

NILAI PERUSAHAAN, INDEKS TATA KELOLA PERUSAHAAN DAN STRUKTUR MODAL

Fitri Wahyuni¹

¹Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, Daerah Istimewa Yogyakarta, Indonesia
email: fitri.wahyuni@umy.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji struktur modal sebagai variabel pemoderasi hubungan antara indeks tata kelola perusahaan dengan nilai perusahaan. Peneliti ingin melihat apakah perusahaan memiliki kepedulian terhadap pemegang kepentingan perusahaan melalui pengungkapan indeks tata kelola perusahaan dan juga berusaha untuk mengurangi konflik yang ada dalam perusahaan, seperti konflik keagenan dan asimetri informasi. Indeks tata kelola perusahaan dikembangkan oleh *Forum For Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) dan *Price Waterhouse Coopers* (PwC), nilai perusahaan dalam penelitian ini yang di hitung dengan menggunakan Tobin'Q dan struktur modal dihitung menggunakan *debt to equity ratio* (DER). Hasil menunjukkan bahwa struktur modal menjadi moderasi dalam hubungan antara indeks tata kelola perusahaan dengan nilai perusahaan dengan arah negatif. Hasil menunjukkan bahwa adanya kepedulian perusahaan terhadap pemegang saham, perusahaan ingin mengurangi konflik yang terdapat dalam perusahaan. Selain itu, ketika perusahaan mengungkapkan struktur modal, pemegang saham merasa tidak aman untuk berinvestasi di dalam perusahaan.

Kata kunci: Indeks tata kelola perusahaan, struktur modal, nilai perusahaan

FIRM VALUE, CORPORATE GOVERNANCE INDEX, AND CAPITAL STRUCTURE

ABSTRACT

This study aims to test the capital structure as a moderating variable of the relationship between corporate governance index and firm value. The study investigates whether the company put a concern on corporate stakeholders through the disclosure of corporate governance index and whether they have intention in reduce conflicts within the company, such as agency conflict and information asymmetry. The corporate governance index was developed by Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI) and Price Waterhouse Coopers (PWC) while the value of companies in this study calculated using Tobin'Q and capital structure was calculated using debt to equity ratio (DER). The result shows that capital structure moderates the relationship between corporate governance index and firm value with negative direction. The results show that the company has concern for shareholders, and willing to reduce the conflicts within the company. In addition, when the firm discloses the capital structure, the shareholders find it is insecure to invest in the company.

Keywords: *Corporate governance index, capital structure, firm value.*

DOI: <https://doi.org/10.24843/JIAB.2018.v13.i02.p08>

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan dapat dilihat dari harga saham perusahaan. Perusahaan yang memiliki harga saham tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu dalam segi keuangan dan menunjukkan kepada investor bahwa perusahaan dapat memberikan pengembalian investasi yang memadai. Sekarang ini tidak hanya dalam segi keuangan saja untuk menentukan nilai perusahaan tetapi juga dari sisi non-keuangan. Kusumastuti (2014) menyatakan bahwa investor sekarang ini tidak hanya

memperhatikan harga saham saja, tetapi juga memperhatikan tata kelola perusahaan. Tata kelola perusahaan menjadi perhatian utama investor dalam menilai suatu perusahaan. Menurut Forum for *Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) (Forum for *Corporate Governance in Indonesia*, 2000b) tata kelola perusahaan (*corporate governance*) adalah seperangkat aturan yang mendefinisikan hubungan antara pemegang saham (*shareholders*), manajer, perusahaan, karyawan dan pemegang kepentingan

(*stakeholders*) internal dan eksternal lainnya mengenai hak dan kewajiban, atau sistem dimana perusahaan di arahkan dan diawasi. Menurut FCGI (2000a), Terdapat prinsip-prinsip internasional untuk tata kelola perusahaan, yang meliputi, hak pemegang saham, perlakuan yang adil terhadap pemegang saham, peran *stakeholders* harus diakui sebagaimana ditetapkan dalam undang-undang dan kerjasama yang aktif antara perusahaan dan *stakeholders* dalam menciptakan kemakmuran, pekerjaan dan usaha yang sehat secara finansial, pengungkapan dan transparansi yang tepat waktu dan akurat mengenai semua hal material terhadap kinerja, kepemilikan dan *stakeholders* perusahaan dan tanggung jawab dewan dalam manajemen, pengawasan manajemen dan pertanggungjawaban kepada perusahaan dan pemegang saham. Tata kelola perusahaan (*corporate governance*) merupakan salah satu faktor yang juga mempengaruhi nilai perusahaan (Jo dan Harjoto, 2011). Pemegang kepentingan akan merasa aman ketika perusahaan memberikan jaminan kepada pemegang kepentingan bahwa hak-hak yang mereka miliki akan dipenuhi oleh perusahaan.

Pengukuran yang dilakukan oleh CLSA dan Asia *Corporate Governance Association* (ACGA) (2016) menunjukkan bahwa nilai pasar *corporate governance* mengalami penurunan skor dari 39 menjadi 36 dari tahun 2014 sampai tahun 2016. Hal ini menunjukkan bahwa nilai *corporate governance* di Indonesia mengalami penurunan tiga poin dalam dua tahun ini. Informasi tersebut sangat penting bagi pemegang kepentingan perusahaan, karena ketika tata kelola perusahaan menurun maka perlindungan pemegang kepentingan juga akan menurun.

