

PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP STRUKTUR MODAL

Budi Kurniawan
Universitas Bunda Mulia
bkurniawan@bundamulia.ac.id

ABSTRACT

This study aimed to examine of the Corporate Governance effect on the Capital Structure on companies surveyed by CGPI in 2013-2014 by using the control variables of firm's Dividend Pay Out Ratio (DPR), Profitability, Size, Growth, and Leverage. The data used in this research is secondary data in the form of financial statements and surveys index by using regression analysis. Research result showed that there is no influence between Corporate Governance on Capital Structure. The same results was shown for control variable Dividend PayOut Ratio (DPR), Profitability, Size, Growth, and Leverage effect on Capital Structure.

Keywords: *Corporate Governance, Dividend Pay Out Ratio (DPR), Profitability, Size, Growth, Leverage, and Capital Structure*

1. Pendahuluan

1.1. Latar Belakang Masalah

Penerapan GCG mendorong perusahaan untuk terus berupaya menciptakan dan mengenalkan nilai-nilai baru, baik pada aspek produk, operasional, dan jasa, yang pada akhirnya akan berpengaruh pada perbaikan kinerja perusahaan dengan tujuan akhir untuk memenuhi kepentingan semua pemangku kepentingan (Djarmiko, 2015).

Perusahaan yang berkelanjutan adalah perusahaan yang mampu men-

ciptakan nilai bagi para pemangku kepentingan melalui kinerja yang baik. Penciptaan nilai pada umumnya ditempuh melalui inovasi atau terobosan baru di berbagai bidang dan tahapan proses bisnis yang diharapkan mampu memberikan nilai tambah bagi seluruh bagian perusahaan yang mengacu kepada empat aspek utama. Pertama, transparansi (*transparency*), yakni keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam mengemukakan informasi materiil dan relevan mengenai perusahaan.

Kedua, akuntabilitas (*accountability*), yang mencakup ke-jelasan struktur, sistem, fungsi dan pertanggungjawaban setiap bagian perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif. Ketiga, tanggungjawab (*responsibility*), yaitu kesesuaian pengelolaan perusahaan terhadap prinsip korporasi yang sehat dan peraturan perundangan yang berlaku. Keempat, keadilan (*fairness*), yakni perlakuan yang adil dan setara dalam memenuhi hak para pemangku kepentingan yang timbul berdasarkan perjanjian dan peraturan perundangan yang berlaku (Djarmiko, 2015). Selama kurang lebih dua puluh tahun terakhir, konsep atas *corporate sustainability*, *corporate social responsibility* (CSR) (Baydoun, Maguire, Ryan, & Willett, 2013) (Baydoun, Maguire, Ryan, & Willett, 2013)) dan *sustainability management* telah menarik perhatian baik dalam literature manajemen maupun praktik korporasi. Implementasi atas *corporate sustainability* dikategorikan sebagai tugas penting bagi manajemen dengan tujuan untuk mengintegrasikan isu social dan lingkungan ke dalam (Brennan &

Solomon, 2008) praktik manajemen perusahaan. Integrasi semacam ini tidak hanya mengharuskan perusahaan untuk (Thomsen, 2004) menempatkan isu lingkungan ke dalam strategi mereka, tetapi juga untuk mengatur praktik terkini dan untuk memilih dan menerapkan pengukuran yang spesifik atas kinerja manajemen (Windolph, Schaltegger, & Herzig, 2014).

