

**ANALISIS PENGARUH KUALITAS
CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP
STRUKTUR MODAL**

**(Studi Empiris pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di
Bursa Efek Indonesia Tahun 2007, 2008, dan 2010)**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Diponegoro

Disusun Oleh :

NORMA FETRI RIANA

NIM. 12030110130193

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG**

2014

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Norma Fetri Riana
Nomor Induk Mahasiswa : 12030110130193
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi
Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH KUALITAS CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP STRUKTUR MODAL (Studi Empiris pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007, 2008, dan 2010)**
Dosen Pembimbing : Prof. Dr. Muchamad Syafruddin, M.Si., Akt.

Semarang, 27 Januari 2014

Dosen Pembimbing,

Prof. Dr. Muchamad Syafruddin, M.Si., Akt.

NIP. 1962 0416 198803 1003

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Norma Fetri Riana
Nomor Induk Mahasiswa : 12030110130193
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi
Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH KUALITAS
CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP
STRUKTUR MODAL (Studi Empiris pada
Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di
Bursa Efek Indonesia Tahun 2007, 2008, dan
2010)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 27 Februari 2014.

Tim Penguji:

1. Prof. Dr. Muchamad Syafruddin, M.Si., Akt. (.....)
2. Dr. H. Raharja, M.Si., Akt. (.....)
3. Drs. H. Sudarno, M.Si., Akt., Ph.D. (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Norma Fetri Riana, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **Analisis Pengaruh Kualitas *Corporate Governance* terhadap Struktur Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007, 2008, dan 2010)** adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri. Bila kemudian saya terbukti melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijazah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 27 Januari 2014

Yang membuat pernyataan,

Norma Fetri Riana

NIM. 12030110130193

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the influence of corporate governance quality on capital structure of a firm. Governance score and CGPI score are used to measure corporate governance quality, while market leverage and book leverage are used to measure capital structure. Total assets, EBIT ratio, Tobin's q, fixed asset ratio, non-debt tax shield, credit rating, dividend ratio, industry dummies, and year dummies are used as control variables.

The population in this study consists of all listed non-financial firms in Indonesia Stock Exchange in year 2007, 2008, and 2010. The sampling method used in this study is purposive sampling. By doing sampling and processing data, the final amounts of the sample are 60 firms. This study uses linear regression as an analysis technique to examine the hypotheses.

The empirical evidence shows that both governance score and CGPI score have significant positive influence on market leverage and book leverage. It means that corporate governance quality has significant positive influence on firm's capital structure. Firms with good governance are significantly more leveraged.

Keyword: *corporate governance quality, capital structure, CGPI, leverage*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kualitas *corporate governance* terhadap struktur modal perusahaan. Untuk mengukur kualitas *corporate governance* digunakan *governance score* dan skor CGPI, sedangkan untuk mengukur struktur modal digunakan *book leverage* dan *market leverage*. Penelitian ini juga menggunakan beberapa variabel kontrol yaitu total aset, rasio EBIT, Tobin's Q, rasio aset tetap, *non-debt tax shield*, rating kredit, rasio dividen, *industry dummies*, dan *year dummies*.

Populasi dalam penelitian ini merupakan seluruh perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007, 2008, dan 2010. Metode sampling dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Setelah melalui tahap *sampling* dan pengolahan data, didapatkan sampel akhir yang layak diobservasi yaitu 60 perusahaan. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi linear untuk menguji hipotesis penelitian.

Hasil analisis menunjukkan bahwa baik *governance score* maupun skor CGPI secara signifikan berpengaruh positif terhadap *market leverage* dan *book leverage*. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa kualitas *corporate governance* berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

Kata kunci: kualitas *corporate governance*, struktur modal, CGPI, tingkat pengungkit

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

“Sesungguhnya bersama kesulitan itu ada kemudahan”

(QS Al Insyirah: 5)

“Kerja keras tak akan mengkhianati”

“When you lose, don't lose the lesson”

(Dali Lama)

Skripsi ini saya persembahkan untuk:

Bapak, Mama, dan Kakak Adikku tercinta

Om, Tante, dan Sepupuku yang tersayang

KATA PENGANTAR

Assalamualaikum Wr. Wb.

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas nikmat dan rahmat-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Analisis Pengaruh Kualitas *Corporate Governance* terhadap Struktur Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007, 2008, dan 2010)” dengan lancar dan tepat waktu. Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1) pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

Penyusunan skripsi ini tidak akan terselesaikan tanpa adanya bimbingan, arahan, bantuan, dan dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Prof. Drs. Mohamad Nasir, M.Si., Akt., Ph.D. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Prof. Dr. Muchamad Syafruddin, M.Si., Akt. selaku Ketua Jurusan Akuntansi dan dosen pembimbing yang telah memberikan bimbingan dan arahnya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan lancar dan tepat waktu.
3. Prof. Dr. H. Abdul Rohman, S.E., M.Si., Akt. selaku dosen wali.
4. Seluruh dosen dan staff Fakultas Ekonomika dan Bisnis, atas semua ilmu dan dukungan yang diberikan kepada penulis selama proses perkuliahan.

5. Orang tua tercinta, Bapak Samsudin dan Mama Kurniawati, kakakku Kiki Rizkia Apriliani, serta adikku Dimas Hafidz Maulana dan Adinda Maulida Amalia. Terimakasih atas cinta, restu, doa, semangat, dan dukungan yang telah diberikan.
6. Om Masahiko Kawashima dan Tante Riri Kawashima, terimakasih atas segala kasih sayang dan dukungannya. Terimakasih juga kepada Gencan, Daican, dan Tucan yang ganteng-ganteng.
7. Sahabat-sahabatku tercinta, Depi, Watete, Raras, Nunung, dan Yulia. Terimakasih atas semangat, doa, dan dukungan yang telah kalian berikan. Saat-saat bersama kalian menjadi cerita yang tak akan terlupakan. Terimakasih juga kepada Gyna Lea, *see you on top*.
8. MOSHA. Terimakasih atas segalanya, semoga Allah selalu melimpahkan rahmat-Nya kepada kita.
9. Nurani Prasetianti, Sikha Arum, Igha Melisa, dan Diah Widyastuti sebagai teman bimbingan dan teman diskusi.
10. Keluarga besar Akuntansi Undip R1 2010. Terimakasih atas kebersamaannya selama 4 tahun ini, semoga kita semua sukses dan dapat menjaga silaturahmi sampai kapanpun.
11. Keluarga besar KSPM dan IMA UNDIP atas ilmu dan pengalaman yang luar biasa.
12. Mas Andrian yang telah banyak membantu dalam diskusi dan Mas Azik yang telah banyak memberi informasi dan membantu dalam pengumpulan data.

13. Teman-teman KKN Desa Silirejo, Kecamatan Tirto: Riani, Arum, Elsa, Isna, Arief, Zulfa, Mbak Putri, Mas Trian, dan Mas Radit.
14. Ittak, Siska, Ayik, Disa, Puji, dan Miranti yang telah setia menjadi sahabat sejak masa sekolah.
15. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah memberikan bantuan, doa dan dukungannya.

Penulis menyadari bahwa masih terdapat banyak kekurangan dalam penulisan skripsi ini. Oleh karena itu, kritik dan saran sangat diharapkan sebagai masukan bagi penulis. Semoga skripsi ini bermanfaat bagi penulis dan pihak-pihak yang terkait.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb.

Semarang, 27 Januari 2014

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
<i>ABSTRACT</i>	v
ABSTRAK	vi
MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	xi
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Rumusan Masalah	7
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian	8
1.4. Sistematika Penulisan.....	9
BAB II TELAAH PUSTAKA.....	11
2.1. Landasan Teori.....	11
2.1.1. <i>Corporate Governance</i>	12
2.1.1.1. Definisi <i>Corporate Governance</i>	12
2.1.1.2. Asas <i>Corporate Governance</i>	14

2.1.1.3. Manfaat <i>Corporate Governance</i>	16
2.1.2. Teori Struktur Modal	16
2.1.2.1. <i>The Modigliani-Miller Theory</i>	19
2.1.2.2. <i>The Trade Off Theory</i>	20
2.1.2.3. <i>Pecking Order Theory</i>	21
2.1.2.4. <i>Agency Theory</i>	22
2.2. Penelitian Terdahulu	25
2.3. Kerangka Pemikiran.....	28
2.4. Pengembangan Hipotesis.....	32
BAB III METODE PENELITIAN	36
3.1. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	36
3.1.1. Variabel Dependen	36
3.1.2. Variabel Independen	38
3.1.3. Variabel Kontrol.....	39
3.2. Populasi dan Sampel Penelitian	45
3.3. Jenis dan Sumber Data	45
3.4. Metode Pengumpulan Data	46
3.5. Metode Analisis Data	46
3.4.1. Analisis Statistik Deskriptif	47
3.4.2. Uji Asumsi Klasik.....	47
3.4.3. Uji Hipotesis.....	51
3.4.3.1. Analisis Regresi Linear	51
3.4.3.2. Uji Statistik t	54
3.4.4. Uji <i>Goodness of Fit</i>	55
BAB IV HASIL DAN ANALISIS	57

4.1. Deskripsi Objek Penelitian	57
4.2. Analisis Data.....	59
4.2.1. Analisis Statistik Deskriptif	59
4.2.2. Uji Asumsi Klasik.....	63
4.2.3. Uji Hipotesis.....	76
4.2.4. Uji Goodness of Fit.....	83
4.3. Pembahasan	88
4.3.1. Pengaruh Kualitas <i>Corporate Governance</i> Terhadap Struktur Modal	88
4.3.2. Pengaruh Variabel Kontrol Terhadap Struktur Modal	90
BAB V PENUTUP	94
5.1. Kesimpulan.....	94
5.2. Keterbatasan Penelitian	96
5.3. Saran.....	97
DAFTAR PUSTAKA	98
LAMPIRAN-LAMPIRAN.....	101

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu.....	27
Tabel 3.1 Rating Kredit.....	43
Tabel 4.1 Objek Penelitian.....	58
Tabel 4.2 Klasifikasi Industri dalam Sampel.....	59
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif.....	60
Tabel 4.4 Uji K-S Model I.....	65
Tabel 4.5 Uji K-S Model II.....	67
Tabel 4.6 Uji -S Model III.....	67
Tabel 4.7 Uji K-S Model IV.....	70
Tabel 4.8 Uji K-S Model V.....	71
Tabel 4.9 Hasil Run Test.....	72
Tabel 4.10 Uji Multikolinearitas.....	75
Tabel 4.11 Hasil Regresi Linear Model I.....	77
Tabel 4.12 Hasil Regresi Linear Model II.....	78
Tabel 4.13 Hasil Regresi Linear Model III.....	77
Tabel 4.14 Hasil Regresi Linear Model IV.....	81
Tabel 4.15 Hasil Regresi Linear Model V.....	82
Tabel 4.16 Uji <i>Goodness of Fit</i>	84