Pemegang kepentingan juga akan memastikan bahwa mereka akan mendapatkan hasil yang sesuai dengan investasi yang diberikan oleh perusahaan. Maka dari itu perusahaan juga memiliki kecenderungan untuk melihat modal atau pembiayaan perusahaan. Proporsi pendanaan dengan hutang disebut sebagai struktur modal (Hermuningsih, 2013). Jumlah biaya yang dikeluarkan dan nilai perusahaan merupakan kebijakan perusahaan dalam menerapkan struktur modal. Keputusan pendanaan dapat berupa pendanaan eksternal dan pendanaan internal. Pendanaan eksternal dilakukan melalui peminjaman hutang namun hal itu akan meningkatkan biaya modal dan biaya bunga yang harus dibayarkan ke kreditor. Pendanaan internal dilakukan menggunakan dana internal perusahaan, pendanaan ini akan menimbulkan *opportunity cost* dari dana dan modal sendiri yang digunakan perusahaan (Firnanti (2011)). Oleh karena itu, perusahaan harus cermat dalam memilih pendanaan. Kondisi perusahaan dimana dapat mengkombinasikan hutang dengan modal secara ideal, yaitu dengan menyeimbangkan nilai perusahaan

dengan struktur modalnya disebut sebagai struktur modal optimal.

Menurut Hanafi (2014) penjelasan mengenai seberapa besar hutang yang harus digunakan secara ideal di dalam teori struktur modal belum dapat menjelaskan dengan memuaskan walaupun sudah terdapat banyak teori struktur modal. Terdapat beberapa teori struktur modal yaitu sebagai berikut. Pendekatan tradisional berpendapat akan adanya struktur modal yang optimal. Dengan kata lain struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Konsep *signaling* dan asimetri informasi berkaitan erat. Menurut Hanafi (2014) teori asimetri menyatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Pihak tertentu memiliki informasi yang lebih baik dari pada pihak lainnya dan biasanya manajer mempunyai informasi yang lebih baik dibanding pihak luar (investor). Ini disebut sebagai informasi asimetri antara manajer dan pemegang saham atau investor. Namun, Anton (2010) dengan berkembangnya teori akuntansi sekarang ini, maka muncul teori baru yaitu *stewardship theory*. Fokus dalam *stewardship theory* adalah pencapaian tujuan bersama dengan melakukan penyesuaian tujuan antara pemangku kepentingan dengan manajer. Kepemimpinan dan komunikasi yang baik antara pemegang kepentingan dengan manajer atau antara manajer atas dengan manajer bawah akan menghasilkan situasi, budaya organisasi, kepemimpinan dan pencapaian tujuan tanpa menghalangi kepentingan satu dengan lainnya.

Teori Modigliani dan Miller (1963) menyatakan bahwa ketika perusahaan menggunakan hutang sebagai salah satu struktur modalnya maka bunga modal akan mengurangi pajak. Ketika pajak berkurang maka laba akan besar. Laba yang besar membuat pemegang kepentingan akan mempercayakan investasi mereka kepada perusahaan, sehingga nilai perusahaan akan bertambah. Suhartati dkk. (2011) menyatakan bahwa tuntutan dalam penerapan prinsip tata kelola perusahaan yang baik oleh para investor dan kreditor merupakan salah satu faktor dalam pengambilan keputusan berinvestasi pada suatu perusahaan. Dengan adanya pengungkapan informasi kepada pemegang kepentingan diharapkan akan memberikan stimulus pada pertumbuhan ekonomi dan mengurangi kesenjangan antar pelaku di pasar modal, sehingga investor akan percaya bahwa kegiatan di pasar modal terjadi dengan harga yang wajar. Hermuningsih (2013) menyatakan bahwa kombinasi hutang dan ekuitas atau struktur modal yang optimal akan memaksimalkan harga saham perusahaan. Penelitian sebelumnya menunjukkan adanya ketidakkonsistenan penelitian mengenai struktur modal. Beberapa peneliti menyatakan bahwa struktur

modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Dewi dan Wirajaya, 2013; Fachrudin, 2011) dan terdapat peneliti yang menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh pada nilai perusahaan (Ruslim, 2009; Suastini dkk. 2016). karena ketidak konsistenan data tersebut maka ada kemungkinan bahwa struktur modal merupakan variabel moderasi yang menghubungkan tata kelola perusahaan dan nilai perusahaan.

Penelitian ini menguji pengaruh tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan yang dimoderasi oleh struktur modal. Selain itu, tata kelola perusahaan juga menggunakan pengukuran yang berbeda dengan penelitian lain (Jo & Harjoto, 2011). Pengukuran tata kelola perusahaan menggunakan sistem *content analysis* berdasarkan *corporate governance self assessment checklist* yang dikembangkan oleh *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) dan *Price Waterhouse Coopers* (PwC) dimana pengukuran tersebut baru pertama kali diterapkan sebagai proksi pengujian penelitian, proksi ini digunakan karena *corporate governance self assessment checklist* sudah disesuaikan dengan keadaan atau iklim tata kelola perusahaan yang ada di Indonesia (Forum for Corporate Governance in Indonesia, 2000b). Selain itu, penelitian ini merupakan penelitian pertama yang menguji struktur modal sebagai variabel pemoderasi antara tata kelola perusahaan dan nilai perusahaan.