Diterapkannya *Good Corporate Governance* dalam perusahaan diharapkan mampu memberikan banyak manfaat. Bukan hanya manfaat dalam kinerja perusahaan, tetapi juga dalam hubungan dengan kreditor dan investor. Perusahaan yang dikelola dengan baik dan sehat akan menciptakan suatu referensi positif bagi kreditor. Kondisi ini sangat berperan dalam meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung bila perusahaan mengajukan pinjaman. Suprayitno, Yasni dan Susanty (2005) menyatakan bahwa risiko investor untuk berinvestasi dalam suatu perusahaan dipengaruhi oleh pelaksanaan *Corporate Governance* (CG) dalam perusahaan bersangkutan, apabila pe-

laksanaan *Corporate Governance* buruk maka akan meningkatkan risiko berinvestasi. Tingginya risiko berinvestasi tersebut maka akan membuat investor mengharapkan *return* yang lebih tinggi sebagai pengembalian investasi yang dilakukan (Asbaugh, Collins dan LaFond, 2004). Hal ini akan menambah *cost of equity* bagi perusahaan, yang merupakan salah satu komponen biaya modal perusahaan

1.2. Batasan dan Perumusan Masalah

Untuk membatasi penelitian, menghindari pelebaran topik, dan memperjelas pembahasan, maka ruang lingkup penelitian dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1 Penelitian ini ditujukan untuk melihat pengaruh *Corporate Governance* terhadap *cost of equity*. CG diproksi dengan skor total CG berdasarkan lima prinsip OECD yang diperoleh dari survei CGPI.
- 2 Penelitian ini akan menggunakan data harga saham, serta laporan keuangan dari seluruh perusahaan yang mengikuti survei CGPI dan data BI Rate. Data-data yang

diambil adalah data dari periode 2013 dan 2014, data yang telah dikumpulkan akan disortir dengan kriteria-kriteria tertentu.

2. Landasan Teori

2.1. Pengertian *Cost of Equity*

Ketika sebuah perusahaan memiliki kelebihan kas, perusahaan dapat mengambil salah satu keputusan dari dua pilihan. Perusahaan dapat membayarkan kas tersebut secara langsung sebagai dividen, atau sebagai alternatif lainnya perusahaan dapat menginvestasikan kelebihan kas tersebut dalam sebuah proyek, membayar arus kas masa depan proyek sebagai dividen. Jika *stockholders* dapat menginvestasikan kembali dividen ke dalam sebuah aset keuangan (*stock* atau *bond*) dengan risiko yang sama dari proyek tersebut, *stockholders* akan menginginkan alternatif tersebut dengan *expected return* yang tinggi (Ross *et al*, 2008). Dengan kata lain, proyek harus dilakukan hanya jika *expected return* adalah lebih besar dari aset keuangan yang sebanding dengan risiko.

Risiko menjadi perhatian utama bagi investor dalam penilaian suatu investasi karena dalam pemilihan

investasi dengan risiko tertentu, investor menunda penggunaan uangnya untuk kemudian mendapatkannya kembali pada tingkat *purchasing power* yang berbeda-beda di masa yang akan datang (Pratt, 2002). Investor akan mempertahankan aset yang berisiko jika tingkat imbal hasil yang diharapkan dapat mengkompensasi risiko dari aset itu sendiri. Risiko adalah tingkat kepastian atau ketidakpastian dari realisasi tingkat imbal hasil yang diharapkan atas suatu investasi. Ketika risiko meningkat, biaya modal meningkat, dan nilai sekuritas turun.

Perusahaan mendapatkan modal dari investor saham maupun kreditur untuk pembiayaan investasinya. Investor dan kreditur bersedia menanamkan investasi mereka dengan berharap mendapatkan pengembalian (*return*) dari investasi yang mereka lakukan dalam perusahaan. Kreditur mengharapkan pengembalian melalui bunga dari hutang yang mereka berikan pada perusahaan (*cost of debt*), sementara investor mengharapkan pengembalian berupa kompensasi yang setimpal atas risiko-risiko yang

diterima oleh investor akibat berinvestasi dalam perusahaan tersebut. Tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) oleh investor atas investasi saham inilah yang disebut sebagai *cost of equity* suatu perusahaan. Jika kita mempertimbangkan semua pembiayaan yang perusahaan bayar tersebut, biaya komposit pembiayaan akan menjadi rata-rata tertimbang dari biaya ekuitas dan utang, dan biaya rata-rata tertimbang inilah yang merupakan *cost of capital* (biaya modal).

