatif antara *Debt Equity Ratio* (DER) dan profitabilitas perusahaan seperti Titman dan Wessel (1988), Rajan dan Zingales (1999), dan Wald (1999). Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan *return on aset* sebagai proksi untuk profitabilitas perusahaan. Hubungan negatif ini menunjukkan bahwa konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham adalah sebagai alasan

utama. Perusahaan asuransi umum di Indonesia menggunakan tingkat *Debt Equity Ratio* (DER) yang melebihi struktur permodalan sehingga secara negatif mempengaruhi profitabilitas. Rasio *Debt Equity Ratio* (DER) yang lebih tinggi menyebabkan beban hutang yang lebih tinggi, yang kemudian dapat membatasi kemampuan perusahaan untuk mengambil proyek lebih berisiko yang mungkin juga menguntungkan, Chang (2004).

Hasil studi ini konsisten dengan studi *cross-sectional* Gleason dan Mathur (2000) yang mengkonfirmasi hubungan negatif untuk ukuran profitabilitas keuangan dan operasional 14 negara Eropa termasuk Inggris, Perancis dan Jerman. Mereka menggunakan total utang, ROA, margin laba sebelum pajak, dan pertumbuhan penjualan, untuk menguji hubungan ini dengan konflik agensi sebelumnya. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian *cross-sectional* yang dilakukan oleh Singh dan Faircloth (2005) untuk perusahaan manufaktur di Amerika Serikat yang menunjukkan ada pengaruh negatif yang kuat antara *Debt Equity Ratio* (DER), yang kemudian berbanding terbalik mempengaruhi profitabilitas.

Debt Equity Ratio (DER) yang lebih tinggi mengarah pada investasi modal jangka panjang yang lebih rendah dan pada gilirannya mengarah pada profitabilitas perusahaan yang lebih rendah. Selain itu, hasil peneliti ini konsisten dengan panel studi yang dilakukan oleh Chang (2004) yang menemukan bahwa rasio total utang terhadap total aset memiliki efek negatif pada profitabilitas laba (pengembalian ekuitas dan pembayaran dividen) untuk perusahaan yang terdaftar di bursa Malaysia. Ia menyatakan bahwa perusahaan diharapkan memiliki pengembalian keuangan yang signifikan lebih rendah secara statistik dan menegaskan bahwa utang membatasi kemampuan perusahaan untuk mengambil proyek yang lebih berisiko yang mungkin menguntungkan. Selain itu hasil penelitian ini juga telah memperkuat hasil penelitian di negara-negara berkembang yang telah dijadikan landasar teori dalam penelitian ini.

Secara khusus hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa variabel peluang pertumbuhan, aset tanggibel, likuiditas perusahaan, risiko bisnis dan *Debt Equity Ratio* (DER) memengaruhi profitabilitas perusahaan. Hasil ini membuktikan bahwa tingkat *Debt Equity Ratio* DER perusahaan yang tinggi mengarah ke ROA yang lebih rendah. Hasil penelitian ini juga mendukung bahwa karena konflik agensi perusahaan akan meningkatkan *Debt Equity Ratio* (DER) mereka sendiri, sehingga mempengaruhi profitabilitas mereka secara negatif. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan argumen teori *pecking order* yang menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan asuransi umum di Indonesia harus membiayai peluang investasi mereka dengan laba ditahan.

Oleh karena itu, terjadi hubungan negatif antara tingkat *Debt Equity Ratio* (DER) dan profitabilitas perusahaan.

Hasil penelitian ini juga telah menunjukkan peluang pertumbuhan aset (PP) berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas perusahaan asuransi umum di Indonesia. Hasil ini sesuai dengan Pensrose (1959) yang berpendapat bahwa perusahaan besar mendapat manfaat dari skala ekonomi, yang juga dapat berdampak positif pada profitabilitas. Hal ini menunjukkan untuk perusahaan asuransi umum yang besar sudah dapat memanfaatkan skala ekonomi yang ada. Aset tanggibel dalam penelitian ini menunjukkan hubungan positif dan signifikan antara aset tanggibel dan profitabilitas perusahaan. Implikasi ini menunjukkan bahwa perusahaan asuransi umum yang ada di Indonesia telah menggunakan komposisi aset tetap dari total aset untuk memberikan berdampak positif pada profitabilitas perusahaan.