Konflik keagenan yang terjadi antara prinsipal dan agen dapat menyebabkan kerugian bagi prinsipal karena informasi yang dimiliki oleh agen tidak semuanya di berikan kepada prinsipal. Hal ini menyebabkan prinsipal berusaha untuk melakukan tindakan yang tepat agar konflik keagenan dapat dihindari. Beberapa cara yang digunakan prinsipal dalam menghindari konflik keagenan adalah dengan adanya dewan komisaris independen di dalam perusahaan, selain itu juga adanya komite audit, kepemilikan manajerial (Rachmawati dan Triatmoko, 2007), kepemilikan institusional (Rachmawati dan Triatmoko, 2007) diyakini dapat menurunkan konflik keagenan. Beberapa cara di atas yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan merupakan komponen dari tata kelola perusahaan. Dengan sampel yang menggunakan seluruh perusahaan di Bursa Efek Indonesia selama periode 2001-2005 menguji komponen tata kelola perusahaan yang terdiri dari keberadaan komite audit, komposisi komisaris independen, kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan (kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial) berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Siallagan dan Machfoedz (2006) menguji mekanisme tata kelola perusahaan, kualitas laba dan nilai perusahaan. Kualitas laba sebagai

variabel *intervening* yang menghubungkan variabel tata kelola perusahaan dengan nilai perusahaan. Herawaty (2008) melakukan penelitian mengenai peran praktek *corporate governance* sebagai variabel yang memoderasi hubungan antara manajemen laba terhadap nilai perusahaan. Hasil menunjukkan bahwa pengaruh tata kelola perusahaan memiliki hasil yang berbeda berdasarkan model yang digunakan. Ketika variabel tata kelola perusahaan sebagai variabel independen dan variabel moderasi secara bersama-sama, hasil menunjukkan bahwa komisaris independen dan kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan ketika variabel tata kelola perusahaan hanya menjadi variabel independen saja, menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan sedangkan kualitas audit berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian lain yang menyatakan bahwa *corporate governance* mempengaruhi nilai perusahaan adalah penelitian yang dilakukan oleh Kusumastuti, Supatmi dan Sastra (Kusumastuti *et al.*, 2014) yang menyatakan bahwa isu yang terkait dengan tata kelola perusahaan adalah persebaran anggota dewan (*board diversity*) terhadap nilai perusahaan.

Konflik kepentingan antara pemegang saham dan agen akan menyebabkan munculnya konflik keagenan dalam perusahaan dimana prinsipal mengharapkan pengembalian yang besar sedangkan agen lebih mementingkan kepentingan individu. Selain itu, ketika prinsipal menunjuk agen untuk mengelola perusahaan, akan menimbulkan masalah informasi asimetri. Informasi perusahaan yang dimiliki oleh agen lebih banyak daripada prinsipal. Sehingga ketika agen lebih mementingkan kepentingan individu, informasi tersebut akan digunakan untuk kepentingan sendiri daripada kepentingan perusahaan. Hal itu menunjukkan bahwa agen memiliki kekuasaan yang lebih dalam hal informasi. Permasalahan dalam kekuasaan juga terjadi pada para pemegang saham. Munculnya pemegang saham mayoritas dan minoritas terjadi karena adanya struktur kepemilikan perusahaan. Dalam hal pengambilan keputusan pemegang saham mayoritas memiliki kekuasaan yang lebih dibandingkan dengan pemegang saham minoritas.

Tata kelola perusahaan berusaha untuk mengatasi masalah-masalah tersebut. Perusahaan berusaha agar informasi yang ada pada perusahaan dapat disebarkan secara merata dan tersampaikan kepada pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan melalui mekanisme tata kelola perusahaan yang baik. Dengan adanya dewan komisaris independen, komite audit, kepemilikan manajerial dan institusional merupakan langkah perusahaan dalam melaksanakan tata kelola perusahaan. Perusahaan yang melakukan kegiatan

tata kelola perusahaan, dianggap oleh para pemegang kepentingan bahwa perusahaan tersebut memberikan perlindungan dan transparansi yang memadai, sehingga pemegang kepentingan akan menanamkan investasi ke perusahaan tersebut, hal ini akan menyebabkan harga saham perusahaan akan naik. Ketika harga saham perusahaan naik, maka nilai perusahaan juga naik.

H₁: Tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengambilan keputusan mengenai struktur modal sangatlah penting dalam perusahaan. Struktur modal adalah cara perusahaan dalam mendanai aset dan kegiatan operasinya dengan menggunakan hutang maupun menggunakan ekuitas atau bahkan dengan menggunakan kombinasi dari kedua cara tersebut. Pendekatan Modigliani dan Miller (Modigliani dan Miller, 1958) mengenai struktur modal menyatakan bahwa tidak ada relevansi mengenai struktur modal, hal ini dibuktikan dengan adanya penilaian perusahaan tidak relevan dengan struktur modal perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Menurut Dewi dan Wirajaya (Dewi dan Wirajaya, 2013) tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan pemegang sahamnya yaitu dengan cara memaksimalkan nilai sekarang perusahaan. Pada teori *trade off* menjelaskan bahwa apabila posisi struktur modal berada di titik optimal maka setiap penambahan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, dan sebaliknya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, hal ini dikarenakan perusahaan menggunakan prinsip *pecking order theory* yang menganggap bahwa menggunakan struktur modal yang berupa hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Penelitian Hasbi (2015) menguji pengaruh struktur modal dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan mikro di Indonesia. Hasil menunjukkan bahwa struktur modal, pertumbuhan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan diperkuat oleh penelitian Hermuningsih (2013) yang menguji pengaruh profitabilitas, *growth opportunity*, dan struktur modal terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar profitabilitas, semakin besar peluang perusahaan untuk tumbuh dan semakin besar perusahaan menggunakan hutangnya dalam struktur modal maka semakin besar pula nilai perusahaan. Beberapa peneliti menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Dewi dan Wirajaya, 2013; Fachrudin, 2011) dan terdapat peneliti yang menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh

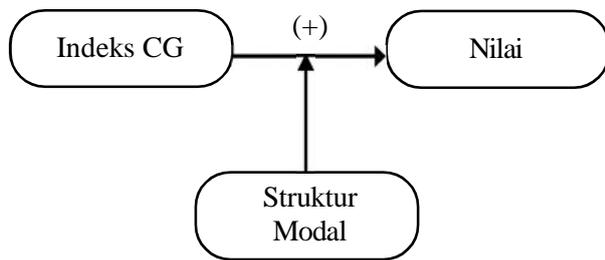
pada nilai perusahaan (Ruslim, 2009; Suastini *et al.*, 2016), karena ketidakkonsistenan data tersebut maka ada kemungkinan bahwa struktur modal merupakan variabel moderasi yang menghubungkan tata kelola perusahaan dan nilai perusahaan. Kebijakan perusahaan dalam menentukan struktur modalnya akan berpengaruh pada kegiatan operasional perusahaan dimasa mendatang dan akan berdampak pada nilai perusahaan. Ketika perusahaan memilih untuk mendanai kegiatan operasional mereka dengan modal sendiri, hal ini akan menyebabkan *trade off* antara struktur modal dan pembiayaan perusahaan lainnya. Semakin banyak perusahaan menggunakan dana sendiri, semakin sedikit pula pembiayaan perusahaan yang dapat digunakan, hal ini dikarenakan dana yang dimiliki perusahaan akan digunakan untuk pembiayaan modal, sedangkan perusahaan harus mengeluarkan biaya lain selain modal (Hanafi, 2014). Tak terkecuali adalah pembayaran atas investasi kepada pemegang saham. Dengan berkurangnya pengembalian investasi (misal pemberian dividen) maka pemegang saham akan merasa bahwa investasi yang mereka lakukan tidak memberikan keuntungan, hal ini berdampak pada turunnya harga saham perusahaan karena pemegang saham menjual saham perusahaan. Ketika harga saham menurun artinya nilai perusahaan juga menurun, sehingga pendanaan internal perusahaan akan menyebabkan turunnya nilai perusahaan.

H₂: Struktur modal memoderasi pengaruh tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian bertujuan menguji pengaruh tata kelola perusahaan (*corporate governance*) terhadap nilai perusahaan dan dimoderasi oleh struktur modal. Penelitian menggunakan data sekunder yang berasal dari informasi laporan tahunan perusahaan. Pengambilan data variabel tata kelola perusahaan melakukan *check list* berdasarkan kriteria Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI) untuk pengukuran tata kelola perusahaan. Sedangkan untuk kualitas laba, struktur modal dan nilai perusahaan menggunakan proksi yang akan dijelaskan pada bagian definisi operasional. Populasi penelitian adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel penelitian semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015. Alasan memilih perusahaan manufaktur dikarenakan perusahaan memiliki peran besar dalam perubahan kondisi lingkungannya atas kegiatan operasi perusahaan. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif yang diperoleh dari *database* BVD Osiris, laporan tahunan, laporan berkelanjutan, dan *website* perusahaan.

Penerapan praktik tata kelola perusahaan akan memberikan dampak positif terhadap nilai perusahaan, hal ini dikarenakan ketika perusahaan mengungkapkan informasi mengenai tata kelola perusahaan yang baik, pemegang kepentingan akan mendapatkan informasi yang memadai tentang perusahaan. Semakin banyak pengungkapan tata kelola perusahaan yang dilakukan perusahaan, semakin banyak pula informasi yang dapat diberikan kepada pemegang kepentingan. Informasi tersebut oleh pemegang kepentingan digunakan untuk pengambilan keputusan yang berkualitas. Pemegang kepentingan memiliki kecenderungan untuk tetap melakukan investasi di perusahaan apabila informasi yang diberikan perusahaan berkualitas, sehingga dapat menghasilkan keputusan yang berkualitas pula. Karena pemegang kepentingan masih berinvestasi di perusahaan, maka perusahaan mampu mempertahankan atau menaikkan harga pasar saham, hal itu juga akan mempengaruhi nilai perusahaan. Selain itu, perusahaan yang memberikan informasi kepada pemegang kepentingan mengenai struktur penggunaan modal akan meningkatkan pengaruh tata kelola terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan pemaparan yang telah disampaikan, maka dapat dikembangkan suatu model penelitian.



Gambar 1. Model Penelitian

Selanjutnya, persamaan 1 menjelaskan rumus yang dapat dibentuk dari model penelitian.

$$Q = a + s1CG + s2DER + s3CG*DER + v \dots(1)$$

Keterangan:

Q = *tobin's Q* (proksi nilai perusahaan)

CG = indeks tata kelola perusahaan (proksi dari tata kelola perusahaan)

DER = *debt to equity ratio* (proksi struktur modal)

CG*DER = interaksi CG dengan DER

Variabel bebas penelitian ini adalah tata kelola perusahaan (*corporate governance*), dan struktur modal, sedangkan variabel terikat penelitian ini adalah nilai perusahaan. Variabel moderasi struktur modal merupakan variabel yang memoderasi hubungan variabel tata kelola perusahaan dengan nilai perusahaan.