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran	29
Gambar 4.1 Normal P-Plot Model I.....	65
Gambar 4.2 Normal P-Plot Model II	66
Gambar 4.3 Normal P-Plot Model III.....	68
Gambar 4.4 Normal P-Plot Model IV.....	69
Gambar 4.5 Normal P-Plot Model V	70
Gambar 4.6 Uji Scatterplot Model I	73
Gambar 4.7 Uji Scatterplot Model II	73
Gambar 4.8 Uji Scatterplot Model III.....	73
Gambar 4.9 Uji Scatterplot Model IV.....	73
Gambar 4.10 Uji Scatterplot Model V	74

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
LAMPIRAN A INDEKS <i>GOVERNANCE SCORE</i>	101
LAMPIRAN B DAFTAR SAMPEL PERUSAHAAN	103
LAMPIRAN C STATISTIK DESKRIPTIF	106
LAMPIRAN D REGRESI MODEL I	107
LAMPIRAN E REGRESI MODEL II	110
LAMPIRAN F REGRESI MODEL III	113
LAMPIRAN G REGRESI MODEL IV	116
LAMPIRAN H REGRESI MODEL V	119
LAMPIRAN I <i>RUNS TEST</i>	122
LAMPIRAN J UJI KOLMOGOROV-SMIRNOV	123

BAB I

PENDAHULUAN

Dalam bab pendahuluan ini dijelaskan mengenai latar belakang mengapa penelitian tentang pengaruh kualitas *corporate governance* terhadap struktur modal perlu untuk dilakukan di Indonesia. Selain itu dijelaskan pula rumusan masalah yang menjadi fokus utama penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian, serta sistematika penulisan. Berikut merupakan pembahasan rinci mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

1.1. Latar Belakang Masalah

Corporate governance telah menjadi isu yang hangat dibicarakan dan memicu berbagai penelitian tentang kualitas pelaksanaannya oleh perusahaan-perusahaan, khususnya perusahaan yang telah *go public*. Hal ini disebabkan karena meningkatnya kesadaran akan peran penting dari *corporate governance* yang merupakan mekanisme kunci untuk melindungi kepentingan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan (Kajanathan, 2012).

Corporate governance merupakan serangkaian mekanisme yang mengarahkan dan mengendalikan suatu perusahaan agar operasional perusahaan berjalan sesuai dengan harapan para pemangku kepentingan (IICG, 2013). Salah satu pemangku kepentingan perusahaan adalah para

pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Pemilik perusahaan mengawasi kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan yang pada akhirnya dapat meningkatkan kekayaan pemilik. Dengan diterapkannya *good corporate governance*, diharapkan manajemen perusahaan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, bukan semata untuk keuntungan pribadi. Selain itu, konsep *corporate governance* juga diajukan demi tercapainya pengelolaan perusahaan yang lebih transparan bagi semua pengguna laporan keuangan, terutama bagi pengguna eksternal seperti investor dan kreditor.

Demi terselenggaranya *good corporate governance*, perlu diperhatikan prinsip-prinsip pokok *corporate governance*, yaitu prinsip transparansi (*transparency*), akuntabilitas (*accountability*), kewajaran dan kesetaraan (*fairness*), kemandirian (*independency*), dan tanggung jawab (*responsibility*). Dengan terpenuhinya kelima prinsip tersebut maka diharapkan perusahaan mampu mencapai kesinambungan usaha (*sustainability*) dengan memperhatikan para pemangku kepentingan (*stakeholders*). Investor, kreditor, pemasok, regulator, dan masyarakat merupakan pihak-pihak yang termasuk *stakeholders* perusahaan.

Kebutuhan akan kuatnya *corporate governance* terbukti dari banyaknya perbaikan dan pengembangan standar-standar *corporate governance* baik di tingkat nasional maupun internasional. Di tingkat internasional, *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD) telah memberikan kontribusi penting dalam pengembangan prinsip-

prinsip *corporate governance* yang menjadi acuan bagi setiap negara dalam penerapannya. Seiring meningkatnya kesadaran akan *corporate governance* di Indonesia, munculah lembaga yang khusus menangani pemeringkatan penerapan *corporate governance* pada perusahaan di Indonesia, yaitu *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG). IICG menerbitkan indeks peringkat atas kualitas penerapan *corporate governance* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang disebut dengan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI).

Dalam rangka meningkatkan kinerja perusahaan, dibutuhkan modal untuk mendanai aktivitas perusahaan, baik aktivitas operasi maupun investasi. Sumber pendanaan perusahaan dapat berasal dari internal maupun eksternal perusahaan. Laba ditahan dan cadangan merupakan sumber pendanaan internal, sedangkan modal saham dan hutang merupakan sumber pendanaan eksternal. Dilihat dari sudut pandang pemilik perusahaan, laba ditahan, cadangan, dan modal saham merupakan modal sendiri. Modal sendiri merupakan modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam di dalam perusahaan (Hidayat, 2013). Selain modal sendiri, terdapat modal asing yaitu modal yang bukan berasal dari pemilik perusahaan. Sumber pendanaan yang termasuk modal asing adalah hutang, baik hutang jangka pendek, jangka menengah, maupun jangka panjang.

Manajer harus mampu menghimpun modal baik yang bersumber dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan secara efisien, dalam arti keputusan pendanaan tersebut mampu meminimalkan biaya modal yang harus

ditanggung perusahaan (Yuke dan Hadri, 2005). Menurut Suad (1989) dalam Yuke dan Hadri (2005), keputusan mengenai bagaimana proporsi modal asing dan modal sendiri dalam membentuk komponen sumber pendanaan perusahaan ini disebut dengan keputusan struktur modal. Kecermatan manajer dalam mengambil keputusan struktur modal yang tepat sangat menentukan seberapa besar perusahaan akan menanggung biaya modal. Biaya modal yang terlalu besar dapat mengurangi profitabilitas perusahaan (Prasetyo, 2009).

Teori tentang struktur modal telah dikembangkan oleh Modigliani dan Miller (1958) yang dalam penelitiannya mereka mengemukakan pernyataan tentang irrelevansi struktur modal. Penelitian mereka membuktikan bahwa kinerja suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Sejak saat itu, teori struktur modal menjadi topik yang menarik dalam ekonomi keuangan sehingga menghasilkan berbagai penelitian akademik untuk mengembangkan lebih lanjut teori tersebut.

Beberapa teori telah dikembangkan untuk menjelaskan keputusan struktur modal. Sebuah teori yang telah memiliki bukti empiris yang kuat adalah teori keagenan. Teori keagenan menyatakan bahwa struktur modal ditentukan oleh biaya keagenan yang timbul karena adanya konflik kepentingan antara pemilik perusahaan selaku prinsipal atau pemberi mandat dan manajer selaku agen atau pihak yang diberi mandat. Literatur tentang lingkup ini dimulai dari penelitian yang dilakukan oleh Fama dan Miller (1972) serta Jensen dan Meckling (1976).

Termotivasi oleh teori keagenan, penelitian ini berhubungan dengan biaya keagenan sebagai sebuah penjelasan dari keputusan struktur modal. Khususnya, penelitian ini mencari pengaruh kualitas *corporate governance* terhadap struktur modal. *Corporate governance* ada untuk menyediakan *checks and balances* antara pemegang saham dan manajemen untuk mengurangi masalah keagenan (Jiraporn dkk., 2012). Oleh karena itu perusahaan dengan kualitas *governance* yang lebih baik seharusnya menanggung lebih sedikit konflik keagenan.

Salah satu komponen dari struktur modal adalah hutang. Seperti halnya *corporate governance*, penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan juga dikatakan dapat mengurangi biaya keagenan. Masalah keagenan dapat dikurangi dengan tingkat hutang dengan berbagai cara. Pertama, salah satu jalan untuk mengurangi konflik keagenan adalah dengan meningkatkan kepemilikan para manajer atas perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Dengan meningkatkan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan, akan menggantikan modal ekuitas secara efektif dan presentase modal berbasis ekuitas akan berkurang. Hal ini akan meningkatkan persentase kepemilikan para manajer. Kedua, penggunaan hutang meningkatkan probabilitas suatu perusahaan mengalami kebangkrutan. Risiko ini dapat memotivasi manajer untuk mengurangi konsumsi yang tak perlu dan meningkatkan efisiensi perusahaan. Pada akhirnya, kewajiban untuk membayar bunga atas hutang dapat membantu mengatasi masalah arus kas bebas (Jensen, 1986).

Hutang dapat menimbulkan batasan pada kebijakan manajerial. Teori keagenan menyatakan bahwa manajer dapat termotivasi untuk mengambil kebijakan menggunakan hutang pada tingkat sub-optimal yang tidak memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Keleluasaan manajer untuk mengambil hutang pada tingkat sub-optimal ini bergantung pada kekuatan *corporate governance* dimana *corporate governance* ini didesain untuk mengatasi konflik keagenan. Oleh karena itu, peneliti berpendapat bahwa seharusnya kualitas *corporate governance* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Hal inilah yang menjadi dasar pemikiran utama dari penelitian ini.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menganalisis pengaruh kualitas *corporate governance* terhadap struktur modal perusahaan. Akan tetapi, hasil penelitian-penelitian tersebut menunjukkan adanya *research gap*, yaitu perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh kualitas *corporate governance* terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Pornsit Jiraporn dkk. (2012) membuktikan bahwa kualitas *corporate governance* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh Paranandhi (2013) juga menunjukkan hasil yang serupa, skor CGPI berpengaruh negatif terhadap *DER (Debt to Equity Ratio)*. Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh penelitian Rajendran Kajanantan (2012), yaitu kualitas *corporate governance* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Melihat pentingnya peran *corporate governance* dan keputusan struktur modal bagi perusahaan serta *research gap* yang ada, peneliti merasa sangat perlu untuk melakukan penelitian tentang pengaruh kualitas *corporate governance* terhadap struktur modal di Indonesia dengan harapan dapat menghasilkan manfaat bagi perekonomian dan pendidikan di Indonesia.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Jirapon dkk. (2012). Akan tetapi, terdapat perbedaan pada objek penelitian di mana penelitian ini meneliti perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, bukan di Amerika Serikat. Selain itu, peneliti tidak menggunakan skor penilaian kualitas *corporate governance* yang diterbitkan oleh ISS (*Institutional Shareholder Services*) dikarenakan ISS tidak melakukan penilaian terhadap perusahaan-perusahaan di Indonesia. Sebagai gantinya, peneliti menggunakan skor CGPI yang diterbitkan oleh IICG untuk mengukur kualitas *corporate governance* suatu perusahaan.

1.2. Rumusan Masalah

Keputusan struktur modal merupakan hal yang vital, dikarenakan tingkat probabilitas suatu perusahaan dapat dipengaruhi oleh keputusan tersebut. Kesuksesan manajer dalam memilih dan menggunakan sumber modalnya merupakan salah satu elemen kunci dari strategi perusahaan (Velnampy dan Niresh, 2012). Struktur modal perusahaan dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor, salah satunya adalah kualitas penerapan *good corporate governance* pada perusahaan tersebut.