Pengaruh antara risiko bisnis dan profitabilitas (ROA) signifikan dan positif. Studi ini juga mengkonfirmasi hasil beberapa penelitian. Alasan untuk pengaruh positif yang terjadi pada perusahaan asuransi Indonesia adalah karena prediksi teoretis dari teori agensi yaitu tingkat pengembalian yang diperlukan dari investor harus sesuai dengan risiko mereka di perusahaan. Hasil penelitian ini juga telah memberikan bukti bahwa peluang pertumbuhan dan likuiditas perusahaan merupakan penentu profitabilitas dalam proksi *Return on asset* (ROA).

4.2.7. Kontribusi Penelitian

Hasil penelitian ini memberikan arti tentang pentingnya pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), Aset Tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), risiko bisnis (RB), dan *Debt Equity Ratio* (DER) yang dijadikan sebagai variabel mediasi terhadap peningkatan profitabilitas. Melalui penerapan analisis jalur dengan menggunakan *software* AMOS, penelitian ini menggambarkan bagaimana model jalur dapat digunakan dengan sukses dalam mengukur pengaruh pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), Aset Tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), risiko bisnis (RB), terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) melalui variabel mediasi *Debt Equity Ratio* (DER).

Penelitian ini juga mampu menjelaskan pengaruh variabel mediasi terhadap profitabilitas. Model struktural telah mampu juga memberikan informasi pada tingkat setiap variabel independen untuk menunjukkan besarnya pengaruh masing-masing variabel melalui variabel mediasi *Debt*

Equity Ratio (DER) yang tidak mudah dilakukan dalam bentuk analisis lain seperti analisis regresi berganda.

Penggunaan pendekatan metodologi ini baru dilakukan di Indonesia khususnya untuk perusahaan asuransi dan telah terbukti menjadi alat analisis yang dapat diandalkan dalam mengukur pengaruh variabel pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), Aset Tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), risiko bisnis (RB), terhadap profitabilitas perusahaan (PRO) melalui variabel mediasi *Debt Equity Ratio* (DER).

BAB V

KESIMPULAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan penelitian yang telah dilakukan maka dapat disimpulkan beberapa hal berikut:

1. DER tidak dipengaruhi oleh pertumbuhan aset (PA), tetapi DER dipengaruhi oleh ukuran perusahaan (UP), aset tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB). Ukuran perusahaan (UP) dan likuiditas perusahaan (LP) berpengaruh signifikan secara statistik. Pengaruh yang ada adalah negatif sehingga setiap peningkatan ukuran perusahaan (UP) dan likuiditas perusahaan (LP) secara langsung akan menurunkan *Debt Equity Ratio* (DER). Aset tanggibel (AT) dan risiko bisnis (RB) berpengaruh signifikan juga secara statistik. Tetapi pengaruh yang ada adalah positif sehingga setiap peningkatan Aset tanggibel (AT)

dan risiko bisnis (RB) secara langsung akan menurunkan *Debt Equity Ratio* (DER).

2. Profitabilitas (PRO) dipengaruhi oleh pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), aset tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB). Pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), aset tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) berpengaruh signifikan secara statistik. Pengaruh yang ada adalah positif. Sehingga setiap peningkatan pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), aset tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) secara langsung akan meningkatkan profitabilitas.
3. Profitabilitas (PRO) dipengaruhi oleh DER. Pengaruh yang ada adalah negatif sehingga setiap peningkatan nilai DER maka akan menurunkan secara langsung nilai profitabilitas.

5.2. Implikasi Penelitian

1. Implikasi bagi industri: hasil penelitian ini dapat membantu para pemangku kebijakan dalam mengambil keputusan terkait struktur modal terutama variable-variabel yang berpengaruh terhadap profitabilitas seperti pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), aset tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB). Hasil penelitian ini juga dapat dijadikan dasar peningkatan profitabilitas perusahaan melalui pengelolaan variable-variabel pertumbuhan aset (PA), ukuran perusahaan (UP), aset tanggibel (AT), likuiditas perusahaan (LP), dan risiko bisnis (RB) dalam operasional perusahaan.
2. Implikasi bagi regulator: hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai rujukan dalam pengambilan kebijakan terkait struktur modal dan pengembangan standar permodalan pada perusahaan asuransi khususnya perusahaan asuransi umum.
3. Implikasi bagi keilmuan: hasil penelitian ini telah berkontribusi secara teoritis terhadap kajian-kajian tentang struktur modal terutama penggunaan variabel *debt equity ratio* (DER) sebagai variabel mediasi profitabilitas.

