

Article history:

Received: 10 November 2021;
Revised: 13 November 2021;
Accepted: 15 November 2021;
Available online: 15 Desember 2021

Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Variabel Intermediasi Berupa Struktur Modal Pada Perusahaan BUMN

Mohamad Bastomi¹

¹ Universitas Islam Malang
mb.tomi@unisma.ac.id

Penelitian ini berfungsi untuk menganalisis secara langsung pengaruh tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan serta pengaruh tidak langsung melalui struktur modal. Penggunaan metode *purposive sampling* dalam menentukan sampel penelitian sehingga didapatkan 12 perusahaan BUMN yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2016-2020. Data dianalisis dengan menggunakan aplikasi *Smart-PLS* sebagai alat uji hipotesis dengan menggunakan teknik SEM-PLS. Alat ukur tata kelola perusahaan dengan menggunakan *self assessment* BUMN, sedangkan struktur modal diproksikan dengan rasio *Debt to Equity Ratio* dan *Debt to Asset Ratio*. Sementara itu, nilai perusahaan diproksikan menggunakan *Price to Book Value*. Penelitian ini menunjukkan bukti empiris yang mana struktur modal dipengaruhi oleh tata kelola perusahaan, nilai perusahaan dipengaruhi oleh struktur modal, nilai perusahaan dipengaruhi langsung tata kelola perusahaan serta dipengaruhi tidak langsung melalui struktur modal.

Keywords: Nilai Perusahaan, Struktur Modal, Tata Kelola Perusahaan

Introduction

Nilai Perusahaan adalah sebuah acuan yang digunakan investor dalam menilai perusahaan dari segi fundamental untuk berinvestasi (Yohendra & Susanty, 2019). Nilai perusahaan mencerminkan kinerja perusahaan yang telah dicapai. Nilai perusahaan yang bagus mengindikasikan bahwa perusahaan berkemampuan memberikan pengembalian investasi kepada investor dari segi keuangan. Nilai perusahaan yang tinggi direpresentasikan dengan tingginya harga saham. Kesejahteraan para pemilik saham dapat diwujudkan melalui pemaksimalan nilai perusahaan (Khalim, 2018).

Keputusan struktur modal yang efektif dan efisien dapat dicapai dengan menerapkan beberapa prinsip dalam pengelolaan perusahaan, seperti meminimalisir biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan. Perusahaan memiliki kebijakan untuk menggunakan pendanaan eksternal dan atau pendanaan internal untuk memenuhi permodalannya. Pendanaan eksternal dilakukan melalui peminjaman utang sedangkan pendanaan internal dilakukan menggunakan dana internal perusahaan melalui penerbitan saham. Dengan menyesuaikan kemampuan keuangan perusahaan, maka perusahaan dapat dengan tepat untuk mempertimbangan sumber pendanaan yang digunakan. Perusahaan dapat memperbesar skala usaha dan melakukan pengembangan usaha dengan adanya penambahan jumlah modal yang digunakan, baik bersumber dari internal atau eksternal perusahaan (Yohendra & Susanty, 2019).

¹Correspondent: Mohamad Bastomi. Universitas Islam Malang. Jl. Mayjen Haryono 193 Malang 65144. mb.tomi@unisma.ac.id

Peningkatan nilai perusahaan dapat didorong dengan pengelolaan utang secara optimal (Mardiyati, dkk., 2012). Dalam pemilihan sumber modal, perusahaan dapat mempertimbangkan dua kemungkinan yang dihadapi yaitu melalui pendanaan internal berupa penjualan saham dan pendanaan eksternal dengan menggunakan utang. Bilamana perusahaan memilih menjual saham untuk pendanaan modal, maka perusahaan akan menanggung biaya modal untuk penjualan saham. Jika perusahaan menggunakan utang sebagai sumber modal, maka perusahaan menanggung biaya bunga pinjaman yang relatif lebih kecil. Akan tetapi, semakin besar jumlah pinjaman menyebabkan perusahaan menghadapi risiko gagal bayar terkait pembayaran bunga dan pokok pinjaman (Kurniawan & Rahardjo, 2014).

Kegagalan dalam mengatur permodalan dapat memberikan akibat buruk terhadap perusahaan. Perusahaan yang memilih untuk menerbitkan saham, maka biaya modal perusahaan akan semakin tinggi. Biaya modal tinggi disebabkan oleh besarnya deviden yang harus dibayar untuk saham yang beredar. Akan tetapi, penggunaan utang oleh perusahaan berdampak pada beban modal yang kecil, namun terjadi peningkatan risiko biaya untuk pembayaran bunga. Oleh karena itu, penggunaan modal dari utang sebanding dengan besaran beban yang muncul. Peningkatan risiko finansial disebabkan karena terjadi gagal bayar bunga dan angsuran pinjaman (Prasetyo & Hadiprajitno, 2019).

Salah satu pemicu dalam pengambilan keputusan permodalan dalam perusahaan adalah persaingan. Oleh karena itu keputusan dalam pemilihan sumber modal harus dipertimbangkan secara serius. Penggunaan sumber pendanaan yang berbeda menyebabkan dampak yang berbeda pula terhadap kinerja keuangan perusahaan sehingga diperlukan proporsi optimal di antara keduanya (Budiman, 2017). Kondisi keuangan perusahaan yang stabil dan kuat dapat ditinjau dari terbentuknya struktur modal yang efektif. Struktur modal ini sangat dipengaruhi oleh tata kelola perusahaan (Budiman, 2017). Sistem kelola perusahaan akan mengarahkan sekelompok aturan yang digunakan untuk mengontrol serta mengawasi jalannya perusahaan.