Variabel tata kelola perusahaan (*corporate governance*) diukur dengan melakukan *checklist* pada masing-masing perusahaan berdasarkan pada *corporate governance self assessment checklist* yang dikembangkan oleh Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI) dan Price Waterhouse Coopers (PwC). Penelitian ini menggunakan pengukuran tersebut karena dalam *corporate governance self assessment checklist* yang dikembangkan oleh *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) dan *Price Waterhouse Coopers* (PwC) sudah sesuai dengan kriteria perusahaan di Indonesia dan telah mencakup aspek-aspek tata kelola perusahaan yaitu hak pemegang kepentingan (*shareholder rights*), peraturan tata kelola perusahaan (*CG policy*), praktik tata kelola perusahaan (*CG practice*); pengungkapan (*disclosure*) dan audit. Setelah melakukan *checklist* akan menghasilkan nilai (*company score*) yang kemudian dikalikan dengan bobot yang sudah ditentukan. Berdasarkan *corporate governance self assessment checklist*, masing-masing aspek memiliki bobot yang berbeda-beda yang ditampilkan pada Tabel 1.

Tabel 1.

Perhitungan *corporate governance self assessment checklist*

Aspek	Hasil <i>checklist</i> tiap aspek (1)	Total tiap aspek (2)	<i>Company score</i> (3)= (1)/(2)	Bobot (4)	Nilai <i>Corporate Governance</i> (5)=(3)x(4)
<i>Shareholder Rights</i>				20%	
<i>Corporate Governance Policies</i>				15%	
<i>Corporate Governance Practices</i>				30%	
<i>Disclosures</i>				20%	
<i>Audit</i>				15%	
Total				100%	

Sumber: Data diolah, 2018

Struktur modal sebagai variabel bebas memiliki beberapa pengukuran yaitu *debt to equity ratio* (DER) (Dewi & Wirajaya, 2013; Santika & Sudiyatno, 2011; Sugeng, 2009; Kesuma, 2009). Menurut Firnanti(2011) struktur modal dihitung dengan cara total hutang perusahaan dibagi dengan total aktiva. Fachrudin (2011) mengukur struktur modal dengan menggunakan rasio *leverage* dengan cara membagi jumlah hutang dengan jumlah ekuitas.

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \dots\dots\dots(2)$$

Nilai perusahaan didefinisikan sebagai jumlah nilai pasar akhir tahun ekuitas umum penawar, hutang dan saham preferen (Griffith, 1999). Dalam penelitian ini, nilai perusahaan menggunakan pengukuran *Tobin's Q* karena nilai ini mencerminkan harga pasar sesungguhnya setelah dikurangi dengan ekuitas, seperti pada penelitian (Griffith(1999) dan Jiraporn dan Liu (2008).

$$Tobin's Q = \frac{ME + PS + Debt}{TA} \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan:

ME = Jumlah saham biasa perusahaan yang beredar dikali dengan harga penutupan saham

PS = Nilai Likuidasi saham preferen perusahaan yang beredar

DEBT = Total Hutang + Persediaan – Aktiva Lancar

TA = Nilai Buku total aktiva perusahaan

Variabel moderasi adalah variabel yang dapat memperkuat maupun memperlemah pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini variabel struktur modal adalah variabel yang memoderasi hubungan antara tata kelola perusahaan dengan nilai perusahaan. Variabel moderasi dihitung dengan cara mengalikan atau mereaksikan variabel tata kelola perusahaan dengan variabel struktur modal. Hipotesis ditolak apabila nilai signifikan lebih besar daripada alpha sebesar 5%.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015. Tata kelola perusahaan dan struktur modal merupakan variabel bebas. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Tata kelola perusahaan dihitung dengan menggunakan indeks tata kelola perusahaan dengan melakukan konten analisis pada laporan tahunan, laporan keuangan, dan informasi dari *web* perusahaan.

Tabel 2.
Pengambilan sampel perusahaan manufaktur di BEI

Perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2015	579
Perusahaan non manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2015	(405)
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2015	174
Perusahaan manufaktur yang tidak melaporkan laporan tahunan di BEI, tidak melaporkan laporan keuangan di <i>website</i> perusahaan dan tidak memiliki data yang diperlukan	(58)
Total perusahaan manufaktur yang digunakan dalam penelitian	116

Sumber: Data diolah, 2018

Data struktur modal dan nilai perusahaan diperoleh melalui laporan keuangan perusahaan dan BvD Osiris. Penelitian ini menggunakan 116

perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Statistik deskriptif memberikan informasi dasar mengenai data yang diuji.

Tabel 3.
Tabel Statistik Deskriptif

Variabel	Nilai Perusahaan (Q)	Tata Kelola Perusahaan (CG)	Struktur Modal (DER)	Interaksi (CG*DER)
Rata-rata	0,868	0,672	1,5380	0,987
Nilai tengah	0,464	0,649	0,944	0,672
Nilai yang sering muncul	0,050	0,568	0,092	0,060
Maksimum	4,904	0,951	16,588	9,760
Minimum	0,050	0,568	0,092	0,060
Deviasi Standar	1,012	0,075	1,012	1,297
Jumlah sampel	116	116	116	116