5.3. Penelitian Masa Depan

Terkait dengan objek penelitian diketahui bahwa tidak ada literatur yang luas di Indonesia mengenai struktur modal dan profitabilitas keuangan. Studi di masa depan dapat menggunakan indikator lain untuk penentu ini dan menyelidiki kembali hubungan variabel-variabel tersebut.

Studi ini telah meletakkan beberapa penelitian dasar untuk mengeksplorasi dampak dari struktur modal pada profitabilitas industri

asuransi umum di Indonesia. Penelitian lebih lanjut diperlukan untuk mengembangkan hipotesis baru dan merancang variabel baru untuk mencerminkan faktor spesifik perusahaan yang memengaruhi profitabilitas perusahaan terkait dengan teori struktur modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J. 2005. The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of Listed firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 6, 438-447.
- Abor, J. 2007. Debt policy and performance of SMEs: evidence from Ghanaian and South Africa firms. *Journal of Risk Finance*, 8, 364-379.
- Ali Abbas and zahida Bashir 2013, Determinants of Firm's Financial Performance: An Empirical Study on Textile Sector of Pakistan. *business and economics journal*, ISSN 2162-4860 2013, Vol. 3, No. 2
- Allen, D. E. and Mizunot, H. 1989, The determinants of corporate capital structures: Japanese Evidence, *Applied Economics*, vol. 21, no. 5, p. 569.

- Amanuel, M 2011, The determinants of capital structure evidence from manufacturing share companies of Addis Ababa city. *Master's thesis*, Addis Ababa University.
- Anderson. 2002. Capital structure, firm liquidity and growth. *NBB working paper* No.27
- Ang, J.S, Cole, R.A and Lin, J.W 2000 : Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, 55, pp 81- 106.
- Assaf, A, 2005, Automation, Stock Market Volatility and Risk-Return Relationship: Evidence from "CATS", *Investment Management & Financial Innovations*, vol. 2, no. 3,pp. 136-145.
- Barton, S.L., Hill, N.C. and Sundaram, S. 1989. An empirical test of stakeholder theory predictions of capital structure. *Financial Management*, 18, 1, 36-44.
- Bayeh, A 2011, Capital structure determinants: an empirical study on insurance industry in Ethiopia, *Master's thesis*, Addis Ababa University.
- Booth, L., V. Aivazian, A. Demircuc-Kunt, and V. Maksimovic. 2001. Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance* 27(4), (December): 539 -60.
- Brails ford, T. J., Oliver, B. R., &Pua, S. L. H. 2002, On the relation between ownership structure and capital structure, *Accounting & Finance*, vol. 42, no. 1, pp. 1-26.
- Brigham, E. F. & Ehrhardt, M. C. 2010, Financial management: theory andpractice, 11th ed., *International student ed. edn*, South-Western Mason, Ohio.
- Brigham, E.F. and Ehrhardt, M.C. 2011, *Financial Management: Theory and Practice*. Mcgraw Hill.
- Cassar, G. & Holmes, S. 2003, Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence, *Accounting & Finance*, vol. 43, no. 2, pp. 123-147.
- Casteuble, T. 1997. What today's association executives earn. *Association Management*, 49 (4), 53-61.
- Chen J. J. 2004 Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies. *Journal of Business Research* 57 (2004) 1341– 1351.
- Chittenden F, Hall G. and Hutchinson P. 1996. Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics* 8, 59-67.
- Dansetz, H and Lehn, K 1985: The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, pp 1155- 1177.