Tata kelola merupakan bagian dari bidang bisnis untuk melindungi kepentingan investor serta menjaga kepercayaan investor (Ulfa, 2017). Oleh karenanya, akan selalu tercipta hubungan antara pemangku kepentingan yang dijelaskan dalam teori agensi. Jensen & Meckling (1976) mengemukakan bahwa terdapat hubungan dua pihak yang terjadi pelimpahan wewenang dari pihak satu ke pihak kedua.

Konflik yang sering terjadi dalam pengambilan keputusan permodalan dan atau pemilihan struktur modal terjadi antara manajer dengan pemegang saham. Masalah keagenan ini sering kali melibatkan manajer, pemegang saham dan kreditor yang masing-masing saling menjaga kepentingannya. Guna mengurangi konflik tersebut maka perusahaan membutuhkan sebuah mekanisme yang terpadu. Tata kelola perusahaan yang terpadu akan menjadi jaminan atas seluruh hak masing-masing pemangku kepentingan. Hal ini mengacu pada Stewardship Theory yakni pencapaian tujuan utama dengan melakukan penyesuaian tujuan antara manajer dengan pemangku kepentingan (Wahyuni, 2018).

Suhartati, dkk., (2011) menyatakan bahwa prinsip pengelolaan perusahaan yang baik yakni oleh investor dan kreditor yang merupakan faktor dalam pengambilan keputusan berinvestasi dalam perusahaan. Untuk memberikan kepercayaan kepada investor, dapat dilakukan dengan memberikan informasi kepada pemegang kepentingan. Jika hal ini dilakukan maka akan memberikan stimulus pertumbuhan ekonomi dan mempersempit kesenjangan di pasar modal. Bastomi, dkk., (2017) menjelaskan bahwa peningkatan nilai pasar dan kemampuan keuangan perusahaan melalui keberhasilan tata kelola perusahaan sehingga muncul respon positif dari pemangku kepentingan. Perusahaan yang telah mengimplementasikan tata kelola perusahaan dengan tepat berdampak pada kenaikan nilai perusahaan (Yohendra & Susanty, 2019).

Implementasi tata kelola perusahaan menjadi hal utama untuk menjamin keberlangsungan perusahaan, akan tetapi tidak semua perusahaan melaporkan secara transparan pelaksanaan tata

kelolanya. Minimnya tata kelola perusahaan ini berbanding lurus dengan banyaknya kasus yang terjadi di perusahaan milik pemerintah (BUMN). Adapun permasalahan yang seringkali dihadapi yaitu terjadinya kesalahan dalam pengelolaan keuangan serta manipulasi atas laporan keuangan yang diterbitkan seperti PT Kereta Api Indonesia (Tempo.co, 2006), PT Garuda Indonesia Tbk, PT Asuransi Jiwasraya, PT Asabri (Kompas.co, 2020), PT Kimia Farma (Temp.co, 2003) dan kasus pada perusahaan lainnya. Kasus-kasus tersebut sering kali terjadi di perusahaan-perusahaan di Indonesia yang merupakan cerminan pengelolaan perusahaan yang buruk.

Bersumber pada latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya sehingga peneliti penggunaan variabel mediator berupa struktur modal dalam pengujian ulang di antara pengaruh tata kelola perusahaan dan nilai perusahaan. Keterbaharuan penelitian ini dapat dilihat dari penggunaan *self assestement* pada BUMN yang mana masih sedikit digunakan dalam penelitian disertai penggunaan struktur modal sebagai mediator penelitian. Penggunaan perusahaan BUMN sebagai objek penelitian adalah peran perusahaan terhadap perekonomian nasional yang mempunyai peluang berkembang.

Related Works/Literature Review (Optional)

Tata Kelola Perusahaan

Tata kelola perusahaan ialah sistem yang mengawasi serta mengelola perusahaan guna menghasilkan nilai tambah (*value added*) bagi seluruh stakeholder. Di dalamnya terkandung empat unsur yaitu keadilan, transparansi, akuntabilitas, dan responsibilitas. Seluruh komponen tersebut sangat esensial dan prinsipil karena jika diterapkan dapat memperbaiki kualitas laporan keuangan serta nilai fundamental dapat digambarkan secara riil.

Keputusan Menteri BUMN No *SK-16-S.MBU-2012* digunakan sebagai standar pengujian dalam menilai pelaksanaan tata kelola perusahaan. Peraturan tersebut memuat sejumlah parameter/indikator yang digunakan untuk menilai dan mengevaluasi keberhasilan pengaplikasian tata kelola pada BUMN dengan baik. Evaluasi mencakup tingkatan kesesuaian pelaksanaan GCG bersumber pada pemenuhan parameter/ *scorecard* pada 6 aspek, ialah komitmen pada pelaksanaan tata kelola industri yang baik secara berkepanjangan, pemilik saham; rapat umum pemilik saham, direksi, dewan pengawas/dewan komisaris, pengungkapan serta keterbukaan data, serta aspek yang lain. Keenam aspek GCG tersebut mempunyai 43 kriteria dengan 153 parameter pengukuran. Pemakaian *self assestment* GCG pada BUMN selaku instrumen ukur tata kelola industri sudah digunakan pada riset Sudharmono & Tunjungsari (2021).