Penelitian-penelitian terdahulu menunjukkan adanya *research gap*, yaitu perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh kualitas *corporate governance* terhadap struktur modal, terutama mengenai arah dari pengaruh tersebut. Berdasarkan rumusan masalah tersebut, maka peneliti melakukan penelitian lebih lanjut dengan mengajukan pertanyaan penelitian: bagaimanakah pengaruh kualitas *corporate governance* terhadap struktur modal?

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah yang telah dijelaskan di atas, maka penelitian ini memiliki tujuan untuk menganalisis pengaruh kualitas *corporate governance* terhadap struktur modal.

1.3.2. Manfaat Penelitian

Dengan dilakukannya penelitian ini, diharapkan dapat mendatangkan manfaat bagi berbagai pihak, antara lain:

1. Bagi Dunia Akademik

Penelitian ini dapat dijadikan sebagai tambahan referensi dan mampu memberikan kontribusi pada pengembangan ilmu pengetahuan khususnya teori yang berkaitan dengan *corporate governance* dan struktur modal.

2. Bagi peneliti

Penelitian ini dapat menambah wawasan peneliti tentang *corporate governance* dan struktur modal.

3. Bagi Emiten

Penelitian ini dapat dijadikan masukan bagi emiten dalam pengambilan keputusan manajerial khususnya mengenai pelaksanaan *corporate governance* dan keputusan struktur modal perusahaan.

4. Bagi Kreditor

Hasil penelitian ini dapat menjadi masukan bagi para kreditor dalam menganalisis debitur dan calon debitur untuk menilai kemampuan mereka untuk memenuhi kewajibannya membayar pokok dan bunga kredit.

1.4. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan disusun untuk memudahkan dalam pembahasan penelitian. Sistematika penulisan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Dalam bab ini dijelaskan tentang latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

BAB II TELAAH PUSTAKA

Bab ini berisi landasan teori yang digunakan peneliti dalam melakukan penelitian, penelitian-penelitian terdahulu yang relevan, kerangka pemikiran, dan pengembangan hipotesis.

BAB III METODE PENELITIAN

Dalam bab ini diuraikan tentang variabel-variabel dalam penelitian, definisi operasional tiap variabel, populasi dan sampel penelitian, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, dan metode analisis.

BAB IV HASIL PENELITIAN

Bab ini berisi deskripsi objek penelitian, analisis data, dan pembahasan hasil statistik.

BAB V PENUTUP

Bab ini merupakan bab terakhir dalam penulisan penelitian ini yang berisi kesimpulan dari hasil penelitian, keterbatasan-keterbatasan yang terdapat dalam penelitian, serta saran bagi peneliti selanjutnya serta bagi pihak-pihak yang terkait.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

Dalam bab telaah pustaka dijelaskan mengenai berbagai teori yang dijadikan landasan dalam penelitian ini. Peneliti mengkaji dua teori utama, yaitu teori tentang *corporate governance* dan struktur modal. Teori *corporate governance* meliputi definisi, asas, dan manfaat penerapan *corporate governance*. Teori struktur modal meliputi *the Modigliani-Miller theory*, *the trade off theory*, *pecking order theory*, dan *agency theory*. Setelah itu diuraikan penelitian-penelitian terdahulu yang relevan, kerangka pemikiran dari penelitian ini, dan pengembangan dari hipotesis yang diajukan.

2.1. Landasan Teori

Landasan teori berisi teori-teori yang berguna dalam mengembangkan hipotesis penelitian. Landasan utama dari penelitian ini adalah teori agensi yang merupakan bagian dari teori struktur modal. Teori agensi menjelaskan tentang hubungan antara pemilik perusahaan sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen dan konflik kepentingan yang mungkin timbul. Teori ini diharapkan mampu menjelaskan pengaruh kualitas penerapan *corporate governance* terhadap struktur modal. Selain itu dibahas pula teori-teori struktur modal lain yang menjelaskan tentang faktor-faktor yang mempengaruhi perusahaan dalam pengambilan keputusan struktur modal.

2.1.1. *Corporate Governance*

2.1.1.1. *Definisi Corporate Governance*

Berikut ini adalah definisi *corporate governance* menurut berbagai pihak.

1. Menurut *Cadbury Committee* (1992)

Corporate governance adalah seperangkat sistem yang digunakan untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Dewan direksi bertanggung jawab atas tata kelola perusahaan. Peran para pemegang saham dalam tata kelola perusahaan adalah untuk menunjuk direksi dan auditor serta untuk memuaskan diri mereka sendiri bahwa struktur tata kelola perusahaan telah sesuai dan dijalankan dengan baik.

2. Menurut OECD (*Organization for Economic Co-operation and Development*)

Corporate governance merupakan struktur hubungan berkaitan dengan tanggung jawab di antara pihak-pihak terkait yang terdiri dari pemegang saham, anggota dewan direksi, komisaris, dan manajer yang dirancang untuk mendorong terciptanya suatu kinerja yang kompetitif yang diperlukan dalam mencapai tujuan perusahaan (Prasetyo, 2009).

3. Menurut *The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG)*

Corporate governance merupakan serangkaian mekanisme yang mengarahkan dan mengendalikan suatu perusahaan agar operasional

perusahaan berjalan sesuai dengan harapan para pemangku kepentingan (*stakeholders*). Selain itu IICG mendefinisikan *good corporate governance* sebagai struktur, sistem, dan proses yang digunakan oleh organ-organ perusahaan sebagai upaya untuk memberi nilai tambah perusahaan secara berkesinambungan dalam jangka panjang, dengan tetap memperhatikan kepentingan stakeholder lainnya, berlandaskan moral, etika, budaya dan aturan berlaku lainnya.

4. Menurut *Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI)*

Corporate governance adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan. Tujuan utama dari diterapkannya *corporate governance* adalah untuk memberikan nilai tambah bagi para pemangku kepentingan (*stakeholders*). *Corporate governance* juga dapat digunakan untuk menjelaskan peran dan perilaku dari dewan direksi, dewan komisaris, para pengelola perusahaan, dan para pemegang saham.

5. Menurut Surat Edaran Menteri Negara Penanaman Modal dan Pembinaan BUMN No. S-106/M-PM.PBUMN/2000

Corporate governance adalah segala hal yang berkaitan dengan pengambilan keputusan yang efektif yang bersumber dari budaya

perusahaan, etika, nilai, sistem, proses bisnis, kebijakan dan struktur organisasi perusahaan yang bertujuan untuk mendorong dan mendukung pengembangan perusahaan, pengelolaan sumber daya dan risiko secara lebih efisien dan efektif, serta pertanggungjawaban perusahaan kepada pemegang saham dan *stakeholders* lainnya.

2.1.1.2. Asas *Corporate Governance*

Menurut Komite Nasional Kebijakan Governance (2006), setiap perusahaan harus memastikan bahwa asas GCG diterapkan pada setiap aspek bisnis dan di semua jajaran perusahaan. Asas GCG yaitu transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi serta kewajaran dan kesetaraan diperlukan untuk mencapai kesinambungan usaha (*sustainability*) perusahaan dengan memperhatikan pemangku kepentingan (*stakeholders*).

1. Transparansi (*Transparency*)

Untuk menjaga obyektivitas dalam menjalankan bisnis, perusahaan harus menyediakan informasi yang material dan relevan dengan cara yang mudah diakses dan dipahami oleh pemangku kepentingan. Perusahaan harus mengambil inisiatif untuk mengungkapkan tidak hanya masalah yang disyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal yang penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditur dan pemangku kepentingan lainnya.

2. Akuntabilitas (*Accountability*)

Perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Untuk itu perusahaan harus dikelola secara benar, terukur dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lain. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.

3. Responsibilitas (*Responsibility*)

Perusahaan harus mematuhi peraturan perundang-undangan serta melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara kesinambungan usaha dalam jangka panjang dan mendapat pengakuan sebagai *good corporate citizen*.

4. Independensi (*Independency*)

Untuk melancarkan pelaksanaan asas GCG, perusahaan harus dikelola secara independen sehingga masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain.

5. Kewajaran dan Kesetaraan (*Fairness*)

Dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan.

2.1.1.3. Manfaat *Corporate Governance*

Manfaat dari pelaksanaan *good corporate governance* menurut FCGI (2001) (dalam Prasetyo, 2009):

1. Membantu terciptanya hubungan yang kondusif dan dapat dipertanggungjawabkan antarelemen dalam perusahaan.
2. Meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi operasional perusahaan, serta lebih meningkatkan pelayanan kepada *stakeholders*.
3. Mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah sehingga dapat lebih meningkatkan *corporate value*.
4. Mengembalikan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya di Indonesia.
5. Pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan karena sekaligus akan meningkatkan *shareholders value* dan dividen.

2.1.2. Teori Struktur Modal

Untuk tumbuh dan berkembang, suatu perusahaan memerlukan sumber daya keuangan atau biasa disebut dengan modal (Brigham dan Houston, 2007). Di dalam neraca, modal dapat dilihat di seluruh sisi kanan neraca atau disebut dengan *passiva*. Modal perusahaan dapat berupa modal asing maupun modal sendiri. Modal asing merupakan modal yang didapat

bukan dari pemilik perusahaan. Modal asing dapat dilihat pada bagian liabilitas, yaitu terdiri dari hutang jangka pendek hutang jangka menengah, dan hutang jangka panjang. Modal sendiri merupakan modal yang berasal dari pemilik perusahaan. Modal sendiri dapat dilihat pada bagian ekuitas, yaitu terdiri dari modal saham, cadangan, dan laba ditahan. Modal ini juga dapat dibagi menjadi modal internal dan eksternal. Laba ditahan dan cadangan merupakan modal internal karena bersumber dari dalam perusahaan, sedangkan modal saham dan hutang merupakan modal eksternal karena berasal dari luar perusahaan.

Setiap perusahaan harus mampu menentukan struktur modal yang tepat yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Struktur modal merupakan bauran dari hutang, saham preferen, dan saham biasa (Brigham dan Houston, 2007). Menurut Robert C Higgins (2009), struktur modal merupakan komposisi sisi liabilitas dalam neraca suatu perusahaan, atau bauran sumber pendanaan yang digunakan perusahaan untuk mendanai kegiatan operasinya. Menurut Fabozzi dan Peterson (2003), struktur modal merupakan kombinasi dari hutang dan ekuitas yang digunakan untuk mendanai proyek perusahaan. Definisi lain disampaikan oleh Weston dan Copeland (1996), yaitu struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan. Struktur keuangan sendiri merupakan cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal pemegang saham. Struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham

preferen, dan modal pemegang saham. Dari berbagai definisi tersebut, peneliti menyimpulkan bahwa struktur modal merupakan proporsi penggunaan hutang dan ekuitas sebagai sumber pendanaan perusahaan.