- Fattouh, B., Harris, L., & Scaramozzino, P. 2005. Capital Structure in South Korea: A Quantile Regression Approach. *Journal of Development Economics*, 76(1), 231-250.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. 2003. Testing the Pecking order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
- Friend, I., & Lang, L. 1988. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 43, 271-281.
- Gangeni, C. 2006, The Relationship between Capital Structure and the Financial Performance of the Firm. *Master Thesis: University of Pretoria*, South Africa.
- Garson, G.D. 2007. Factor analysis. <http://www2.chass.ncsu.edu/garson/pa765/>
- Ghosh, S.2007. *Leverage, Managerial Monitoring and Firm Valuation*.
- Gitman, L.J. and Zutter, C.J. 2012, *Principles of Managerial Finance*, (13th ed). Boston:
- Gleason, K.C., Mathur, L.K. & Mathur, I. 2000. The inter-relationship between Culture, Capital Structure and performance: Evidence from European Retailers. *Journal of Business Research*, 50(2), 185-191.
- Gorton, G and Rosen, R 1995: Corporate control, portfolio choice and the decline of banking. *Journal of Finance*, 50, pp 1377- 1420.
- Hair J., Black W., Babin B., Anderson, R., & Talham, R. 2008, "*Multivariate Data Analysis*". 7th edn, Person Printice Hall, New Jersey.
- Hair J., Black W., Babin B., Anderson, R., and Talham, R. 2006, "*Multivariate Data Analysis*" 6th ed, Person Printice Hall, New Jersey.
- Hall, G., Hutchinson, P., and Michaelas, N.2004. Determinants of the Capital Structures of European SMEs, *Journal of Business Finance & Accounting* 31,711-728.
- Hatfield, G. B., Cheng, L., & Davidson, W. 2004. The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt ratios on Market value. *Journal of Financial And Strategic Decisions*.
- Heng, T.B., and Tze-San.O. 2011. Capital Structure and Corporate performance of Malaysian Construction Sector. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(2), 28-36.
- Hillier, D., Ross, S., R. W. Westerfield, J. Jaffe, and B. Jordan 2010. "Corporate Finance: European Edition", McGraw-Hill.
- Hoffer, C.W., and Sandberg, W.R. 1987. Improving new venture performance: some guidelines for success. *American Journal of Small Business*, 12, 11-25.

- Hovakimian, Opler, and Titman, S. 2001, The Debt-Equity Choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1):PP.1-24.
- Hutchinson, M. and Gul, A. 2006, "The effects of executive share options and investment opportunities on firms accounting performance: Some Australian evidence", *British Accounting Review*, vol. 38, no. 3, pp. 277-297.
- Jensen, M. and Meckling, W., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, p.305-60.
- Jordan J., Lowe J. and Taylor P. 1998. Strategy and Financial Policy in UK Small firms. *Journal of Business Finance and Accounting* 25 (1), 1-27.
- Kline, Rex B. 1998. *Principle and Practice of Structural Equation Modeling*. Second Edition. New York: The Guilford Press.
- Kim, K. A. and Limpaphayom, P. 1998, "A test of two-tier corporate governance structure: the case of Japanese eiretsu", *Journal of Financial Research* ol. 21, no. 1, p. 37.
- King, M. and Santor, E. 2008. Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms, *Journal of Banking and Finance*, 32:2423-2432.
- Krenusz, A. 2004. Determinants of capital structure: A comparison between the United States, Germany and East-Europe. *4th Europe Doctoral Seminar, Faculty of Economics*, Sarajevo.
- Kyereboah-Coleman, A. 2007. The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions. *Journal of Risk Finance*, 8, 56-71.
- Laitinen, E. 2002, "A dynamic Performance Management System: Evidence from small Finnish Technology Companies", *Scandinavian Journal of Management*, vol. 18, no. 1, pp. 65-99.
- Liu, T. 1999. *The determinants of corporate capital structure: Evidence from Listed companies in China*. Working paper. London: Prentice Hall.
- Loudon, G. F. 2006, "Is the risk return relation positive? Further evidence from a stochastic volatility in mean approach", *Applied Financial Economics*, vol. 16, no. 13, pp. 981-992.
- Majumdar, S.K and Chhibber, P 1999: Capital structure and performance: evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance. *Public Choice*, 98, pp 287- 305.
- Margaritis, D and Psillaki, M. 2010. Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance, *Journal of Banking and Finance*, 34:621-632.