Tata cara evaluasi GCG terdiri dari aktivitas review dokumen, kuisioner, wawancara, serta observasi. Kemudian, dijalankan evaluasi/ penilaian GCG dengan memakai 6 tahapan sehingga diperoleh nilai/ skor hasil dengan menetapkan klasifikasi mutu pelaksanaan GCG BUMN. Ada pula klasifikasi mutu pelaksanaan tata kelola industri BUMN sebagaimana berikut: Tidak Baik (Nilai \leq 50); Kurang Baik (50<Nilai \leq 60); Lumayan Baik (60<Nilai \leq); Baik (Nilai \leq 85); Sangat Baik (Nilai di atas 85).

Hasil Penelitian yang dilakukan Budiman & Helen (2017) dan Rafiah & Zuhriyah (2020) menunjukkan bahwa struktur modal dipengaruhi tata kelola perusahaan. Selain itu, penelitian Prasetyo & Hadiprajitno (2019) menunjukkan bahwa beberapa indikator tata kelola perusahaan berupa kepemilikan institusional dan ukuran dewan berpengaruh signifikan kepada struktur modal, sementara itu direktur, ukuran komite audit dan kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh signifikan kepada struktur modal.

Berbeda dengan hasil penelitian Mardianto (2021) menunjukkan bahwa struktur dipengaruhi oleh beberapa indikator tata kelola perusahaan yaitu ukuran dewan dan komisaris sedangkan indikator lainnya menunjukkan tidak adanya pengaruh yaitu konsentrasi kepemilikan dan komisaris independent.

Temuan berbeda dikemukakan oleh Kurniawan & Rahardjo (2014) menunjukkan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh beberapa indikator tata kelola perusahaan berupa komite audit, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional, sementara indikator lain tidak berpengaruh pada struktur modal berupa ukuran dewan.

Hipotesis 1: Tata kelola perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DER).

Hipotesis 2: Tata kelola perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal (DAR).

Struktur Modal

Struktur modal ialah metode yang diimplementasikan perusahaan dalam melakukan pendanaan pembelian asset dan kegiatan operasional melalui penggunaan ekuitas dan atau utang. Kondisi struktur modal yang optimal memberikan peluang untuk penggunaan utang sehingga dapat menyebabkan peningkatan nilai perusahaan. Demikian pula kebalikannya, pengurangan utang yang disebabkan karena struktur modal berada di titik minimum dapat menyebabkan turunnya nilai perusahaan, inilah yang ada pada teori *trade off*.

Struktur modal berhubungan erat dengan sumber pendanaan, baik dari eksternal maupun internal. Kedua jenis sumber dana tersebut akan dipilih oleh perusahaan yang paling rendah biayanya. Jika sumber pendanaan berasal dari utang, maka perusahaan akan mengeluarkan biaya bunga, sementara jika sumber dana perusahaan berasal dari ekuitas maka perusahaan akan mengeluarkan biaya deviden.

Dalam riset ini struktur modal diprosikan oleh rasio *Debt to Equity Ratio* dan *Debt to Asset Ratio*. Perbandingan antara total aktiva dan total utang diukur dengan DAR. Maksudnya adalah sumber pendanaan aktiva perusahaan berasal dari utang sehingga memunculkan dampak dari pengelolaan utang tersebut. DER berperan mengukur keterampilan perseroan dalam memenuhi segala kewajibannya dari penggunaan modal sendiri dalam pembayaran utang.

Rasio DER dan DAR yang tinggi akan mempengaruhi nilai perusahaan, yang berarti perusahaan akan kesulitan untuk mendapatkan pinjaman tambahan dikarenakan kekhawatiran aktiva yang dimiliki tidak mencukupi untuk pembayaran utang apabila terjadi gagal bayar (Kasmir, 2008). Adapun rumus untuk menghitung DAR (Sitanggang, 2014) dan DER (Kariuki & Kamau, 2014) sebagai berikut :

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Ekuitas}} \quad \text{DAR} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}}$$

Beberapa peneliti mengemukakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan Fachrudin (2011), Hamidy, dkk., (2015), Dewi & Wirajaya (2013), Prastuti & Sudiarta (2016), Manoppo & Arie (2016), Pasando, dkk., (2018), (Dwipayana & Suryana (2016) dan beberapa peneliti juga menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi struktur modal sama halnya yang dikemukakan oleh Prasetya, dkk., (2014), Dhani & Utama (2017), Anggara, dkk., (2019).

Hipotesis 3: Struktur modal (DER) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 4: Struktur modal (DAR) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan ialah kondisi yang dicapai sebuah perusahaan setelah melewati berbagai proses kegiatan hingga sampai pada titik tertentu yang mencerminkan kepercayaan masyarakat (Brigham & Gapenski, 2011). Rasio *Price to Book Value* berfungsi untuk menghitung nilai perusahaan. Rasio PBV lebih dari satu mengindikasikan bahwa nilai buku lebih kecil daripada harga pasar saham. Tingginya nilai perusahaan adalah tujuan utama lantaran dapat menjadi prospek yang baik untuk pertumbuhan perusahaan ke depannya. Kondisi demikian mampu memunculkan daya tarik untuk penanaman modal oleh investor. Adapun rumus untuk menghitung rasio PBV (Brigham & Joel, 2010) sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Harga Pasar Per Saham}}{\text{Nilai Buku}}$$

Beberapa peneliti menyatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh tata kelola yaitu Depari & Wahyudi (2016), Ulfa, (2017), Permatasari & Novitasary (2018), Khalim (2018), dan Fatomni (2020). Hasil yang berbeda ditunjukkan dalam penelitian Novalia (2016), Fawaid (2017), dan Yohendra & Susanty (2019) bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi tata kelola perusahaan.