2.2. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Perhitungan *cost of equity* dapat dilakukan dengan menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Bentuk standar dari CAPM pertama kali dikembangkan secara terpisah oleh Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Mossin (1969) dalam (Jogiyanto, 2000). CAPM memperluas teori portofolio dengan mencoba menjelaskan bagaimana harga suatu aset ditentukan, yaitu bagaimana investor dapat menghitung *return* yang lebih besar untuk risiko yang lebih besar. Risiko dalam teori CAPM diukur dengan beta.

Berikut adalah persamaan matematis hubungan *expected return* dengan beta dalam teori CAPM:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_M) - r_f] \quad (2.1)$$

Keterangan:

$E(r_i)$ = *Expected return*

r_f = *Risk-free rate*

β_i = *Beta*

$E(r_M)$ = *Return market*

Teori CAPM menggambarkan bahwa terdapat hubungan linier positif antara tingkat pengembalian saham yang diharapkan dengan beta. Ross *et al.* (2010) menyatakan hal ini dikarenakan dalam jangka panjang rata-rata *return* pasar lebih tinggi daripada *risk-free rate* sehingga *expected return* sekuritas berhubungan positif dengan betanya.

Investor akan mempertahankan aset yang berisiko jika tingkat imbal hasil yang diharapkan dapat mengkompensasi risiko dari aset itu sendiri. Risiko adalah tingkat kepastian atau ketidakpastian dari realisasi tingkat imbal hasil yang diharapkan atas suatu investasi. Ketika risiko meningkat, biaya modal meningkat, dan nilai sekuritas turun.

Seperti halnya teori-teori keuangan lainnya, beberapa asumsi diperlukan untuk mengembangkan model CAPM ini. Asumsi-asumsi ini digunakan untuk menyederhanakan persoalan-persoalan yang sesungguhnya terjadi di dunia nyata. Asumsi-asumsi diperlukan agar suatu model lebih mudah dipahami dan diuji. Berikut asumsi-asumsi yang digunakan oleh model CAPM (Bodie, 2008):

- 1 Terdapat banyak investor, masing-masing dengan sumbangan (kekayaan) yang kecil dibandingkan dengan total sumbangan semua investor. Investor adalah *price-takers*, dalam artian bahwa investor individual tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu aktiva dengan kegiatan membeli dan menjual aktiva tersebut. Investor secara keseluruhan bukan secara individual menentukan harga dari aktiva. Ini merupakan asumsi persaingan sempurna mikro-ekonomi.
- 2 Semua investor memiliki rentang waktu satu periode yang sama. Investor memaksimalkan kekayaannya dengan memak-

- simumkan utiliti harapan dalam satu periode waktu yang sama.
- 3 Semua investor melakukan pengambilan keputusan investasi berdasarkan pertimbangan antara nilai *return* ekspektasi dan deviasi standar *return* dari por-tofolionya.
 - 4 Semua investor dapat meminjamkan sejumlah dananya (*lending*) atau meminjam (*borrowing*) sejumlah dana dengan jumlah yang tidak terbatas pada tingkat suku bunga bebas risiko.
 - 5 Semua aktiva dapat dipecah-pecah menjadi bagian yang lebih kecil dengan tidak terbatas. Ini berarti bahwa dengan nilai yang terkecil sekalipun investor dapat melakukan investasi dan transaksi penjualan serta pembelian aktiva setiap saat dengan harga yang berlaku.
 - 6 Semua aktiva dapat dipasarkan secara likuid sempurna. Semua aktiva dapat dijual dan dibeli di pasar dengan cepat dengan harga yang berlaku.
 - 7 Tidak ada biaya transaksi. Penjualan atau pembelian aktiva tidak dikenakan biaya transaksi.
 - 8 Tidak ada pajak pendapatan pribadi. Karena tidak ada pajak pribadi, maka investor mempunyai pilihan yang sama untuk mendapatkan dividen atau *capital gain*.
 - 9 Pasar modal dalam kondisi ekuilibrium.
 - 10 Semua investor mempunyai harapan yang seragam (*homogeneous expectation*) terhadap faktor-faktor input yang digunakan untuk keputusan portofolio. Faktor-faktor input yang digunakan adalah *expected return*, varian dari return dan kovarian antara return-return sekuritas. Asumsi ini mempunyai implikasi bahwa dengan harga-harga sekuritas dan tingkat bunga bebas risiko yang tertentu serta dengan menggunakan input-input portofolio yang sama maka setiap investor akan meng-hasilkan *efficient frontier* yang sama pula.