Salah satu komponen dari struktur modal adalah hutang. Menurut Brigham dan Houston (2007) penggunaan hutang memiliki beberapa keuntungan dan kerugian utama. Keuntungan pertama dari hutang adalah beban bunga yang dibayar perusahaan atas hutang dapat dikurangkan dari penghasilan bruto untuk menentukan besarnya Penghasilan Kena Pajak (*tax deductible*), sedangkan dividen yang dibayar perusahaan tidak dapat dikurangkan. Keuntungan kedua adalah *return* yang dibayarkan kepada kreditur tetap, sehingga perusahaan tidak perlu membagikan labanya kepada kreditur melebihi nominal yang telah ditetapkan apabila perusahaan benar-benar sukses. Kerugian utama atas penggunaan hutang adalah meningkatnya resiko perusahaan dan jika perusahaan jatuh pada masa sulit hingga arus kas dari aktivitas operasinya tidak mampu menutup beban bunga yang terjadi, perusahaan tersebut akan dinyatakan bangkrut.

Perusahaan harus menentukan kebijakan struktur modal yang tepat agar dapat memperoleh keuntungan dan meminimalkan kerugian dari jenis sumber modal yang dipilih untuk mencapai efisiensi yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Teori struktur modal menjelaskan bagaimana penentuan struktur modal yang tepat yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Teori tentang struktur modal telah dikembangkan oleh banyak peneliti dan akan diuraikan di bawah ini.

2.1.2.1. *The Modigliani-Miller Theory (MM Theory)*

Pada tahun 1958, Profesor Franco Modigliani dan Profesor Merton Miller mempublikasikan artikel keuangan “*The Cost of capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment*”. Modigliani dan Miller (MM) membuktikan bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. MM berpendapat bahwa tidak ada masalah bagaimana perusahaan membiayai kegiatan operasinya, karena struktur modal tidak relevan dengan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini patut dipertanyakan karena asumsi yang digunakan tidak realistis, antara lain (Brigham dan Houston, 2007):

1. Tidak ada biaya pialang.
2. Tidak ada pajak.
3. Tidak ada biaya kebangkrutan.
4. Investor dapat meminjam dengan tingkat bunga yang sama dengan suatu badan hukum.
5. Investor memiliki informasi yang sama dengan pihak manajemen perusahaan mengenai peluang investasi perusahaan di masa mendatang.
6. *Earning before interest and tax* (EBIT) tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang.

Menanggapi banyaknya kritik atas penelitian tersebut, pada tahun 1963 MM menerbitkan tulisan lanjutan yang berjudul “*Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction*”.

Asumsi yang berubah adalah adanya pajak penghasilan. Peraturan perpajakan memperbolehkan pengakuan pembayaran bunga sebagai beban yang dapat dikurangkan dalam penghitungan pajak, tetapi pembayaran deviden kepada pemegang saham tidak boleh dikurangkan. Peraturan ini mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang dalam struktur modalnya. MM membuktikan bahwa jika semua asumsi yang lainnya tetap, maka dengan adanya keuntungan terhadap pajak tersebut akan membawa perusahaan kepada penggunaan 100% hutang dalam struktur modalnya.

Hasil studi MM tersebut juga mengasumsikan bahwa tidak ada biaya kebangkrutan. Padahal pada kenyataannya, kebangkrutan sering terjadi dan biaya yang ditimbulkannya cukup besar. Perusahaan yang mengalami kebangkrutan harus menanggung biaya hukum dan akuntansi yang sangat tinggi dan cukup sulit untuk mempertahankan pelanggan, pemasok, dan karyawan. Lebih dari itu, kebangkrutan seringkali memaksa perusahaan untuk melikuidasi asetnya daripada membiarkan keadaan memburuk jika perusahaan tetap menjalankan operasi bisnisnya (Brigham dan Houston, 2007).

2.1.2.2. *The Trade-Off Theory*

Trade-off theory menyatakan bahwa manajer berusaha untuk mencapai keseimbangan antara manfaat beban bunga terhadap pengurangan pajak (*interest tax shield*) dan biaya yang mungkin timbul

jika terjadi kebangkrutan akibat penggunaan hutang. Esensi teori ini dalam struktur modal adalah bagaimana mencapai titik optimal dengan memperhatikan *trade-off* antara manfaat dan kerugian yang ditimbulkan oleh penggunaan hutang.

Trade-off theory memiliki empat prediksi utama, yaitu:

1. Perusahaan memiliki target rasio hutang dan rasio tersebut berbeda antara perusahaan satu dengan perusahaan yang lainnya.
2. Perusahaan yang memiliki lebih banyak aset berwujud relatif lebih aman dan beresiko kecil dibanding perusahaan yang memiliki lebih banyak aset tidak berwujud, sehingga perusahaan dengan aset berwujud yang relatif aman tersebut menanggung biaya kebangkrutan yang lebih kecil dan diharapkan untuk meminjam lebih banyak.
3. Tarif pajak yang lebih tinggi berhubungan positif dengan tingkat hutang yang lebih tinggi pula.
4. Perusahaan dengan *taxable income* yang lebih tinggi dan *non-debt tax shields* yang lebih rendah akan memiliki insentif untuk meminjam yang lebih tinggi.

2.1.2.3. *Pecking Order Theory*

Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984). Mereka membuktikan bahwa umumnya penerbitan saham baru oleh suatu perusahaan dipandang negatif oleh investor karena manajer

cenderung menerbitkan saham baru ketika harga saham tersebut *overpriced*. Secara sederhana, teori *pecking order* menyatakan bahwa untuk menghindari efek informasi dari penerbitan saham baru, perusahaan lebih memilih untuk menggunakan hutang daripada melakukan penawaran saham.

Teori ini mengimplikasikan bahwa manajer akan memilih jenis pendanaan yang paling murah. Dalam hal ini, pendanaan yang bersumber dari laba ditahan merupakan pendanaan yang paling murah karena perusahaan tidak berkewajiban membayar *return* apapun atas penggunaan laba ditahan. Ketika laba ditahan tidak mencukupi untuk mendanai operasi perusahaan, maka perusahaan dapat menerbitkan hutang. Ketika perusahaan tidak dapat lagi menambah lebih banyak hutang, perusahaan dapat menerbitkan ekuitas atau saham sebagai sumber pendanaan terakhir. Saham dijadikan sebagai alternatif sumber pendanaan terakhir dikarenakan biaya emisinya yang besar dan perusahaan juga menanggung kewajiban untuk membayar deviden kepada pemegang saham.

2.1.2.4. Agency Theory

Teori ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976. Teori agensi menjelaskan suatu hubungan keagenan antara pihak prinsipal yang memberi mandat dan pihak agen yang diberi mandat oleh prinsipal. Dalam suatu perusahaan, yang

menjadi pihak prinsipal adalah pemilik perusahaan atau pemegang saham, sedangkan yang menjadi pihak agen adalah manajemen perusahaan. Menurut pendekatan teori agensi, struktur modal perusahaan disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik yang mungkin terjadi antara pemilik dan manajer perusahaan.

Dalam hubungan keagenan, terdapat dua masalah utama yang sering muncul, yaitu terjadinya informasi asimetris (*asymmetric information*) dan terjadinya konflik kepentingan. Informasi asimetris terjadi ketika manajemen memiliki lebih banyak informasi mengenai perusahaan dibanding pemilik perusahaan, sedangkan konflik kepentingan terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajemen perusahaan.

Pemegang saham memberikan wewenang kepada manajemen untuk mengelola perusahaan miliknya agar nilai perusahaan meningkat. Dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kekayaan pemegang saham pun meningkat. Inilah yang menjadi tujuan atau kepentingan utama dari pemegang saham. Namun dalam menjalankan wewenang yang diberikan oleh pemilik, manajemen seringkali tidak sepenuhnya bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan. Manajemen dapat melakukan tindakan-tindakan yang menguntungkan dirinya sendiri dengan mengorbankan kepentingan para pemegang saham. Hal inilah yang memicu terjadinya konflik kepentingan.

Secara umum manajemen sebagai pihak internal perusahaan mengetahui lebih banyak informasi tentang perusahaan dibandingkan dengan para pemegang saham. Perbedaan ini menimbulkan *asymmetric information* yang dapat merugikan pemegang saham karena dapat memperluas kesempatan manajemen untuk bertindak demi keuntungan pribadinya. Oleh karena itu diperlukan sebuah sistem pengawasan yang baik terhadap manajemen perusahaan agar bertindak sesuai kepentingan pemilik perusahaan.

Salah satu mekanisme untuk mengatasi konflik agensi adalah *corporate governance*. *Corporate governance* merupakan suatu sistem untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Tujuan dilaksanakannya *corporate governance* ini adalah agar manajer bertindak sesuai dengan kepentingan para pemegang saham.

Dalam upaya mengatasi berbagai masalah keagenan tersebut di atas, perusahaan harus menanggung biaya keagenan (*agency cost*) yang ditimbulkan. Jensen dan Meckling (1976) membagi biaya keagenan menjadi tiga, yaitu:

1. *Monitoring Cost*

Merupakan biaya yang timbul dan ditanggung oleh prinsipal untuk mengawasi perilaku agen, yaitu untuk mengukur, mengamati, mengontrol, dan membatasi perilaku agen agar agen tidak melakukan aktivitas yang merugikan prinsipal.

2. *Bonding Cost*

Merupakan biaya yang ditanggung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen bertindak sesuai kepentingan prinsipal.

3. *Residual Loss*

Merupakan biaya yang ditanggung oleh prinsipal berupa berkurangnya kemakmuran prinsipal akibat perbedaan keputusan agen dan keputusan prinsipal.

Inti dari teori ini adalah bagaimana perusahaan menentukan struktur modal yang tepat yang dapat meminimalkan biaya agensi yang terjadi.

2.2. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menganalisis pengaruh *corporate governance* terhadap struktur modal, di antaranya yaitu:

1. Penelitian yang telah dilakukan oleh Pornsit Jiraporn dkk. tahun 2012 dengan judul “*Capital structure and Corporate Governance Quality: Evidence from The Institutional Shareholder Services (ISS)*” untuk menguji hubungan kualitas *corporate governance* dengan struktur modal dengan objek penelitian perusahaan-perusahaan yang terdaftar di bursa efek di Amerika Serikat. Alat statistik yang digunakan adalah analisis regresi linear. Hasil yang ditemukan adalah bahwa terdapat hubungan kausalitas yang signifikan dan negatif antara kualitas *corporate governance* dengan struktur modal.