Dalam penelitian Wahyuni (2018) memakai struktur modal sebagai moderator di antara variabel tata kelola perusahaan dan nilai perusahaan menjelaskan bahwa struktur modal menjadikan salah satu penyeimbang hubungan nilai perusahaan dengan indeks tata kelola perusahaan dengan arah bernilai negatif.

Hipotesis 5: Tata kelola perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 6: Tata kelola perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal (DER).

Hipotesis 7: Tata kelola perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal (DAR).

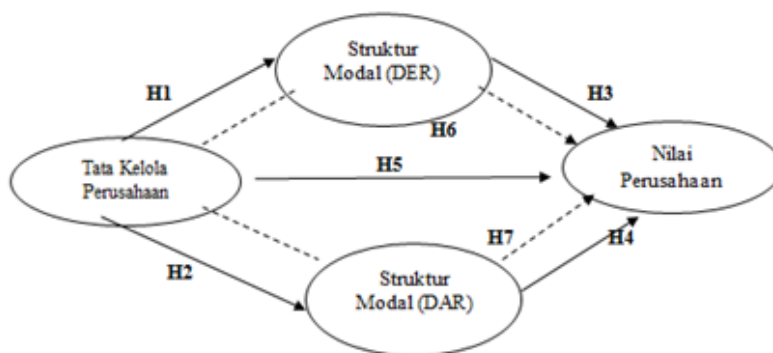


Figure 1. Kerangka Konseptual
Sumber : Data diolah peneliti, 2021

Keterangan:

- = Pengaruh Langsung
- - - - -> = Pengaruh Tidak Langsung

Methods

Penelitian ini berjenis *explanatory* melalui pendekatan kuantitatif. Seluruh perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang *listing* pada Bursa Efek Indonesia (BEI) digunakan untuk penelitian sepanjang 5 tahun periode pengamatan, yaitu tahun 2016 sampai dengan 2020. Sampel diperoleh dengan menggunakan metode *purposive sampling*. 20 perusahaan digunakan sebagai populasi penelitian. Akan tetapi terdapat 2 perusahaan yang tidak melakukan publikasi laporan tata kelola perusahaan, 2 perusahaan yang melaporkan profitabilitasnya negatif serta 4 perusahaan yang tidak menggunakan self assetment dalam penilaian tata kelola perusahaan. Pada akhirnya, terdapat 12 perusahaan yang dijadikan sampel sesuai dengan driteria yang telah ditetapkan. Berikut ini adalah kode saham yang dijadikan sampel dalam penelitian ini yaitu, KAEF, PGAS, ADHI, PTPP, WIKA, WSKT, ANTM, PTBA, TINS, SMBR, SMGR, dan JSMR. Data penelitian dikumpulkan secara dokumentatif dengan mengakses *website* yang relevan seperti www.idx.co.id dan *website* perusahaan serta penggunaan software IPOT. Aplikasi SmartPLS versi 3.2.9 digunakan untuk menguji hipotesis dengan teknik SEM-PLS.

Results

Table 1. Evaluasi Inner dan Outer Model

	Cronbach's Alpha	rho_A	Composite Reliability	Average Variance Extracted (AVE)	Loading Factor
DAR	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
DER	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
GCG	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
PBV	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000

Sumber: Output Analisis SmartPLS (2021)

Dari table 1. menjelaskan bahwa variabel nilai perusahaan, tata kelola perusahaan, dan struktur modal dinyatakan reliabel dan valid karena *cronbach alpha* serta *loading factor* bernilai lebih dari 0,7.

Table 2. Model Struktural

Variabel	R Square	R Square Adjusted
DAR	0.150	0.135
DER	0.040	0.023
PBV	0.359	0.325

Sumber: Output Analisis SmartPLS (2021)

Table 2. menjelaskan bahwa variabel struktur modal yang diproksikan DAR memiliki *R-Square* sebesar 15%, maksudnya adalah tata kelola perusahaan dapat menjelaskan struktur modal (DAR) sebesar 15%, sedangkan 85% sisanya diuraikan variabel yang tidak diteliti. Selain itu, struktur modal yang diproksikan DER memiliki *R-Square* sebesar 4%, maksudnya adalah tata kelola perusahaan dapat menjelaskan struktur modal (DER) sebesar 4%, sedangkan 96% sisanya diuraikan variabel yang tidak diteliti. Begitu pula variabel nilai perusahaan yang diproksikan PBV memiliki *R-Square* sebesar 35,9%, maksudnya adalah tata kelola perusahaan dapat menguraikan nilai perusahaan sebesar 35,9%, sedangkan 64.1% sisanya diuraikan variabel yang tidak diteliti.

Table 3. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	60	.000	583.320	1.78483E2	132.357820
DAR	60	.000	85.370	5.56848E1	19.873143
GCG	60	81.040	98.340	9.22782E1	4.224041
PBV	60	.610	11.000	2.01317	1.904332
Valid N (listwise)	60				

Sumber: Output Analisis SmartPLS (2021)

Pada variabel DER diperoleh diperoleh rata-rata 1,78 dengan standar deviasi sebesar 132,36. Tingginya nilai DER mengindikasikan bahwa pendanaan perusahaan sebagian besar bersumber dari utang. Sebaliknya, jika nilai DER rendah, maka mengindikasikan bahwa modal perusahaan bersumber dari saham. Perusahaan yang memiliki nilai DER yang lebih dari 1 perlu pengawasan secara ketat untuk meminimalisir risiko gagal bayar saat jatuh tempo utang.