Sumber: Data diolah, 2018

Tabel statistik deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata nilai perusahaan (Q) sebesar 0,868416 dengan nilai maksimum dan minimum sebesar 4,904 dan 0,050 secara berurutan, dan standar deviasi sebesar 1,012. Rata-rata sebesar 0,868 artinya secara rata-rata nilai pasar saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI hanya dinilai 0,868 dari rata-rata nilai buku perusahaan. Nilai maksimum Q sebesar 4,909 artinya terdapat perusahaan manufaktur yang memiliki nilai pasar saham yang dinilai 4,9 kali dari nilai buku perusahaan. Sedangkan Q memiliki nilai minimum sebesar 0,568 artinya bahwa dalam perusahaan manufaktur terdapat perusahaan yang nilai pasar sahamnya dinilai hanya setengah dari nilai bukunya. Struktur modal dihitung menggunakan *debt to equity ratio* (DER), menunjukkan bahwa semakin besar nilai DER maka perusahaan memiliki hutang yang lebih kecil dari ekuitasnya. Berdasarkan tabel statistik deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata nilai DER sebesar 1,538 dengan nilai maksimum dan minimum sebesar 16,588 dan 0,092 secara berurutan. Nilai DER yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan hutang dalam pendanaannya. Sebaliknya, semakin kecil nilai DER menunjukkan bahwa pendanaan dalam bentuk hutang semakin sedikit, dan ada kemungkinan dalam pemodalannya, perusahaan menggunakan dana sendiri atau mengeluarkan saham. CG*DER adalah interaksi dari variabel independen dengan variabel moderasi. CG*DER adalah bentuk yang mewakili hubungan moderasi terhadap variabel bebas dengan variabel terikat (Hartono, 2007). Rata-rata CG*DER sebesar 0,987 dengan standar deviasi sebesar 1,297. Nilai maksimum dan minimum CG*DER adalah sebesar 9,760 dan 0,060.

Asumsi klasik digunakan untuk memenuhi asumsi multivariat dalam statistik. Hasil asumsi klasik menunjukkan hasil yang ditampilkan pada Tabel 4. Pengujian asumsi klasik yang diujikan pada penelitian adalah asumsi normalitas, multikolinearitas dan heteroskedastisitas.

Uji normalitas penelitian ini menggunakan *one sample kolmogorov smirnov* untuk menguji nilai *unstandardized residualnya*. Data dinyatakan berdistribusi normal apabila nilai *asympt.sig (2-tailed)* lebih besar dari *alpha* 0,05. Model menunjukkan bahwa nilai *asympt.sig (2-tailed)* sebesar 0,388 lebih besar dari *alpha* 0,05 maka model penelitian ini berdistribusi normal. Jadi dapat disimpulkan bahwa model yang diuji berdistribusi normal.

Pengujian multikolinearitas digunakan untuk menguji apakah terdapat hubungan linear antara pengubah bebas X dalam model regresi ganda. Pendeteksian multikolinearitas dapat dilihat melalui *Variance Inflation Factors* (VIF) dan nilai *tollerance*. Apabila nilai VIF lebih besar dari 10 (>10)

maka terjadi multikolinearitas diantara variabel independen, dan sebaliknya apabila nilai VIF lebih kecil dari 10 (<10) maka tidak terjadi multikolinearitas. Model penelitian menunjukkan bahwa nilai VIF pada masing-masing variabel menunjukkan bahwa variabel CG memiliki nilai VIF sebesar 1,649, variabel DER memiliki nilai VIF sebesar 273,987, interaksi CG*DER nilai VIF sebesar 267,272. Berdasarkan hasil dari nilai VIF menunjukkan bahwa terjadi multikolinearitas pada model empiris penelitian. Nilai *tollerance* menunjukkan bahwa *tollerance* CG sebesar 0,606, *tollerance* DER sebesar 0,004 dan *tollerance* CG*DER sebesar 0,004. Hasil nilai *tollerance* menunjukkan bahwa semua nilai berada di bawah nilai 1. Maka berdasarkan nilai *tollerance*, tidak terdapat multikolinearitas pada data yang artinya tidak ada hubungan linier antara variabel bebas yang satu dengan yang lain.

Pengujian heteroskedastisitas digunakan untuk melihat apakah ada data yang memiliki ketidaksamaan *variance* dari semua pengamatan dalam model regresi. Penelitian ini menggunakan pengujian Glejser untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas dalam model (Basuki dan Prawoto, 2016). Model dinyatakan tidak terkena heteroskedastisitas apabila masing-masing variabel dalam model memiliki nilai *p-value* lebih besar dari *alpha* (*p-value* > *alpha* 0,05). Pada model menunjukkan bahwa nilai sig dari CG sebesar 0,206, *p-value* DER 0,459, *p-value* interaksi CG*DER sebesar 0,482. Semua variabel bebas memiliki nilai *p-value* yang lebih dari *alpha* 0,05 artinya bahwa variabel dalam model tidak mengalami heteroskedastisitas atau data memiliki kesamaan *variance*. Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan persamaan regresi linier berganda yang disajikan pada Tabel 5.