2. Penelitian yang dilakukan oleh Rajendran Kajanantan (2012) berjudul “*Effect of Corporate Governance on Capital Structure: Case of The Srilankan Listed Companies*”. Alat uji statistik yang digunakan adalah analisis *multiple regression*. Hasilnya, *corporate governance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.
3. Noriza Mohd Saad (2010) dalam penelitiannya “*Corporate Governance Compliance and the Effects to Capital Structure in Malaysia*” menemukan bahwa tingkat kepatuhan terhadap pedoman *corporate governance* yang berlaku di Malaysia berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan.
4. Penelitian yang dilakukan oleh Mufid Pinto Nugroho (2013) menemukan bahwa komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal dan kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan ukuran dewan direksi, kepemilikan manajerial dan remunerasi tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan.
5. Cendikia Paranandhi (2013) menguji pengaruh skor CGPI terhadap rating kredit dan DER (*Debt to Equity Ratio*). Hasilnya adalah skor CGPI berpengaruh positif signifikan dengan rating kredit dan berpengaruh negatif signifikan dengan DER.

Secara ringkas, penelitian- penelitian terdahulu disajikan dalam tabel 2.1 berikut ini:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

Peneliti dan Tahun	Metodologi	Variabel	Hasil
Noriza Mohd Saad (2010)	Analisis regresi linear berganda	Variabel dependen: Struktur Modal Variabel independen: Kepatuhan <i>Corporate Governance</i>	Tingkat kepatuhan <i>corporate governance</i> berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.
Pornsit Jiraporn (2012)	Analisis regresi linear	Variabel dependen: Struktur Modal Variabel Independen: Kualitas <i>Corporate Governance</i>	Kualitas <i>corporate governance</i> memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan struktur modal
Rajendran Kajanantan (2012)	Analisis regresi linear	Variabel dependen: <i>Debt Ratio</i> Variabel independen: <i>leadership style, board committee, board size, board meeting, board composition</i>	<i>Board committee</i> dan <i>board composition</i> berpengaruh dan signifikan terhadap <i>debt ratio</i> . Secara simultan variabel-variabel independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>debt ratio</i>
Mufid Pinto Nugroho (2013)	Analisis regresi berganda	Variabel dependen: Struktur modal (TDR) Variabel independen: ukuran dewan direksi, komisaris independen, kepemilikan institusional,	Komisaris independen berpengaruh negatif signifikan dan kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

		kepemilikan manajerial, remunerasi	
Cendikia Paranandhi (2013)	Regresi ordinal logistic dan regresi linear sederhana	Variabel dependen: Rating kredit, DER Variabel independen: skor CGPI	Skor CGPI secara signifikan berpengaruh positif terhadap rating kredit dan berpengaruh negatif terhadap DER

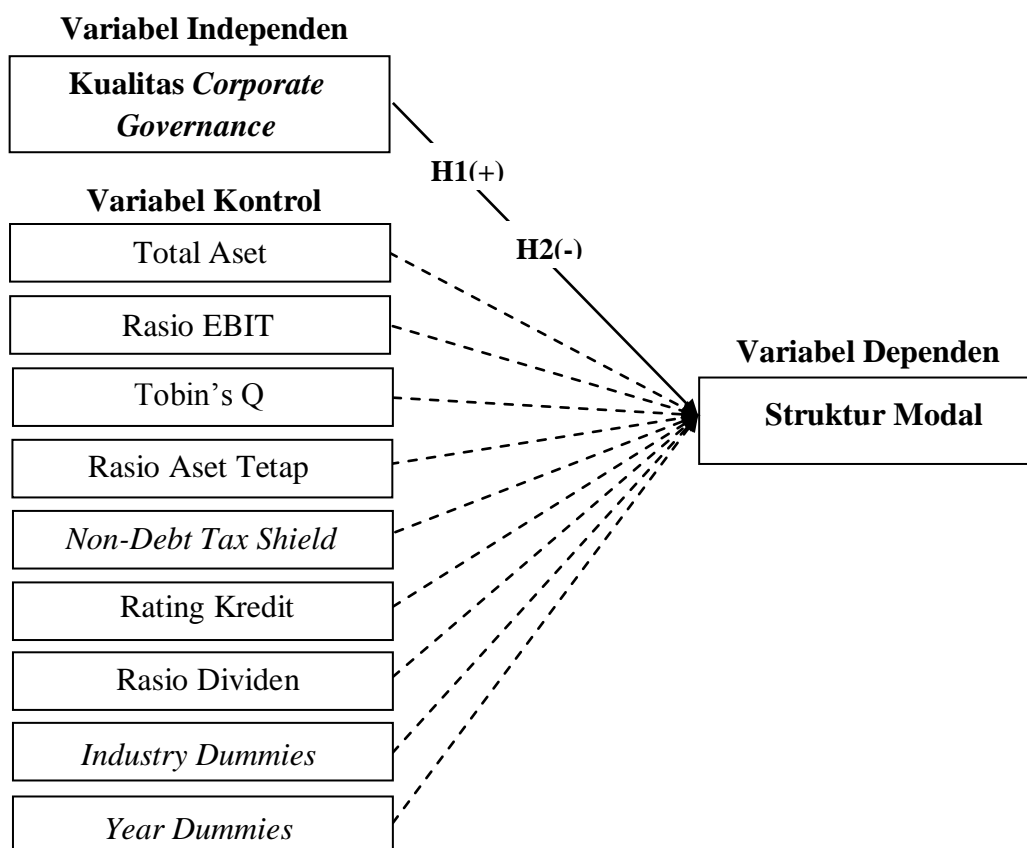
Melihat perbedaan dari hasil penelitian-penelitian tersebut di atas, peneliti melakukan penelitian lanjutan dengan mereplikasi penelitian Jirapon dkk. pada tahun 2012. Akan tetapi, terdapat perbedaan pada objek penelitian di mana penelitian ini meneliti perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, bukan di Amerika Serikat. Selain itu, peneliti tidak menggunakan skor penilaian kualitas *corporate governance* yang diterbitkan oleh ISS dikarenakan ISS tidak melakukan penilaian terhadap perusahaan-perusahaan di Indonesia. Sebagai gantinya, peneliti menggunakan skor CGPI yang diterbitkan oleh IICG untuk menilai kualitas *corporate governance* suatu perusahaan.

2.3. Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran menjelaskan tentang permasalahan yang akan diteliti serta hubungan logis antar variabel-variabel dalam penelitian. Kerangka utama dalam penelitian ini adalah kualitas *corporate governance* sebagai variabel independen dan struktur modal sebagai variabel dependen.

Tampilan grafis dari kerangka pemikiran penelitian ini ditampilkan dalam gambar 2.1. Variabel dependen yang menggambarkan struktur modal perusahaan diwakili oleh *Market Leverage* dan *Book Leverage*. Variabel independen kualitas *corporate governance* diwakili oleh variabel *Governance Score* dan Skor CGPI, di mana hubungannya dengan variabel dependen digambarkan dengan garis penuh. Variabel kontrol diwakili oleh Total Aset, Rasio EBIT, Tobin's Q, Rasio Aset Tetap, *Non-Debt Tax Shield*, Rating Kredit, Rasio Dividen, *Industry Dummies*, dan *Year Dummies*, di mana hubungannya dengan variabel dependen digambarkan dengan garis putus-putus.

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran



Keputusan perusahaan dalam hal struktur modal dapat dipengaruhi oleh baik buruknya kualitas *corporate governance* perusahaan tersebut. Dalam penelitian-penelitian sebelumnya, terdapat hasil yang berbeda-beda mengenai arah dari hubungan kausalitas antara kualitas *corporate governance* dan struktur modal tersebut, apakah negatif ataukah positif. Selain itu secara teoritis logis, pengaruh kualitas *corporate governance* terhadap struktur modal dapat memiliki arah yang positif maupun negatif. Oleh karena itu peneliti membuat dua hipotesis yang berlawanan dalam penelitian ini.

Hipotesis pertama menyatakan bahwa kualitas *corporate governance* berpengaruh positif terhadap struktur modal. Perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang rendah akan menanggung biaya agensi yang tinggi. Manajer enggan dibatasi pergerakannya dengan adanya hutang yang mengharuskan perusahaan untuk membayar bunga, sehingga perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang rendah akan memiliki tingkat hutang yang rendah pula.

Hipotesis kedua menyatakan bahwa kualitas *corporate governance* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Baik *corporate governance* maupun hutang memiliki fungsi yang sama, yaitu mengurangi biaya agensi. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki kualitas *corporate governance* yang tinggi tidak perlu mengambil banyak hutang untuk mengurangi biaya agensinya. Untuk penjelasan yang lebih detil dari kedua hipotesis dalam penelitian ini, akan dipaparkan dalam bagian pengembangan hipotesis.

Kualitas *corporate governance* dalam penelitian ini diproksikan oleh variabel CGPI (*Corporate Governance Perception Index*) yang diterbitkan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) dan variabel *Governance Score* yang diukur dengan menambahkan satu poin untuk setiap pemenuhan standar *corporate governance* yang dikeluarkan oleh ISS (*Institutional Shareholders Services*). Standar tersebut dibagi menjadi delapan kategori dan tiap kategori memiliki standar-standar minimum yang harus dipenuhi yang berjumlah 51 standar. Jadi nilai maksimum untuk *Governance Score* adalah 51. Kategori standar *corporate governance* tersebut adalah audit, komposisi dewan, piagam / pedoman kerja dan anggaran dasar, pendidikan anggota dewan, kompensasi anggota dewan, kepemilikan anggota dewan, praktik progresif, dan pernyataan badan hukum mengenai aturan pengambilalihan usaha (*takeover*).

Struktur modal diproksikan oleh variabel *market leverage* dan *book leverage*. Kedua variabel ini menggambarkan tingkat pengungkit perusahaan yang dibandingkan dengan nilai pasar (*market leverage*) dan nilai buku aset perusahaan (*book leverage*).

Peneliti menggunakan sembilan variabel kontrol sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Jiraporn dkk. (2012) yang peneliti jadikan sebagai penelitian acuan utama. Kesembilan variabel kontrol itu adalah Total Aset, Rasio EBIT, Tobin's Q, Rasio Aset Tetap, *Non-Debt Tax Shield*, Rating Kredit, Rasio Dividen, *Industry Dummies*, dan *Year Dummies*. Total aset yang mewakili ukuran perusahaan diperkirakan mampu mempengaruhi

keputusan struktur modal. Profitabilitas yang dapat diukur dengan rasio EBIT juga mungkin merupakan variabel yang relevan terhadap keputusan struktur modal. Peneliti mengontrol peluang tumbuh (*growth opportunities*) perusahaan dengan menggunakan Tobin's q karena Myers (1977) dan Rozeff (1982) menunjukkan bahwa peluang pertumbuhan suatu perusahaan mempengaruhi keputusan struktur modalnya. Komposisi aset perusahaan telah terbukti dapat mempengaruhi keputusan struktur modal. Oleh karena itu peneliti memasukkan rasio aset tetap. Rating kredit mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk meminjam sejumlah dana, sehingga diperkirakan dapat mempengaruhi keputusan struktur modal. Distribusi kas dalam bentuk dividen untuk para pemegang saham sangat mungkin mempengaruhi tingkat *leverage* perusahaan. Frank dan Goyal (2009) menemukan bahwa tingkat *leverage* industri merupakan determinan penting dari tingkat *leverage* suatu perusahaan, oleh karena itu peneliti memasukkan variabel *Industry Dummies*. Untuk menangkap gambaran variasi tingkat *leverage* berbasis pasar dari waktu ke waktu, peneliti memasukkan *Year Dummies* sebagai variabel kontrol.