Pada variabel DAR diperoleh rata-rata 5,57 sedangkan standar deviasinya adalah 19,87. Maksudnya ialah bahwa aset perusahaan dibiayai melalui utang sebesar 5,57 sedangkan sisanya 94,43 dari biaya aset perusahaan disediakan oleh sumber internal. Semakin besar nilai DAR menunjukkan bahwa aset perusahaan sebagian besar didanai dengan menggunakan utang sehingga perusahaan.

Pada variabel GCG diperoleh diperoleh rata-rata 98,23 dengan standar deviasi sebesar 4,22. Pada variabel PBV diperoleh diperoleh rata-rata 2,01 sedangkan standar deviasi adalah 1,90.

Secara umum rasio PBV yang nilainya melebihi 1 sehingga masuk kategori over valued atau berada pada harga saham mahal. Pada umumnya, perusahaan yang memiliki kinerja baik akan meningkatkan nilai PBV sampai pada titik tertentu.

Tahap berikutnya adalah uji hipotesis untuk menguji kausalitas yang tersusun dalam model antara variabel terikat dengan variabel bebas. T-statistik digunakan untuk menentukan apakah hipotesis itu signifikan atau tidak dan diterima atau ditolak. Apabila t-tabel bernilai lebih kecil daripada t-statistik menjelaskan bahwa terdapat pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Berlandaskan hasil analisis data, hasilnya disajikan pada tabel dan diagram jalur seperti berikut ini:

Table 4. Hasil Uji Hipotesis

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	TStatistics (O/STDEV)	P Values
GCG -> DER	0.245	0.256	0.119	2.052	0.041
GCG -> DAR	0.694	0.694	0.074	9.434	0.000
DER -> PBV	0.168	0.169	0.078	2.151	0.032
DAR -> PBV	0.244	0.234	0.134	1.824	0.048
GCG -> PBV	0.515	0.527	0.125	4.108	0.000
GCG -> DAR -> PBV	0.377	0.387	0.116	3.254	0.001
GCG -> DER -> PBV	0.244	0.276	0.132	2.561	0.041

Sumber: Output Analisis SmartPLS (2021)

Table 4. memaparkan hasil pengujian hipotesis penelitian. Dari analisis yang telah dilakukan ditemukan P Values memiliki nilai kurang dari 5% (0,05) sehingga dapat disimpulkan bahwa seluruh hubungan antar variabel berpengaruh signifikan.. Berikut ini dijabarkan penjelasan secara terperinci, antara lain:

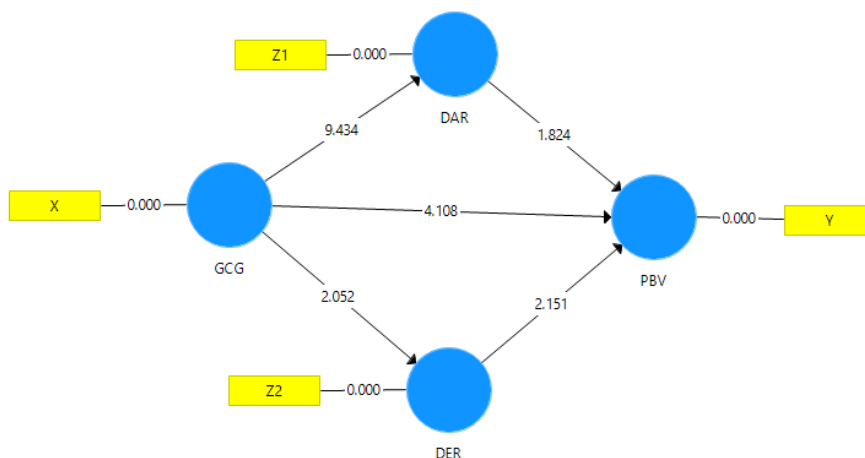


Figure 2. Diagram Alur

Sumber: Hasil Output SmartPLS (2021)

Tabel dan jalur diagram diatas menunjukkan bahwa struktur modal (DER) dipengaruhi tata kelola perusahaan (GCG) sejumlah 0,245 dengan T-statistik 2,052, struktur modal (DAR) dipengaruhi tata kelola perusahaan (GCG) sebanyak 0,694 dengan T-statistik 9,434, sedangkan struktur modal (DER) terhadap nilai perusahaan (PBV) sebanyak -0,134 dengan T-statistik 0,695, nilai perusahaan (PBV) dipengaruhi struktur modal (DAR) sebanyak 0,168 dengan T-statistik 2,151. Sementara itu, tata kelola perusahaan (GCG) terhadap nilai perusahaan (PBV) sebanyak

0,515 dengan T-statistik 0,000, sedangkan nilai perusahaan (PBV) dipengaruhi tidak langsung tata kelola perusahaan (GCG) melalui struktur modal (DER) sebanyak 0,244 dengan T-hitung 2,561 serta hubungan tidak langsung tata kelola perusahaan (GCG) terhadap nilai perusahaan (PBV) melalui struktur modal (DAR) sebanyak 0,377 dengan T-statistik 3,254. Semua nilai korelasi dari masing-masing variabel memiliki koefisien beta positif dengan nilai T-statistik lebih dari T-hitung yaitu 1.67 sehingga dideterminasikan bahwa semua hipotesis terpenuhi seperti yang diharapkan.