Hipotesis pertama menyatakan bahwa tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Variabel indeks CG memiliki *p-value* sebesar 0,000, signifikan dengan taraf 0,01 dengan arah positif (13,884). Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis pertama terdukung. Tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil menunjukkan bahwa ketika perusahaan mengungkapkan tata kelola perusahaannya kepada pemegang kepentingan, maka pemegang kepentingan akan merasa bahwa tidak ada informasi yang dirahasiakan oleh manajer. Ketika informasi yang dimiliki oleh manajer sama dengan informasi yang dimiliki oleh pemegang saham, maka pemegang saham akan dapat memaksimalkan keputusan yang diambil, sehingga ketika pemegang saham memaksimalkan keputusannya, misalnya keputusan untuk membeli saham akan meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, pemegang kepentingan juga akan merasa aman dengan adanya pengungkapan

Tabel 4.
Uji Asumsi Klasik

Asumsi Klasik	Normalitas	Multikolinearitas	Heteroskedastisitas
Jenis Uji	<i>One Sample Kolmogorov-smirnov</i>	<i>Variance Inflation Factor (VIF) dan Tollerance</i>	<i>Uji Glejser</i>
Output	Nilai <i>asympt. Sig. (2tailed)</i> sebesar 0,388 > <i>alpha</i>	Hasil menunjukkan bahwa nilai VIF dan <i>tollerance</i> untuk masing-masing variabel: VIF CG: 1,649 VIF DER: 273,987 VIF CG*DER: 267,272 Nilai <i>tollerance</i> : <i>Tollerance</i> CG: 0,606 <i>Tollerance</i> DER: 0,004 <i>Tollerance</i> CG*DER: 0,004	Syarat agar tidak terkena heteroskedastisitas yaitu dengan melihat nilai <i>p-value</i> yang lebih besar dari <i>alpha</i> hasil pengujian glejser. <i>p-value</i> CG: 0,206 > <i>alpha</i> <i>p-value</i> DER: 0,469 > <i>alpha</i> <i>p-value</i> CG*DER: 0,482 > <i>alpha</i>
Kesimpulan	Residual terdistribusi normal	Hasil pengujian multikolineritas menunjukkan bahwa ketika berdasarkan nilai VIF, maka variabel CG tidak mengalami multikolinearitas, variabel DER dan CG*DER mengalami multikolinearitas. Sedangkan ketika menggunakan <i>tollerance</i> sebagai tolak ukur pengujian multikolinearitas. Hasil menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas.	Tidak mengalami heteroskedastisitas

Sumber: Data diolah, 2018

tata kelola perusahaan, terutama pemegang saham minoritas dan kreditur. Hal ini dikarenakan informasi yang ada di dalam tata kelola perusahaan akan memberikan informasi tambahan yang kemungkinan belum didapatkan oleh pemegang kepentingan tersebut. Ketika pemegang kepentingan merasa bahwa mereka mendapatkan perlindungan dari perusahaan maka pemegang saham akan tetap berinvestasi ke perusahaan, sehingga nilai perusahaan juga akan naik. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Herawaty, (2008); Kusumastuti *et al.*, (2014); Siallagan dan Machfoedz, (2006).

Hipotesis kedua penelitian ini adalah pengujian variabel struktur modal sebagai variabel moderasi. Hasilnya menunjukkan struktur modal memoderasi hubungan antara tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan. Moderasi dalam penelitian ini lambangkan dengan CG*DER, *p-value* CG*DER pada penelitian menunjukkan sebesar 0,000, signifikan pada taraf 0,01. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kedua terdukung. Hasil juga menunjukkan bahwa nilai koefisien sebesar -0.873, artinya muncul interaksi negatif. Hal ini berarti ketika perusahaan mengungkapkan tata kelola perusahaan kepada pemegang saham dan juga mengungkapkan modal yang digunakan perusahaan, akan menurunkan nilai perusahaan. Bagi pemegang saham, dengan

adanya struktur modal berupa hutang, akan memberikan ancaman kepada pemegang saham. Semakin banyak hutang maka akan meningkatkan resiko kebangkrutan. Ketika perusahaan memiliki hutang yang melebihi ekuitasnya, perusahaan akan lebih memilih untuk memenuhi kewajibannya terlebih dahulu. Bilamana perusahaan hanya mampu memenuhi kebutuhan hutangnya, maka kewajiban perusahaan terhadap pemegang saham akan dikesampingkan terlebih dahulu, artinya pemegang saham tidak mendapatkan keuntungan atas investasi mereka. Jika pemegang saham merasa dirugikan, mereka akan lebih memilih investasi lain yang menguntungkan, sehingga ada kemungkinan pemegang saham menjual saham mereka. Sehingga, banyak saham terjual yang akan mengakibatkan nilai perusahaan akan menurun, walaupun perusahaan sudah mengungkapkan informasi mengenai tata kelola perusahaan.

Tabel 5 juga menunjukkan bahwa *goodness of fit* signifikan pada level 0,01 dengan *p-value* 0,000, hal ini menunjukkan bahwa penelitian model pertama memiliki model yang baik. Nilai *adjusted R-square* sebesar 96,5 persen artinya variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 96,5 persen, sedangkan 3,5 persen dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti.