2.3. Good Corporate Governance

GCG pada dasarnya merupakan suatu sistem (input, proses, output) dan seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) terutama dalam arti sempit hubungan

antara pemegang saham, dewan komisaris, dan dewan direksi demi tercapainya tujuan perusahaan. GCG dimasukkan untuk mengatur hubungan-hubungan ini dan mencegah terjadinya kesalahan-kesalahan signifikan dalam strategi perusahaan serta memastikan bahwa kesalahan-kesalahan yang terjadi dapat diperbaiki dengan segera.

Setiap perusahaan harus memastikan bahwa asas GCG diterapkan pada setiap aspek bisnis dan di semua jajaran perusahaan. Berikut adalah asas GCG yang dikutip dari Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG, 2006):

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.

2.4. *Good Corporate Governance dan Cost of Equity*

Good Corporate Governance (GCG) harus memberikan insentif yang tepat bagi manajemen dan dewan guna mencapai tujuan yang menjadi kepentingan perusahaan dan para pemegang saham, serta harus memfasilitasi pengawasan yang efektif. Adanya sistem tata kelola perusahaan yang efektif, dalam sebuah perusahaan individu dan suatu perekonomian secara keseluruhan, membantu menyediakannya level kepercayaan yang diperlukan untuk berfungsinya ekonomi pasar. Akibatnya, biaya modal menjadi lebih rendah dan perusahaan didorong untuk menggunakan sumber daya

secara lebih efisien, sehingga dapat mendukung pertumbuhan (*OECD Principles of Corporate Governance, 2004*).

Tujuan utama dari tata kelola perusahaan adalah untuk memastikan perlindungan kepentingan seluruh *stakeholder* perusahaan. Pengambilan keputusan yang bertanggung jawab di tingkat dewan, dikomunikasikan secara transparan dan tepat waktu kepada semua orang yang bersangkutan akan memberikan keyakinan yang lebih besar kepada penyedia ekuitas dalam sebuah perusahaan. Pada gilirannya, ini mengurangi persepsi risiko dan akhirnya membatasi biaya ekuitas (Zulfiqar, 2009). Sehingga GCG diharapkan dapat meminimalisasi biaya modal dengan menurunkan risiko berinvestasi, dengan demikian biaya ekuitas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan akan lebih rendah.

Tingginya konflik keagenan yang disertai dengan rendahnya *corporate governance* akan mengakibatkan adanya asimetri informasi, karena manajer mungkin menyembunyikan prospek investasi yang sesungguhnya. Masalah keagenan yang dilakukan oleh manajer tersebut dapat

merusak koordinasi antara perusahaan dan investor sehubungan dengan keputusan investasi modal perusahaan, dan akan menciptakan risiko informasi yang berdampak pada *expected return* yang lebih tinggi oleh investor, sehingga konsekuensinya akan meningkatkan *cost of capital* (biaya modal) perusahaan (Leuz dan Verrecchia, 2004). Oleh karena itu, demi memastikan perusahaan dikelola dengan baik, diberlakukan sistem tata kelola perusahaan yang diharapkan mampu meminimisasi konflik keagenan dan *cost of capital*.

Dari uraian tersebut dapat dibentuk hipotesis mengenai *corporate governance* terhadap *cost of equity* sebagai berikut:

H_{1a} : Corporate Governance berpengaruh negatif terhadap *cost of equity*.