2.4. Pengembangan Hipotesis

Teori agensi menyatakan bahwa ada beberapa cara di mana hutang dapat membantu mengurangi konflik agensi antara pemegang saham dan manajer perusahaan. Pertama, hutang dapat meningkatkan proporsi kepemilikan manajer atas perusahaan. Penggunaan hutang mengurangi

persentase pendanaan yang berasal dari modal ekuitas, dengan begitu persentase ekuitas yang dimiliki manajer akan meningkat. Selain itu menurut Jensen (1986), hutang mengharuskan perusahaan untuk mengeluarkan kas untuk membayarnya. Hal ini dapat mengurangi jumlah kas yang tersedia bagi manajer untuk melakukan pengeluaran tambahan yang berlebihan.

Tata kelola perusahaan (*corporate governance*) mendapatkan tempat khusus untuk meyakinkan bahwa manajer bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, *corporate governance* dirancang untuk mengurangi konflik agensi. Karena biaya agensi (*agency cost*), manajer bisa saja mengambil pilihan hutang yang meningkatkan keuntungan mereka pribadi daripada memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Tingkat penyimpangan manajer dari tingkat pengungkit (*leverage*) yang optimal bergantung pada kekuatan *corporate governance* perusahaan. Sebagai hasil, peneliti menghipotesiskan bahwa kualitas *corporate governance* memiliki pengaruh terhadap tingkat pengungkit.

Tidak terlalu jelas bagaimana arah pengaruh tingkat pengungkit dengan kualitas *corporate governance*, apakah negatif ataukah positif (Jiraporn dkk., 2012). Oleh karena itu peneliti mengembangkan dua hipotesis yang saling berlawanan yang mungkin dapat menjelaskan pengaruh kualitas *corporate governance* terhadap struktur modal.

a) *The Outcome Hypothesis* (Hipotesis Hasil)

Sudut pandang ini beranggapan bahwa struktur modal ditentukan sebagai “hasil” dari kualitas *corporate governance*. Perusahaan dengan

kualitas *corporate governance* rendah mengalami masalah agensi yang berat. Manajer perusahaan ini memanfaatkan kekayaan pemegang saham dan menempatkan keuntungan pribadi di atas keuntungan pemegang saham. Seperti yang diulas oleh teori agensi dan ditunjukkan dengan bukti-bukti empiris, hutang memainkan peran dalam mengontrol biaya agensi. Adanya hutang membuat manajer semakin sulit untuk melakukan tindakan yang menyimpang. Manajer dengan sendirinya sangat mungkin memanfaatkan hutang pada tingkat yang rendah, di bawah tingkat optimal. Hal ini disebabkan karena mereka tidak ingin terbebani oleh batasan dalam bentuk pembayaran bunga atau kehilangan arus kas bebas yang mereka kontrol. Oleh karena itu, sudut pandang ini memprediksi bahwa kualitas *corporate governance* yang rendah dihubungkan dengan tingkat pengungkit yang rendah. Atau dengan kata lain, kualitas *corporate governance* berpengaruh positif terhadap tingkat pengungkit.

H1 : Kualitas *corporate governance* berpengaruh positif terhadap struktur modal

b) *The Substitution Hypothesis* (Hipotesis Substitusi)

Perspektif ini berpendapat bahwa tingkat pengungkit bertindak sebagai “substitusi” atau pengganti untuk *corporate governance*. Hutang membantu mengurangi biaya agensi. *Corporate governance* juga dilakukan untuk mengurangi konflik agensi. Jadi hutang dan *corporate governance* memainkan peran yang sama dan mungkin dapat saling menggantikan. Pada perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang rendah, kebutuhan hutang yang bertindak sebagai alat pengawas biaya agensi akan lebih besar daripada

perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang tinggi. Dengan demikian perusahaan dengan kualitas *corporate governance* rendah akan lebih *ter-leverage*.

Terdapat argumen rasional lain terhadap hipotesis ini. Argumen ini sangat percaya pada kebutuhan perusahaan untuk meningkatkan uang pada pasar modal eksternal. Agar mampu meningkatkan dana eksternal dan menarik bagi investor, perusahaan harus memiliki reputasi yang baik dalam mensejahterakan pemegang sahamnya. Salah satu jalan untuk menerbitkan reputasi tersebut adalah dengan mengambil hutang dan membayar beban bunga yang akan mengurangi tingkat pemanfaatan para pemegang saham.

Reputasi memperlakukan pemegang saham dengan baik sangat penting bagi perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang rendah. Hasilnya, kebutuhan akan hutang untuk menerbitkan reputasi tersebut sangat besar. Sebaliknya untuk perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang tinggi, kebutuhan akan reputasi semacam itu sangat rendah, begitu juga dengan kebutuhan akan hutang. Oleh karena itu sudut pandang ini menyatakan bahwa tingkat pengungkit pada perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang rendah akan lebih tinggi dibanding perusahaan dengan kualitas *corporate governance* yang tinggi. Dengan kata lain, kualitas *corporate governance* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Oleh karena itu, dibuat hipotesis kedua yang berlawanan dengan hipotesis pertama sebagai berikut:

H2 : Kualitas *corporate governance* berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

BAB III

METODE PENELITIAN

Dalam bab ini akan dijelaskan mengenai metode yang peneliti gunakan untuk melakukan penelitian ini. Penjelasan tersebut berupa variabel-variabel penelitian dan definisi operasional masing-masing variabel, populasi dan sampel penelitian, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, serta metode analisis data.

3.1. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel adalah suatu besaran yang dapat diubah atau berubah sehingga mempengaruhi peristiwa atau hasil penelitian. Dalam penelitian ini digunakan tiga jenis variabel, yaitu variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol.

3.1.1. Variabel Dependen

Variabel dependen atau variabel terikat adalah variabel yang nilainya dipengaruhi oleh variabel bebas atau variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal yang diukur dengan tingkat *leverage*. Ada beberapa definisi mengenai tingkat *leverage*. Perbedaan ini terletak pada apakah menggunakan nilai buku atau nilai pasar. Literatur akademik yang lebih lama cenderung fokus pada rasio hutang pada nilai buku (*book leverage*), sedangkan literatur akademik baru-baru ini lebih fokus pada

rasio hutang pada nilai pasar (*market leverage*) (Goyal, 2003). Oleh karena itu penelitian ini menggunakan dua proksi untuk mengukur struktur modal, yaitu *market leverage* dan *book leverage*. Fokus utama penelitian ada pada *market leverage*. *Book leverage* digunakan untuk menunjukkan bahwa hasil penelitian diperkuat oleh definisi *leverage* yang lain, yaitu *leverage* pada nilai buku.

1. *Market Leverage*

Nilai pasar dari pengungkit merupakan total hutang dibagi dengan nilai pasar aset. Nilai pasar aset dihitung dari total asset dikurangi nilai buku ekuitas dikurangi pajak ditanggungkan ditambah nilai pasar saham biasa dan saham preferen. *Market leverage* disebut juga dengan *Debt to Market Ratio*. Semakin tinggi rasio ini, maka semakin besar porsi hutang yang digunakan dalam membiayai aktivitya. Hasil dari penghitungan proksi ini berbentuk rasio dan formula yang digunakan untuk menghitung variabel ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Market Leverage} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total aset} - \text{nilai buku ekuitas} - \text{pajak tangguhan} + \text{MVE} + \text{saham preferen}}$$

MVE = *Market Value of Equity* (harga saham penutupan akhir tahun x jumlah saham biasa yang beredar pada akhir tahun)

2. *Book Leverage*

Nilai buku dari pengungkit merupakan total hutang dibagi dengan nilai buku aset. *Book leverage* disebut juga dengan *Debt to Book Ratio*. Semakin tinggi rasio ini, maka semakin besar porsi hutang yang digunakan dalam

membayai aktivitya. Hasil dari penghitungan proksi ini berbentuk rasio dan formula yang digunakan untuk menghitung variabel ini adalah sebagai berikut:

$$Book\ Leverage = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total aset}}$$

3.1.2. Variabel Independen

Variabel independen atau variabel bebas adalah variabel yang mempengaruhi atau menjadi penyebab timbulnya atau berubahnya variabel dependen. Dalam penelitian digunakan variabel kualitas *corporate governance* sebagai variabel independen. Untuk mengukur variabel ini digunakan dua proksi, yaitu *governance score* dan skor CGPI. *Governance score* digunakan karena penilaian kualitas *corporate governance* dapat dilakukan dengan lebih transparan. Selain itu *governance score* digunakan agar penelitian ini dapat diperbandingkan dengan penelitian Jiraporn dkk. (2012). Untuk mengkonfirmasi hasil penelitian, digunakan proksi tambahan yaitu skor CGPI. Skor CGPI dipilih karena walaupun proses penilaian kualitas *corporate governance* tidak dinyatakan secara transparan, skor yang dihasilkan merupakan skor yang diterbitkan oleh lembaga terpercaya di Indonesia, yaitu IICG.

1. *Governance Score*

Governance Score digunakan untuk mengukur kualitas *corporate governance* suatu perusahaan. Skor ini diukur dengan menggunakan matriks yang dikembangkan dari standar *corporate governance* yang dikeluarkan oleh

ISS yang dituliskan dalam *ISS Corporate Governance: Best Practices User Guide and Glossary (2003)*. Total skor diperoleh dengan menambahkan satu poin untuk setiap pemenuhan faktor dalam matriks. Standar tersebut dibagi menjadi delapan kategori dan tiap kategori memiliki standar-standar minimum atau faktor-faktor yang harus dipenuhi yang berjumlah 51 faktor. Jadi nilai maksimum untuk *Governance Score* adalah 51. Kategori standar *corporate governance* tersebut adalah audit, struktur dan komposisi dewan, piagam / pedoman kerja dan anggaran dasar, pendidikan anggota dewan, kompensasi anggota dewan, kepemilikan anggota dewan, praktik progresif, dan pernyataan badan hukum mengenai aturan pengambilalihan usaha (*takeover*). Hasil pengukuran *Governance Score* ini berbentuk angka absolut.

2. Skor CGPI

Skor CGPI merupakan skor yang dikeluarkan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG)* untuk mengukur kualitas dari *corporate governance* suatu perusahaan. Skor ini berkisar antara 0-100. Semakin tinggi nilai skor yang diberikan, semakin bagus kualitas *corporate governance* suatu perusahaan. Hasil pengukuran Skor CGPI ini berbentuk angka absolut.