Pembahasan

a) Tata Kelola Perusahaan (GCG) dan Struktur Modal (DER)

Hasil analisis menjelaskan bahwa struktur modal (DER) dipengaruhi secara signifikan oleh tata kelola perusahaan (GCG). Hasil ini sejalan dan mendukung penelitian Budiman & Helena (2017), Rafiah & Zuhriyah (2020), dan Prasetyo & Hadiprajitno (2019) yang menunjukkan bahwa struktur modal dipengaruhi tata kelola perusahaan. Pengimplementasian tata kelola perusahaan menjadikan para pemilik saham berani mengambil kebijakan pendanaan modal berasal dari eksternal perusahaan berupa utang.

Perusahaan dengan nilai DER yang tinggi belum tentu mengindikasikan kondisi yang kurang baik, akan tetapi karena risiko tingkat kebangkrutan atau gagal bayar dapat diminimalkan melalui ketepatan penerapan tata kelola. Pengimplementasian tata kelola perusahaan dapat mendukung penggunaan utang secara efisien serta mendorong penggunaan utang secara efisien. Tata kelola perusahaan secara baik memberikan kestabilan internal perusahaan sehingga mampu memberikan kepastian kepada stakeholder bahwa perusahaan dapat mengelola utang dengan baik dan melunasi utang tepat waktu.

b) Tata Kelola Perusahaan (GCG) dan Struktur Modal (DAR)

Hasil analisis menjelaskan bahwa struktur modal (DAR) dipengaruhi secara signifikan oleh tata kelola perusahaan (GCG). Hasil ini sejalan dan mendukung dari penelitian Mardianto (2021) dan Kurniawan & Rahardjo (2014) yang menyatakan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh beberapa indikator tata kelola perusahaan. Salah satu cara dalam efisiensi pengelolaan aset dengan dilaksanakannya tata kelola perusahaan. Perusahaan dapat mengambil kebijakan untuk menggunakan utang sebagai pembiayaan aset perusahaan. Perusahaan yang telah mengimplementasikan tata kelola secara baik menjadi gambaran bahwa perusahaan mampu membayar kewajiban-kewajibannya pada pihak ketiga. Penggunaan utang yang tinggi dengan efisien diharapkan mampu memaksimalkan potensi pendapatan perusahaan.

c) Struktur Modal (DER) dan Nilai Perusahaan (PBV)

Hasil analisis menjelaskan bahwa perusahaan (PBV) dipengaruhi secara signifikan oleh struktur modal (DER). Hasil ini sejalan dan mendukung penelitian Fachrudin (2011), Hamidy, dkk., (2015), Prastuti & Sudiarta (2016), Manoppo & Arie (2016), Dewi & Wirajaya (2013) mengemukakan bahwa nilai perusahaan juga dipengaruhi struktur modal. Pendanaan struktur modal yang bersumber dari sebagian besar utang menyebabkan naiknya *cost of capital*. Utang yang besar meningkatkan risiko gagal bayar. Ketidakefisienan penggunaan utang berdampak pada biaya yang timbul tidak sepadan dengan pendapatan yang diperoleh. Peningkatan jumlah utang yang besar tetapi tidak sebanding dengan peningkatan pendapatan perusahaan akan berdampak pada penilaian buruk oleh stakeholder. Penggunaan proporsi struktur modal secara optimal berdampak pada efektivitas kinerja sehingga mampu mendorong kenaikan nilai perusahaan.

d) Struktur Modal (DAR) dan Nilai Perusahaan (PBV)

Hasil analisis menjelaskan bahwa nilai perusahaan (PBV) dipengaruhi secara signifikan oleh struktur modal (DAR). Hasil ini sejalan dan mendukung penelitian Pasando, dkk (2018),

Dwipayana & Suaryana (2016) bahwa nilai perusahaan juga dipengaruhi struktur modal. Pengelolaan struktur modal yang efisien akan memberikan peluang untuk memaksimalkan pendapatan perusahaan. Hal ini disebabkan dengan adanya penambahan pendanaan dari sumber eksternal perusahaan berpeluang untuk memperbesar lingkup bisnisnya. Tingginya biaya yang muncul dari penggunaan utang dapat mengakumulasi dari besarnya pendapatan yang dihasilkan perusahaan. Asumsi seperti ini menyebabkan stakeholder memberikan respon positif dari *stakeholder* terhadap peningkatan nilai perusahaan karena risiko gagal bayar dapat dikelola.

e) **Tata Kelola Perusahaan (GCG) dan Nilai Perusahaan (PBV)**

Hasil analisis menjelaskan bahwa kinerja keuangan (PBV) dipengaruhi secara signifikan oleh tata kelola perusahaan (GCG). Hasil ini sejalan dan mendukung penelitian Ulfa (2017), Khalim (2018), Permatasari & Novitasary (2018), Depari & Wahyudi (2016), Fatoni (2020) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi tata kelola perusahaan. Hasil ini menjelaskan bahwa perusahaan yang berhasil menerapkan tata kelola perusahaan dengan baik mendapatkan dampak positif terkait nilai perusahaan.