Tabel 5.
Uji Regresi

Variabel	Prediksi arah	koefisien	Standar eror	t-Statistic	p-value
C		-8,456	0,202	-41,907	0,000***
CG	+	13,884	0,303	45,789	0,000***
DER		0,549	0,138	3,991	0,000***
CG*DER		-0,873	0,226	-3,876	0,000***
<i>R-squared</i>	0,965				
<i>Adjusted R-squared</i>	0,964				
<i>F-statistic</i>	1025,181				
<i>Prob(F-statistic)</i>	0,000***				

Sumber: Data diolah, 2018

SIMPULAN

Penelitian bertujuan melihat apakah struktur modal memoderasi hubungan indeks tata kelola perusahaan dengan nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015. Hasil menunjukkan bahwa perusahaan yang mengungkapkan informasi mengenai tata kelola perusahaan dan struktur modal perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Informasi yang diungkapkan oleh perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kepedulian terhadap pemegang kepentingan perusahaan. Perusahaan berusaha untuk mengurangi konflik yang ada, seperti konflik keagenan dan asimetri informasi. Ketika perusahaan berusaha untuk mengungkapkan informasi yang dimiliki, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan berusaha menjadi *steward* bagi pemegang kepentingan. Ketika *stewardship* dilaksanakan kemungkinan besar untuk memberikan hasil yang maksimal sangatlah besar, dan hal itu akan menjadi solusi tepat dalam mengatasi konflik kepentingan. Dengan hasil yang menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, maka dapat disimpulkan bahwa pemegang saham diberikan hak oleh perusahaan untuk mengetahui secara tepat waktu dan pantas tentang perusahaan dan mereka dapat berpartisipasi dalam keputusan dan perubahan yang ada dalam perusahaan. Selain itu, pemegang saham minoritas mendapat perlindungan dari perusahaan. Perusahaan juga sudah dipandang telah menerapkan undang-undang yang berlaku karena sudah mengakui peran dari pemegang kepentingan. Perusahaan juga telah mengungkapkan informasi secara transparan mengenai informasi keuangan dan non-keuangan kepada pemegang kepentingan.

Penelitian memberikan hasil yang menyatakan ketika perusahaan mengungkapkan informasi tata kelola perusahaan disertai dengan informasi penggunaan modal berupa hutang, akan menurunkan nilai perusahaan. Dengan adanya pengungkapan tersebut para pemegang kepentingan akan merasa tidak aman karena dengan adanya

hutang, akan menimbulkan kemungkinan bahwa hak pemegang saham tidak terpenuhi, bahkan ketika perusahaan memiliki hutang yang besar dan ekuitas yang kecil, akan memungkinkan masalah kebangkrutan. Penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan manufaktur yang terdapat di Indonesia, Hal ini menyebabkan hasil penelitian tidak dapat digeneralisasikan pada perusahaan selain manufaktur. Penelitian selanjutnya, dapat membandingkan hasilnya dengan menggunakan perusahaan selain perusahaan di sektor manufaktur.

REFERENSI

- Anton, F. X. (2010). Menuju Teori Stewardship Manajemen. *Majalah Ilmiah Informatika*, 1(2).
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *No Title* (1st ed.). Depok: Rajagrafindo Persada.
- CSLA. (2016). *CG Watch 2016 Ecosystems matter Asia's path to better home-grown governance* (september).
- Dewi, A. S. M., & Wirajaya, A. (2013). Pengaruh struktur modal, profitabilitas dan ukuran perusahaan pada nilai perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 4(2), 358–372.
- Fachrudin, K. A. (2011). Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 13, 37–46.
- Firnanti, F. (2011). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur DI BURSA EFEK INDONESIA. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(2), 119–128.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia. (2000a). *Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan Corporate Governance (Tata Kelola Perusahaan)* (2nd ed.). Jakarta.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia. (2000b). *What is Corporate Governance*.
- Griffith, J. M. (1999). CEO ownership and firm value. *Managerial and Decision Economics*, 20(1), 1–8.

- Hanafi, M. M. (2014). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Hartono, J. (2007). *Metodologi Penelitian Bisnis (salah kaprah dan pengalaman-pengalaman)* (6th ed.). Yogyakarta: BPFE.
- Hasbi, H. (2015). Islamic Microfinance Institution: The Capital Structure, Growth, Performance and Value of Firm in Indonesia. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 211, 1073–1080.
- Herawaty, V. (2008). Peran Praktek Corporate Governance Sebagai Moderating Variable dari Pengaruh Earnings Management Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 10(2), PP.97-108.
- Hermuningsih, S. (2013). Pengaruh Profitabilitas, *Growth Opportunity*, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, (oktober), 127–148.
- Jiraporn, P., & Liu, Y. (2008). Capital Structure, Staggered Boards, and Firm Value. *Financial Analysts Journal*, 64(1), 49–60. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1024618>
- Jo, H., & Harjoto, M. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351–383.
- Kesuma, A. (2009). Analisis faktor yang mempengaruhi struktur modal serta pengaruhnya terhadap harga saham perusahaan real estate yang go public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 11(1), 38–45.
- Kusumastuti, S., Supatmi, & Sastra, P. (2014). Pengaruh Board Diversity Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Perspektif Corporate Governance. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 9(2), 88–98.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Rachmawati, A., & Triatmoko, H. (2007). Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi 10*, 1–26.
- Ruslim, H. (2009). Pengujian Struktur Modal (Teori Pecking Order): Analisis Empiris Terhadap Saham di LQ-45. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 11(3), 209–221.
- Santika, R. B., & Sudiyatno, B. (2011). Menentukan Struktur Modal Perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Dinamika Keuangan Dan Perbankan*, 3(2), 172–182.
- Siallagan, H., & Machfoedz, M. (2006). Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, (61), 23–26.
- Suastini, N. M., Bagus, I., Purbawangsa, A., & Rahyuda, H. (2016). Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia (Struktur Modal sebagai Variabel Moderasi) Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia Nilai perusahaan menggambarkan kema. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 5(1), 143–172.
- Sugeng, B. (2009). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 14(1), 37–48.
- Suhartati, T., Warsini, S., & Sixpria, N. (2011). Pengaruh Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial dan Praktik Tata Kelola Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 10(2), 95–105.