3.1.3. Variabel Kontrol

Variabel kontrol merupakan variabel yang mengontrol hubungan variabel independen dan variabel dependen dan diperkirakan berpengaruh terhadap variabel dependen. Penelitian ini menggunakan sembilan variabel

kontrol, yaitu Total Aset, Rasio EBIT, Tobin's Q, Rasio Aset Tetap, *Non-Debt Tax Shield*, Rating Kredit, Rasio Dividen, *Industry Dummies*, dan *Year Dummies*.

1. Total Aset

Total aset merupakan variabel kontrol yang digunakan oleh penelitian-penelitian terdahulu, salah satunya adalah penelitian F. Goyal (2003). Total aset dianggap mampu mewakili ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan diperkirakan mampu mempengaruhi keputusan struktur modal. Perusahaan besar cenderung lebih stabil, sehingga kecil kemungkinan perusahaan tersebut mengalami kebangkrutan. Menurut *trade off theory*, perusahaan yang sedikit menanggung biaya kebangkrutan akan menggunakan tingkat hutang yang tinggi. Dengan demikian, besarnya total aset diprediksi berpengaruh positif terhadap struktur modal. Pengukuran variabel ini berbentuk angka absolut.

2. Rasio EBIT

Profitabilitas juga mungkin merupakan variabel yang relevan terhadap keputusan struktur modal. Myers (1984) menyatakan bahwa manajer memiliki *pecking order* dimana laba ditahan merupakan pilihan pertama pendanaan perusahaan, disusul dengan hutang dan pendanaan ekuitas. Teori ini dikenal dengan *Pecking Order Theory*. Peneliti menggunakan Rasio EBIT (*earning before interest and tax*) untuk mewakili profitabilitas. Rasio EBIT dihitung dengan formula berikut:

$$\text{Rasio EBIT} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Aset}}$$

EBIT = Laba sebelum bunga dan pajak badan

3. Tobin's Q

Peneliti mengontrol peluang tumbuh (*growth opportunities*) perusahaan dengan menggunakan Tobin's q yang dihitung menurut Chung dan Pruitt (1994). Penelitian yang dilakukan oleh Myers (1977) dan Rozeff (1982) menunjukkan bahwa peluang pertumbuhan suatu perusahaan mempengaruhi keputusan struktur modalnya. Perusahaan dengan peluang tumbuh yang tinggi memiliki jaminan akan aliran kas di masa depan, sehingga perusahaan tidak perlu mengambil banyak hutang untuk mendapatkan kas tambahan. Hasil pengukuran variabel ini berbentuk rasio dan rumus yang digunakan untuk menghitung rasio ini adalah sebagai berikut:

$$Q = \frac{MVE + \text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$$

Q = Nilai Tobin's Q

MVE = *Market Value of Equity* (harga saham penutupan akhir tahun x jumlah saham beredar pada akhir tahun)

4. Rasio Aset Tetap

Komposisi aset perusahaan telah terbukti dapat mempengaruhi keputusan struktur modal. Semakin besar aset tetap, maka semakin besar pula jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan, sehingga semakin mudah bagi suatu perusahaan untuk mengajukan hutang kepada kreditor. Oleh karena itu peneliti memasukkan rasio aset tetap yang menggambarkan seberapa besar proporsi aset yang ditanamkan perusahaan dalam bentuk aset tetap. Hasil pengukuran variabel ini berbentuk rasio dan formula untuk menghitung rasio aset tetap adalah sebagai berikut:

$$\text{Rasio Aset Tetap} = \frac{\text{Aset tetap}}{\text{Total aset}}$$

5. *Non-Debt Tax Shield*

Non-debt tax deductions (pengurang pajak bukan dari hutang) menggantikan keuntungan dari pengurangan pajak karena timbulnya hutang. Menurut *trade off theory*, jika pengurang pajak yang bukan berasal dari beban bunga sudah tinggi, maka perusahaan tidak perlu mengambil banyak hutang demi munculnya beban bunga yang dapat menghemat pajak. Hasilnya, perusahaan dengan *non-debt tax shield* yang lebih tinggi akan memiliki tingkat hutang yang lebih rendah. Hasil pengukuran *non-debt tax shield* berbentuk rasio dan dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Non-debt tax shield} = \frac{\text{Beban depresiasi dan amortisasi}}{\text{Total aset}}$$

6. Rasio Dividen

Distribusi kas dalam bentuk dividen untuk para pemegang saham sangat mungkin mempengaruhi tingkat *leverage* perusahaan. Perusahaan yang membayar dividen merupakan perusahaan yang berkinerja baik, sehingga resiko untuk mengalami kebangkrutan kecil. Menurut *trade off theory*, biaya kebangkrutan yang kecil dihubungkan dengan tingkat *leverage* perusahaan yang tinggi. Oleh karena itu peneliti memasukan variabel rasio dividen atau *dividend payout ratio* sebagai variabel kontrol. Hasil pengukuran variabel ini berbentuk rasio dan dihitung dengan rumus:

$$\text{Rasio Dividen} = \frac{\text{Dividen kas}}{\text{Total aset}}$$

7. Rating Kredit

Rating kredit mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk meminjam sejumlah dana. Perusahaan yang memiliki rating kredit yang lebih bagus akan lebih mudah mendapatkan hutang dari kreditor. Oleh karena itu rating kredit diharapkan dapat mempengaruhi keputusan struktur modal. Peneliti memasukkan rating kredit untuk hutang jangka panjang sebagai variabel kontrol. Rating kredit dihitung dengan memberi skor dari tujuh kategori menurut Gompers dkk. (2003) sebagai berikut:

Tabel 3.1
Rating Kredit

Bond Rating	Rating Kredit	Kategori
AAA	7	<i>Investment</i>
AA+	6	<i>Investment</i>
AA	6	<i>Investment</i>
AA-	6	<i>Investment</i>
A+	5	<i>Investment</i>
A	5	<i>Investment</i>
A-	5	<i>Investment</i>
BBB+	4	<i>Investment</i>
BBB	4	<i>Investment</i>
BBB-	4	<i>Investment</i>
BB+	3	<i>Speculative</i>
BB	3	<i>Speculative</i>
BB-	3	<i>Speculative</i>
B+	2	<i>Speculative</i>
B	2	<i>Speculative</i>
B-	2	<i>Speculative</i>
CCC+	1	<i>Speculative</i>
CCC atau CC	1	<i>Speculative</i>
C	1	<i>Speculative</i>
D atau SD	1	<i>Speculative</i>

Nilai rating kredit berbentuk angka absolut dan berkisar antara 1-7. Semakin tinggi nilai rating kredit, maka semakin bagus kemampuan debitur untuk melunasi kewajibannya.

8. *Industry Dummies*

Frank dan Goyal (2009) menemukan bahwa tingkat *leverage* industri merupakan determinan penting dari tingkat *leverage* suatu perusahaan. Oleh karena itu peneliti memasukkan *industry dummies* sebagai variabel kontrol. Variabel *industry dummies* diukur dengan memberikan nilai 1 pada perusahaan yang termasuk *included group* dan nilai 0 untuk perusahaan yang termasuk *excluded group*. Industri perdagangan, jasa, dan investasi ditetapkan sebagai *excluded group*. Terdapat tujuh jenis industri yang termasuk ke dalam sampel penelitian, sehingga total terdapat enam variabel *industry dummies*. Variabel tersebut adalah sebagai berikut:

- ID1 = nilai 1 untuk industri pertambangan
- ID2 = nilai 1 untuk industri dasar dan kimia
- ID3 = nilai 1 untuk industri aneka industri
- ID4 = nilai 1 untuk industri barang konsumsi
- ID5 = nilai 1 untuk industri properti
- ID6 = nilai 1 untuk industri infrastruktur

9. *Year Dummies*

Untuk menangkap gambaran variasi tingkat *leverage* dari waktu ke waktu, peneliti memasukkan *year dummies* sebagai variabel kontrol. Tahun 2010 ditetapkan sebagai *excluded group*. Terdapat tiga tahun penelitian, yaitu

2007, 2008, dan 2010, sehingga didapatkan dua variabel *year dummies* sebagai berikut:

- YD1 = nilai 1 untuk tahun 2007
- YD2 = nilai 1 untuk tahun 2008

3.2. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007, 2008, dan 2010. Metode penentuan sampel yang peneliti gunakan adalah *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel yang sesuai dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan. Adapun kriteria-kriteria tersebut adalah :

1. Perusahaan publik nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan menerbitkan laporan tahunan pada tahun 2007, 2008, dan 2010.
2. Perusahaan merupakan anggota *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) pada tahun 2007, 2008, dan 2010.
3. Perusahaan menerbitkan obligasi dan memiliki rating kredit yang diperoleh dari PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO) atau *Indonesia Bond Market Directory* (IBMD) yang diterbitkan oleh BEI pada tahun 2007, 2008, dan 2010.

3.3. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber pada dokumentasi perusahaan. Pengungkapan *pelaksanaan*

corporate governance dan rasio-rasio keuangan perusahaan peneliti dapatkan dari laporan tahunan perusahaan yang dipublikasikan di situs resmi BEI yaitu www.idx.co.id atau data dari Pojok BEI Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro, sedangkan untuk data skor CGPI didapatkan dari IICG dan data rating kredit didapatkan dari PT Pefindo dan IBMD.

3.4. Metode Pengumpulan Data

Data dalam penelitian diperoleh dengan mengumpulkan data empiris yang bersumber dari perusahaan dan instansi-instansi yang berwenang untuk membuat data-data tertentu tentang suatu perusahaan.

3.5. Metode Analisis Data

Untuk memberikan gambaran mengenai variabel-variabel yang ada dalam penelitian, dilakukan analisis statistik deskriptif. Setelah itu dilakukan uji asumsi klasik untuk menganalisis apakah model penelitian sudah memenuhi asumsi klasik yang harus dipenuhi sebelum melakukan analisis regresi. Setelah asumsi klasik terpenuhi, barulah dilakukan analisis regresi linear dan uji statistik t untuk menguji hipotesis penelitian. Selain ketiga metode analisis data tersebut, peneliti juga melakukan uji *goodness of fit* dari model dalam penelitian untuk menilai ketepatan fungsi regresi sampel dalam menilai nilai aktual. Uji ini meliputi uji koefisien determinasi dan uji F.

3.5.1. Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, jumlah, jangkauan, kurtosis dan *skewness* (kemencengan distribusi) (Ghozali, 2011). Nilai rata-rata menggambarkan tendensi atau pemusatan data, sedangkan standar deviasi, varian, dan jangkauan menggambarkan dispersi atau tingkat persebaran data.

3.5.2. Uji Asumsi Klasik

Mengingat data yang digunakan adalah data sekunder, maka untuk menguji ketepatan model perlu dilakukan suatu pengujian dan untuk mengetahui apakah model yang digunakan dalam regresi benar-benar menunjukkan hubungan yang signifikan dan representatif maka model yang digunakan tersebut harus memenuhi uji asumsi klasik regresi. Dengan dilakukannya pengujian ini maka diharapkan agar model regresi yang diperoleh bisa dipertanggungjawabkan.