Stakeholder mengasumsikan bahwa keberhasilan penerapan tata kelola perusahaan menjamin keberlangsungan perusahaan untuk tumbuh lebih besar. Sebaliknya, lemahnya penerapan tata kelola perusahaan mengindikasikan bahwa pengelolaan perusahaan masih belum optimal sehingga *stakeholder* meragukan akan keberlanjutan perusahaan karena kemungkinan munculnya potensi konflik internal. Dengan pengungkapan tata kelola perusahaan kepada pemangku kepentingan, maka tidak akan asimetri informasi yang bisa memicu munculnya konflik antara manajerial dan pemegang saham. Para pemegang saham yang merasa aman akan memberikan dukungan terkait kebijakan dan keputusan yang diambil perusahaan.

f) **Tata Kelola Perusahaan (GCG) dan Nilai Perusahaan (PBV) melalui Struktur Modal (DER)**

Hasil analisis menjelaskan bahwa nilai perusahaan (PBV) dipengaruhi signifikan secara tidak langsung oleh tata kelola perusahaan (GCG) dengan variabel pemoderasi berupa struktur modal (DER). Hasil ini tentunya sesuai dan mendukung penelitian Wahyuni (2018) bahwa struktur modal menjadi variabel pemoderasi. Nilai perusahaan yang meningkat diperoleh dari pelaksanaan tata kelola perusahaan. Perusahaan berekspektasi bahwa dengan adanya kebijakan penggunaan struktur modal berupa utang sebagai tambahan modal akan menjadi peluang untuk meningkatkan pendapatan.

Salah satu langkah untuk melakukan kontrol terhadap penggunaan struktur modal berupa utang adalah dengan menerapkan tata kelola perusahaan. Dengan mengontrol struktur modal (DER) pada tingkat yang terkendali, maka nilai perusahaan (PBV) dapat dimaksimalkan. Pengelolaan modal eksternal secara optimal dapat meminimalisir risiko gagal bayar yang dapat berdampak kepada penurunan harga saham. Perusahaan harus waspada apabila terjadi peningkatan utang perusahaan akan tetapi pendapatan perusahaan tidak mengalami peningkatan. Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja keuangan perusahaan mengalami ketidakefisiensian atas pengelolaan utang yang besar.

g) **Tata Kelola Perusahaan (GCG) dan Nilai Perusahaan (PBV) melalui Struktur Modal (DAR)**

Hasil analisis menjelaskan bahwa nilai perusahaan (PBV) dipengaruhi signifikan secara tidak langsung oleh tata kelola perusahaan (GCG) dengan variabel pemoderasi berupa struktur modal (DAR). Hasil ini tentunya sesuai dan mendukung penelitian Wahyuni (2018) bahwa struktur modal menjadi variabel pemoderasi. Pelaksanaan tata kelola perusahaan dengan tepat dapat memacu peningkatan nilai perusahaan. Praktik tata kelola perusahaan mempermudah kontrol dan evaluasi kemampuan perusahaan dari berbagai aspek. Salah satu

aspek yang harus dikontrol adalah penggunaan utang untuk pendanaan aset perusahaan. Aset perusahaan yang didanai dari utang akan dapat meningkatkan pendapatan perusahaan jika dikelola secara optimal.

Stakeholder dapat memberikan respon positif terkait peningkatan struktur modal apabila dalam pelaksanaan tata kelola perusahaan sudah dijalankan dengan benar. Tata kelola perusahaan memberikan manfaat dalam pengawasan atas penggunaan utang secara besar sehingga risiko dapat dikelola dengan baik. Penambahan aset perusahaan tentunya menjadi peluang bagi perusahaan untuk memaksimalkan pendapatan. Dengan demikian, pendapatan yang terus naik akan berdampak pada kenaikan nilai perusahaan.

Conclusion

Berlandaskan hasil serta pembahasan penelitian menjelaskan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh tata kelola perusahaan secara langsung dan tidak langsung dengan struktur modal sebagai pemediator. Selain itu, struktur modal mampu memberikan pengaruh pada nilai perusahaan. Begitu pula struktur modal berdampak pada tata kelola perusahaan. Hal ini menjelaskan bahwa penerapan tata kelola perusahaan dapat menyebabkan kenaikan nilai perusahaan serta diperkuat dengan pengelolaan struktur modal yang optimal. Tata kelola perusahaan mampu mendukung pengelolaan perusahaan secara efektif dan efisien sehingga menciptakan kinerja yang baik. Struktur modal yang dikelola secara optimal mampu meminimalkan menekan biaya modal dan biaya tambahan lain sebagai cadangan kerugian. Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan bahwa dalam upaya peningkatan nilai perusahaan dapat dilakukan dengan pemaksimalan penerapan tata kelola perusahaan melalui optimalisasi struktur modalnya.

References

- Anggara, W., Mukhzarudfa, H. & Aurora, T. L. (2019). Pengaruh Struktur Modal dan pertumbuhan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan LQ 45 di bursa efek indonesia periode 2015-2017. *Jurnal Akuntansi & Keuangan UNJA*, 4(4), 58–70.
- Bastomi, M., Salim, U., & Aisjah, S. (2017). *The Role of Corporate Governance and Risk Management on Banking Financial Performance in Indonesia*. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 21(040), 589–599.
- Brigham, E. F & Gapenski, I. C. . (2011). *Intermediate Financial Management Fifth Edition*. *New York: The Dryden Press*
- Brigham, E. F & Houston, F. J. . (2010). *Manajemen Keuangan. Edisi Bahasa Indonesia*. Jakarta: Erlangga
- Budiman, J. & Helena. (2017). *Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Struktur Modal Dengan Kualitas Laporan Keuangan Sebagai Mediator Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. *Jurnal Manajemen Maranatha*, 16(2), 187–202.
- Dhani, I. P. & Utama, A. A. G. S. (2017). Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Modal, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis Airlangga*, 2(1), 135-148
- Depari, F. E. S. & Wahyudi, H. S. (2016). *Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan dan Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility Sebagai Variabel Mediating (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode. 5*, 1–12. *Diponegoro Journal of Management*, 5(3), 1-12
- Dewi, Ayu Sri Mahatma & Wirajaya, Ary (2013). *Pengaruh Struktur Modal , Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan*. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 4(2),, 358–372.