2.5 Profitability

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang dapat mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan memperoleh laba, baik dalam hubungannya dengan penjualan, assets maupun modal sendiri. *Return on Equity* (ROE) merupakan salah satu

pengukuran dari rasio profitabilitas. ROE merupakan ukuran kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih dari modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Investor atau calon investor akan tertarik dengan ukuran profitabilitas ini karena merupakan bagian dari total profitabilitas yang dialokasikan kepada pemegang saham. ROE sebagai salah satu variabel rasio profitabilitas ini telah digunakan oleh Tandelilin (1997) dalam penelitiannya untuk menguji pengaruhnya terhadap risiko saham dan hasilnya adalah ROE berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko pada perusahaan kecil.

Tinggi rendahnya tingkat profitabilitas perusahaan akan menentukan prospek perusahaan, yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap minat investor untuk memiliki saham perusahaan. Apabila prospek perusahaan membaik, maka semakin besar minat investor untuk membeli saham perusahaan yang bersangkutan dan sebaliknya. Kondisi yang demikian akan mempengaruhi harga saham. Perubahan harga saham berarti terdapat perubahan pada return saham. Perubahan ini pada akhirnya akan mempengaruhi besar kecilnya

beta saham atau risiko. Maka semakin tinggi profitabilitas perusahaan, semakin kecil risiko yang akan ditanggung oleh investor.

Profitabilitas digunakan dalam penelitian ini, karena dampaknya terhadap risiko perusahaan. Semakin tinggi tingkat pengembalian ekuitas atau profitabilitas perusahaan, maka akan membuat para investor merasa nyaman dan percaya untuk berinvestasi, dan risiko akan semakin rendah (Zulfiqar, 2009). Rendahnya risiko tersebut akan diikuti dengan penurunan cost of equity capital, sehingga profitabilitas dalam hal ini ROE berpengaruh negatif terhadap cost of capital. Dari uraian tersebut dapat dibentuk hipotesis mengenai corporate governance terhadap cost of equity sebagai berikut:

H_{1a}: Corporate Governance berpengaruh negatif terhadap cost of equity.

1.6. Dividend Payout Ratio (DPR)

Dividend payout diukur sebagai dividen yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. Ketika menilai investasi ekuitas di perusahaan publik, kita bisa

berpendapat bahwa arus kas investor dalam investasi yang didapatkan dari perusahaan adalah dividen. Oleh karena itu, nilai ekuitas dalam investasi dapat dihitung sebagai nilai sekarang dari pembayaran dividen yang diharapkan pada ekuitas (Damodaran, 2001).

Secara tidak langsung, kebijakan dividen akan mempengaruhi tingkat penggunaan struktur modal perusahaan. Pembayaran dividen akan mengurangi persediaan dana internal yang dibutuhkan untuk operasi perusahaan. Selain itu kebijakan dividen yang stabil menuntut perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana untuk didistribusikan kepada para pemegang saham (Bodie, 2008). Akibat penggunaan dana untuk pembayaran dividen perusahaan akan membutuhkan dana lebih untuk keperluan operasional dan investasinya. Kebutuhan dana ini dapat memicu penambahan utang atau biaya modal perusahaan.

Hubungan antara dividen dengan biaya modal ekuitas dapat dilihat dari *The Constant-Growth Dividen Discount Models* (DDM) pada persamaan berikut (Bodie, 2008):

$$P = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g} \quad (2.2)$$

P : Harga saham biasa

D_0 : Dividen saham biasa yang dibayarkan tahun terakhir

D_1 : Dividen saham biasa yang dibayarkan pada tahun depan

g : Pertumbuhan dividen

k : Tingkat imbal hasil yang diminta investor (biaya ekuitas)