3.5.2.1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual mempunyai distribusi normal (Ghozali, 2011). Model regresi yang baik harus memenuhi asumsi uji t dan uji F bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Ada dua cara untuk mendeteksi

apakah residual berdistribusi normal atau tidak, yaitu dengan analisis grafik dan analisis statistik.

Uji normalitas dengan analisis grafik dapat dilakukan dengan melihat grafik histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Selain itu dapat juga dilakukan dengan *melihat normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dan distribusi normal. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya dengan dasar pengambilan keputusan sebagai berikut:

1. Jika data menyebar diatas garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
2. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Uji normalitas dengan analisis grafik sebaiknya dilengkapi dengan analisis statistik, karena analisis grafik sangat bergantung pada pengamatan visual. Salah satu cara mengujinya yaitu dengan uji statistik nonparametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S). Uji K-S dilakukan dengan membuat hipotesis:

H_0 : Data residual berdistribusi normal

H_a : Data residual tidak berdistribusi normal

Pedoman pengambilan keputusan:

1. Apabila probabilitas nilai Z uji K-S signifikan secara statistik maka H_0 ditolak, yang berarti data tersebut terdistribusi tidak normal.
2. Apabila probabilitas nilai Z uji K-S tidak signifikan secara statistik maka H_0 diterima, yang berarti data tersebut terdistribusi normal.

3.5.2.2. Uji Autokorelasi

Pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengguna pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (Ghozali, 2011). Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi.

Salah satu cara untuk menguji autokorelasi adalah dengan melakukan *Run Test*. *Run Test* digunakan untuk melihat apakah data residual terjadi secara random atau tidak (sistematis). Jika data residual acak atau random, maka dikatakan bahwa tidak terdapat hubungan korelasi antarresidual.

Hipotesis yang akan diuji adalah:

H_0 : Residual acak

H_a : Residual tidak acak

Pedoman pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi:

1. Apabila probabilitas nilai test signifikan secara statistik maka H_0 ditolak, yang berarti residual tidak acak, atau terjadi autokorelasi.

2. Apabila probabilitas nilai test tidak signifikan secara statistik maka H_0 diterima, yang berarti residual acak, atau tidak terjadi autokorelasi.

3.5.2.3. Uji Heteroskedastisitas

Menurut Imam Ghozali (2011) uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Cara menguji ada tidaknya heteroskedastisitas, yaitu dengan menggunakan analisis grafik *scatterplot*. Pada pengujian *scatterplot*, pedoman yang digunakan untuk pengambilan keputusan ada tidaknya heteroskedastisitas adalah sebagai berikut:

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

3.5.2.4. Uji Multikolinearitas

Menurut Imam Ghozali (2011), uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau tidak. Model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi yang tinggi di antara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi

maka variabel-variabel ini tidak *orthogonal* (nilai korelasi tidak sama dengan nol). Uji multikolinearitas ini dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). *Tolerance* mengukur variabel bebas terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai *tolerance* rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena $VIF = 1 / tolerance$) dan menunjukkan adanya kolinearitas yang tinggi. Nilai *cutt off* yang umum dipakai adalah nilai *tolerance* 0,10 atau nilai VIF 10. Jadi multikolinearitas terjadi jika nilai *tolerance* $< 0,10$ atau nilai VIF > 10 (Ghozali, 2011).

3.5.3. Uji Hipotesis

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah analisis regresi linear. Analisis dilakukan dengan melihat koefisien masing-masing variabel bebas, kemudian dilakukan uji statistik t untuk menguji signifikansi pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel dependen.

3.5.3.1. Analisis Regresi Linear

Terdapat lima model regresi linear, yaitu sebagai berikut:

1. Model I

Regresi linear pada model pertama menguji pengaruh kualitas *corporate governance* yang diproksikan oleh *Governance Score* terhadap struktur modal perusahaan yang diproksikan oleh tingkat *leverage* pasar.

$$\text{MLEV} = \alpha + \beta_1 \text{LogGOVSC} + \beta_2 \text{LogTA} + \beta_3 \text{EBITR} + \beta_4 \text{Q} + \beta_5 \text{FAR} + \beta_6 \text{NDTS} + \beta_7 \text{CR} + \beta_8 \text{DR} + \beta_9 \text{YD1} + \beta_{10} \text{YD2} + e$$

Keterangan:

MLEV = *Market leverage*

α = Konstanta

β = Koefisien variabel

LogGOVSC = Nilai Log10 dari *Governance Score*

LogTA = Nilai Log10 dari Total Aset

EBITR = Rasio EBIT

Q = Tobin's Q

FAR = *Fixed Asset Ratio* (Rasio Aset Tetap)

NDTS = *Non-Debt Tax Shield*

CR = Rating Kredit

DR = Rasio Dividen

YD1 = *Year Dummies* 2007

YD2 = *Year Dummies* 2008

e = *Error*

2. Model II

Regresi linear pada model kedua menguji pengaruh kualitas *corporate governance* yang diproksikan oleh skor CGPI terhadap struktur modal perusahaan yang diproksikan oleh tingkat *leverage* pasar.

$$\text{MLEV} = \alpha + \beta_1 \text{LogCGPI} + \beta_2 \text{LogTA} + \beta_3 \text{EBITR} + \beta_4 \text{Q} + \beta_5 \text{FAR} + \beta_6 \text{NDTS} + \beta_7 \text{CR} + \beta_8 \text{DR} + \beta_9 \text{YD1} + \beta_{10} \text{YD2} + e$$

Keterangan:

LogCGPI = Nilai Log10 dari Skor CGPI

3. Model III

Regresi linear pada model ketiga menguji pengaruh kualitas *corporate governance* yang diproksikan oleh *Governance Score* terhadap struktur modal perusahaan yang diproksikan oleh tingkat *leverage* pasar. Peneliti memasukkan variabel *Industry Dummies* ke dalam model untuk mengontrol kemungkinan adanya pengaruh dari sektor suatu perusahaan.

$$\begin{aligned} \text{MLEV} = & \alpha + \beta_1 \text{LogCGPI} + \beta_2 \text{LogTA} + \beta_3 \text{EBITR} + \beta_4 \text{Q} + \beta_5 \text{FAR} + \\ & \beta_6 \text{NDTS} + \beta_7 \text{CR} + \beta_8 \text{DR} + \beta_9 \text{YD1} + \beta_{10} \text{YD2} + \beta_{11} \text{ID1} + \beta_{12} \text{ID2} + \\ & \beta_{13} \text{ID3} + \beta_{14} \text{ID4} + \beta_{15} \text{ID5} + \beta_{16} \text{ID6} + e \end{aligned}$$

Keterangan:

ID1 = *Industry Dummies* Pertambangan

ID2 = *Industry Dummies* Dasar dan Kimia

ID3 = *Industry Dummies* Aneka Industri

ID4 = *Industry Dummies* Barang Konsumsi

ID5 = *Industry Dummies* Properti

ID6 = *Industry Dummies* Infrastruktur

4. Model IV

Regresi linear pada model keempat menguji pengaruh kualitas *corporate governance* yang diproksikan oleh *Governance Score* terhadap struktur modal perusahaan yang diproksikan oleh nilai buku dari tingkat *leverage*.

$$\text{BLEV} = \alpha + \beta_1 \text{LogGOVSC} + \beta_2 \text{LogTA} + \beta_3 \text{EBITR} + \beta_4 \text{Q} + \beta_5 \text{FAR} + \beta_6 \text{NDTS} + \beta_7 \text{CR} + \beta_8 \text{DR} + \beta_9 \text{YD1} + \beta_{10} \text{YD2} + e$$

Keterangan:

BLEV = *Book Leverage*

5. Model V

Regresi linear pada model keempat menguji pengaruh kualitas *corporate governance* yang diproksikan oleh Skor CGPI terhadap struktur modal perusahaan yang diproksikan oleh nilai buku dari tingkat *leverage*.

$$\text{BLEV} = \alpha + \beta_1 \text{LogCGPI} + \beta_2 \text{LogTA} + \beta_3 \text{EBITR} + \beta_4 \text{Q} + \beta_5 \text{FAR} + \beta_6 \text{NDTS} + \beta_7 \text{CR} + \beta_8 \text{DR} + \beta_9 \text{YD1} + \beta_{10} \text{YD2} + e$$

3.5.3.2. Uji Statistik t

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen. Hipotesis nol yang hendak diuji adalah apakah suatu parameter sama dengan nol. Hipotesis alternatifnya adalah apakah parameter suatu variabel tidak sama dengan nol.

Pengujian dilakukan dengan menggunakan level signifikansi 0,10 ($\alpha=10\%$). Penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan dengan kriteria sebagai berikut :

1. Jika nilai signifikan $> 0,10$ maka hipotesis nol tidak ditolak (koefisien regresi tidak signifikan). Ini berarti bahwa secara parsial variabel

independen tersebut tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

2. Jika nilai signifikan $\leq 0,10$ maka hipotesis nol ditolak (koefisien regresi signifikan). Ini berarti secara parsial variabel independen tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

3.5.4. Uji *Goodness of Fit*

Uji *Goodness of Fit* dilakukan untuk menilai ketepatan fungsi regresi sampel dalam penelitian untuk menaksir nilai aktual (Ghozali, 2011). Uji ini dapat diukur dari nilai koefisien determinasi dan nilai statistik F. Perhitungan statistik disebut signifikan secara statistik apabila nilai uji statistiknya berada dalam daerah kritis atau daerah di mana H_0 ditolak.

3.5.4.1. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Menurut Ghozali (2011), uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimaksudkan dalam model mempunyai pengaruh secara simultan atau bersama-sama terhadap variabel dependen. Hipotesis nol yang hendak diuji adalah apakah semua parameter dalam model sama dengan nol, yang berarti semua variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya adalah tidak semua parameter secara simultan sama dengan nol.

Pengujian dilakukan dengan menggunakan level signifikansi 10%. Ketentuan penerimaan atau penolakan hipotesis adalah sebagai berikut:

1. Jika nilai signifikan $> 0,10$ maka H_0 tidak ditolak (koefisien regresi tidak signifikan). Ini berarti bahwa secara simultan variabel independen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.
2. Jika nilai signifikan $\leq 0,10$ maka H_0 ditolak (koefisien regresi signifikan). Ini berarti secara simultan variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

3.5.4.2. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi berada di antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2011).

Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel dependen yang dimasukkan dalam model. Setiap penambahan satu variabel independen, nilai R^2 pasti meningkat, tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen atau tidak. Oleh karena itu, banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai *Adjusted* R^2 pada saat mengevaluasi model regresi terbaik. Tidak seperti R^2 , nilai *Adjusted* R^2 dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambah ke dalam model.