- Mehran, H 1995: Executive compensation structure, ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38, pp 163- 184.
- Michaelas, N. Chittenden, F. and Poutziouris, P. 1999. Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*. 12: 113–30.
- Modigliani, F., and Miller, M. H. 1958, The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48, 261-97.
- Murinde, V., J. Agung and A.W. Mullineux. 2003. Patterns of corporate financing and financial system convergence in Europe. *Review of International Economics*, 12(4): 693–705.
- Muritala, T. 2012. An Empirical Analysis of Capital Structure on Firms' Performance in Nigeria. *International Journal of Advances in Management and Economics*, 115-124.
- Myers and Majluf N.S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information those investors do not have. *The Journal of Financial Economics*.
- Myers, S. 1977. Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5: 147-176.
- Naveed Ahmed, Zulfqar Ahmed, Ahmad Usman 2011, Determinants of Performance: A Case Of Life Insurance Sector of Pakistan, *International Research Journal of Finance and Economics*, Euro journals Publishing, Inc.
- Onaolapoand Kajola, O. 2010. Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 25:70-82.
- Osuji and Odita Anthony 2012, *Arabian Journal of Business and Management Review*, Vol. 1, No.12; July 2012.
- Otoritas Jasa Keuangan, 2014 *Statistik Perasuransian Indonesia 2013*. Otoritas Jasa Keuangan.
- Otoritas Jasa Keuangan, 2015 *Statistik Perasuransian Indonesia 2014*. Otoritas Jasa Keuangan.
- Otoritas Jasa Keuangan, 2016 *Statistik Perasuransian Indonesia 2015*. Otoritas Jasa Keuangan.
- Otoritas Jasa Keuangan, 2017 *Statistik Perasuransian Indonesia 2016*. Otoritas Jasa Keuangan.
- Otoritas Jasa Keuangan, 2018 *Statistik Perasuransian Indonesia 2017*. Otoritas Jasa Keuangan.

- Ozkan, A. 2001, "Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol.28, no. 1/2, pp. 175-198.
- Panno, A. 2003. "An empirical investigation on the determinants of capital structure: the UK and Italian experience". *Applied Financial Economics*. 13. 97-112.
- Subramanian, and, T. Paramasivan. C, 2009. *Financial Management. New Age International Limited*, Publishers. New Delhi. 2009.
- Paulo J. MaçasNunes and Zélia M. Serrasqueiro 2007, Capital Structure of Portuguese Service Industries: A Panel Data Analysis, *The Service Industries Journal*, 27:5, 549-562.
- Penrose, E. 1959. The Theory of the Growth of the Firm. Performance of the Firm. *Master Thesis: University of Pretoria*, South Africa.
- Pratomo, WA and Ismail AG., 2006. *Islamic Bank Performance and Capital Structure*. University Library of Munich, Germany, MPRA, 6012. Prentice Hall.
- Rajan, R. and Zingales. L. 1995. what do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*. 50.1421-1460.
- Ronny Manos and Clairette Ah-Hen 2003, Evidence on the Determinants of Capital Structure of Non-Financial Corporates in Mauritius, *Journal of African Business*, 4:2, 129-154
- Saeed, M, Gull, A, Rasheed, M 2013. Impact of Capital Structure on Banking Performance (A Case Study of Pakistan), *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, vol 4, no. 10, pp 5-10.
- Salawu, R.O. 2007, "An Empirical Analysis of the Capital Structure of Selected Quoted Companies in Nigeria". An Unpublished M.Phil Thesis submitted to the Department of Management and Accounting, Obafemi Awolowo University, *Ile-Ife*, Nigeria.
- Saunders, M., Lewis, P., and Thornhill, A. 2009. *Research methods for business students (5th Edition ed.)*. Harlow: Pearson Professional Ltd.
- Ser-Huang, P. and Taylor, S. J. 1992, "Stock returns and volatility: An empirical study of the UK stock market", *Journal of Banking and Finance*, vol. 16, no. 1, pp. 37-59.
- Shergill, J. & Sarkaria, M. 1999, "Impact of Industry Type and Firm Characteristics on Firm Financial Performance Evidence from Indian Industry level", *Journal of Entrepreneurship*, vol. 8, no. 1.
- Shyam-Sanders, L. and Myers, S.C. 1999. Testing Static trade-off against pecking order Models of Capital structure", *Journal of Financial Economics*, (51): pp.14211460.