- Dwipayana, M. A. T. & Suaryana, I. G. N. A. (2016). *Pengaruh Debt to Assets Ratio, Dividend Payout Ratio, dan Return on Assets Terhadap Nilai Perusahaan*. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 17(3), 2008-2035.
- Fachrudin, K. A. (2011). *Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost Terhadap Kinerja Perusahaan*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13(1), 37-46.
- Fatoni, H. A. & Sulhan, M. (2020). *Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Mediasi*. *Jurnal Ekonomi, Keuangan, Perbankan dan Akuntansi*, 12 (1), 77-94.
- Fawaid, M. I. (2017). *Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Intervening*. Skripsi. Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
- Hamidy, R. R., Wiksuana, I. G. B., Gede, L., & Artini, S. (2015). *Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Properti Dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia*. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 4(10), 665-682.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory Of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kariuki, S. N., & Kamau, C. G. (2014). *Determinants of Corporate Capital Structure among Private Manufacturing Firms in Kenya: A Survey of Food and Beverage Manufacturing Firms*. 4(3), 49-62. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v4-i2/1026>
- Kasmir. 2012. *Analisis Laporan Keuangan*. PT. Raja Grafindo. Jakarta
- Khalim, N. (2018). *Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Maqoshid Syariah Sebagai Variabel Mediasi*. Skripsi. Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
- Kompas.co, (26 Februari 2020). *Deretan BUMN Tersandung Kasus Pada Era Erick Thohir* (Halaman Web). <https://money.kompas.com/read/2020/02/26/211100226/deretan-bumntersandung-kasus-pada-era-erick-thohir?page=all>
- Kurniawan, V. J., & Rahardjo, S. N. (2014). *Pengaruh Antara Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance) Dengan Struktur Modal Perusahaan*. *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(3), 1-9.
- Manoppo, H. & Arie, F. V. (2016). *Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2024*. *Jurnal EMBA*, 4(2), 485-497.
- Mardianto. (2021). *Pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan di bei tahun 2014-2018*. *Forum Ekonomi*, 23(2), 274-284.
- Mardiyati, U., Ahmad, G. N., & Putri, R. (2012). *Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010*. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMS)*, 3(1), 1-17.
- Novalia, G. (2016) *Pengaruh Good Corporate Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Return On Assets Sebagai Variabel Moderating Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2014*. *Jurnal Umrah*
- Pasando, V. (2018). *Pengaruh Debt To Assets Ratio, Total Assets Turn Over Dan Return On Assets Terhadap Price To Book Value Pada Perusahaan Sub Sektor Otomotif Dan Komponen Yang Terdaftar Di Bursa*. *Jurnal Financial*, 4(2), 51-61.
- Permatasari, I. & Novitasary, R. (2014). *Pengaruh Implementasi Good Corporate Governance Terhadap Permodalan dan Kinerja Perbankan di Indonesia: Manajemen Risiko Sebagai Variabel Intervening*. *Jurnal Ekonomi Kuantitatif*, 7(1), 52-59 .
- Prasetya, T. E., Tommy, P., & Saerang, I. S. (2016). *Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Risiko Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar di BEI*. *Jurnal*

- EMBA, 4(2), 485–497.
- Prasetyo, G. O. E. & Hadiprajitno, P. B. (2019). Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Struktur Modal (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2017). Diponegoro Journal of Accounting, 8(3), 1–12
- Prastuti, N. K. P. & Sudiartha, I. G. M. (2016). Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur. E-Jurnal Manajemen Unud, 5(3), 1572–1598.
- Oktrima, B. (2017). Pengaruh pertumbuhan perusahaan, struktur modal, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Jurnal Sekuritas, 2(1), 135–148.
- Rafiah, W. A. & Zuhriyah E. (2018). The Effect of Corporate Governance on Capital Structure with Age of Company as Moderation Variables. *Prosiding Business and Economic In Utilizing of Modern Technology*. 238-245
- Sekretaris Menteri BUMN Nomor SK-16-S.MBU-2012 tentang parameter/indikator yang digunakan untuk menilai dan mengevaluasi keberhasilan pengaplikasian tata kelola pada BUMN dengan baik
- Sitanggang, J.P. 2014. Manajemen Keuangan Perusahaan Ed.2. Jakarta: Mitra Wacana Medis.
- Sudharmono, J., & Tunjungsari, H. K. (2021). Evaluasi Penerapan Good Corporate Governance Pada PT BUMN ABC , Jurnal Muara Ilmu Ekonomi dan Bisnis, 5(1), 225–234.
- 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
- Tempo.co, (7 Agustus 2006). Laporan Keuangan Kereta Api Diduga Salah (Halaman Web). Diakses dari <https://bisnis.tempo.co/read/81332/laporan-keuangan-kereta-api-diduga-salah>.
- Tempo.co, (8 Desember 2003). Bapepam: Kasus Kimia Farma Merupakan Tindak Pidana (Halaman Web). Diakses dari <https://bisnis.tempo.co/read/33339/bapepam-kasus-kimia-farma-merupakan-tindak-pidana>
- Ulfa, B. U. (2017). Pengaruh Good Corporate Governance dan Karakter Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening. Skripsi. Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang
- Wahyuni, F. (2018.). Nilai Perusahaan , Indeks Tata Kelola Perusahaan Dan Struktur Modal. Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis, 13(2), 151–160.
- Yohendra, C. L., & Susanty, M. (2019). Tata kelola perusahaan dan nilai perusahaan. Jurnal Bisnis dan Akuntansi, 21(1), 113-128.