- Siddiqui M. and Shoaib A., 2011, Measuring performance through capital structure: Evidence from banking sector of Pakistan, *African Journal of Business Management*, 5(5),1871-1879.
- Singh, A. 1995. Corporate Finance Patterns in Industrializing Economies, *IFC Technical Paper number 2*. Washington DC.
- Singh, A. dan J. Faircloth. 2005. Corporate Finance Structure in Developing Countries. *IFC Technical Paper 1*. Washington DC.
- Suto, and Murindet, 2003, Capital Structure and Investment Behaviour of Malaysian Firms in the 1990s: *A Study of Corporate Governance Before the Crisis*, *Corporate Governance* 11, 25 – 39.
- Tabachnick, B.G. and Fidell, L.S. 2001. *Using Multivariate Statistics. 4th Edition*, Allyn and Bacon, Boston.
- Tian, G.G., and Zeitun, R. 2007. Capital Structure and Corporate performance: evidence from Jordan, *Australian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4), 40-61.
- Titman, S. and Wessels, R. 1988, "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, vol. 43, no. 1, p. 1.
- Tian, G. G. and Zeitun, R. 2007. Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4).
- Wang, J. and Tsai, K 2005. "Does R and D performance decline with firm size? A reexamination in terms of elasticity", *Research Policy*, vol. 34, pp. 966-976.
- Van der Wijst N. and Thurik R. 1993. Determinants of Small Firm Debt Ratios: An analysis of Retail Panel Data, *Small Business Economics* 5, 55-65.
- Wald, J. 1999. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial Research*, 22, 161-87.
- Weill, L. 2008. Leverage and Corporate Performance: Does Institutional Environment Matter?, *Small Business Economics*. Wiley & Sons Ltd.

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Nama : **Suhartono**
Jenis Kelamin : Pria
Tempat/Tgl. Lahir : Yogyakarta, 5 September 1958
Alamat : Pulo Gebang Permai Blok H 3
No. 7, Jl. Pulau Jawa,
Jakarta Timur 13950.
HP : 08161343255
Pekerjaan : Karyawan
Status : Menikah, 2 anak.



A. Pendidikan

No.	Institusi	Jenjang	Tahun
1.	Universitas Krisnadipayana	S1 (SE)	1981 - 1986
2.	Sekolah Tinggi Manajemen Labora	S2 (MM)	2006 - 2008
3.	Universitas Gunadarma	Doktoral / S3 (DR)	2016 - 2019

B. Pekerjaan

No.	Jenis Pekerjaan	Institusi	Tahun
1.	Kepala Seksi Akseptasi Kebakaran, Engineering dan Klaim	PT. Asuransi Tri Pakarta	1980 - 1985
2.	Kepala Cabang Surabaya	PT. Asuransi Sinar Mas	1985 - 1986
3.	Manager Underwriting	PT. Asuransi Sinar Mas	1986 - 1987
4.	Asisten Technical Manager	PT. Asuransi Astra Buana	1987 - 1991
5.	Technical Manager	PT. Asuransi Mitra Maparya	1991 - 1994
6.	Technical Manager	PT. Asuransi Puri Asih	1994 - 1999
7.	General Manager	PT. Batavia Mitratama Insurance	1999 – 2000
8.	Kepala Divisi Unit Operasional	PT. Asuransi Raya	2000 – 2003
9.	Deputy General Manager	PT. Asuransi Jaya Proteksi	2003 – 2008
10.	Direktur Tehnik / Managing Direktur	PT. Asuransi Artarindo	2008 – 2014
11.	Direktur Utama	PT. Asuransi Artarindo	2014 - Sekarang

C. Pengalaman Lain

No.	Kegiatan	Tempat	Tahun
1.	Anggota Departemen Aneka	Asosiasi Asuransi Umum Indonesia (AAUI)	2008 - Juli 2017
2.	Kepala Departemen Aneka	Asosiasi Asuransi Umum Indonesia (AAUI)	Juli 2017 - sekarang

No.	Kegiatan	Tempat	Tahun
3..	Anggota Bidang Organisasi	Asosiasi Ahli Manajemen Asuransi Indonesia (AAMAI)	2003 - sekarang
4..	Wakil Ketua Komisariat Aamai Jakarta VIII	Asosiasi Ahli Manajemen Asuransi Indonesia (AAMAI)	2005 – sekarang
5..	Anggota Tim Asistensi Penguji Aamai	Asosiasi Ahli Manajemen Asuransi Indonesia (AAMAI)	2011 – 2018
6..	Komisi Penguji	Asosiasi Ahli Manajemen Asuransi Indonesia (AAMAI)	2018 - sekarang