DDM mengimplikasikan bahwa dalam kasus pertumbuhan dividen konstan, tingkat apresiasi harga pada setiap tahun akan sama bahwa tingkat pertumbuhan konstan, g . Untuk saham yang harga pasar sama dengan nilai intrinsiknya ($P_0 = D_0$) atau keadaan ekuilibrium, maka persamaan itu bisa diturunkan sebagai berikut:

$$k = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (2.3)$$

Persamaan tersebut juga dikenal dengan *Discounted Cash Flow* (DCF). Dengan menghitung dividend yield (D_1/P_0), dan memperkirakan tingkat pertumbuhan dividen, maka k dapat dihitung. Ketika suatu perusahaan memutuskan untuk mener-

bitkan saham ataupun berinvestasi, maka perusahaan pun perlu mengeluarkan sejumlah biaya tertentu dari laba ditahan, sehingga muncul biaya ekuitas. Begitupun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan laba ditahan untuk membayarkan dividen maka akan muncul biaya. Sehingga berdasarkan persamaan di atas, dapat ditarik kesimpulan bahwa semakin tinggi *dividend payout ratio* maka biaya ekuitas (*cost of equity*) semakin besar dengan asumsi *given* yang lain *ceteris paribus*. Karena pembayaran dividen bukanlah merupakan investasi yang akan memberikan imbal hasil lebih besar bagi perusahaan. Pembayaran dividen dianggap sebagai *zero investment*, sehingga hal ini merupakan biaya yang mahal bagi perusahaan. Oleh karenanya *cost of equity* akan meningkat. Sehingga dapat ditarik hipotesis berikut:

H_{3a}: DPR berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

2.7 Size

Watts dan Zimmerman (1976) mengajukan *Size Hypothesis* yang menyatakan bahwa ukuran

perusahaan adalah proksi yang sesuai untuk mengukur *political cost*. Semakin besar perusahaan, semakin besar pula *political cost*. Dengan laba yang lebih besar, perusahaan juga harus membayar pajak lebih besar. Perusahaan seperti ini juga rawan untuk dikenakan peraturan yang menuntut standar operasi yang lebih tinggi, misalnya peraturan mengenai tanggung jawab sosial dan lingkungan perusahaan. Ketika perusahaan menghasilkan laba yang besar, perusahaan akan mendapat sorotan lebih dari pemerintah dan masyarakat. Tuntutan akan informasi perusahaan menjadi lebih tinggi dan menyebabkan perusahaan besar memberikan lebih banyak informasi mengenai kegiatan operasinya dibandingkan perusahaan kecil. Maka luas pengungkapan akan berdampak pada pengurangan *information asymmetry* bagi investor, sehingga risiko informasi menurun dan *cost of equity* juga menurun.

Fama dan French (1992) mengungkapkan bahwa perusahaan besar mengungkapkan lebih banyak informasi dan lebih likuid daripada perusahaan kecil. Dengan demikian perusahaan besar dianggap memiliki

risiko lebih rendah, yang berdampak pada menurunnya *cost of equity*. Li et al.,(2009) menggunakan *log Total Asset* untuk menilai ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol dalam meneliti hubungan antara kualitas labadengan *cost of equity* yang diukur dengan *industry-adjusted earnings-price ratio*. Mereka menemukan bahwa *size* memiliki hubungan negatif dengan *cost of equity*. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Wong (2008) dan Reverte (2009) dalam penelitiannya yang juga menggunakan *size* sebagai variabel kontrol. Dengan menggunakan *log of total asset* untuk mengukur variabel *size*, mereka menemukan adanya hubungan negatif signifikan antara *size* dengan *cost of equity*.

Menurut teori *pecking order*, ukuran perusahaan diprediksikan memiliki hubungan negatif terhadap struktur modal. Menurut Smith dan Warner (1979), perusahaan besar dapat membiayai investasinya dengan mudah lewat pasar modal karena kecilnya informasi asimetri yang terjadi. Investor dapat memperoleh lebih banyak informasi dari perusahaan besar jika dibandingkan

dengan perusahaan kecil. Jadi, dengan diperolehnya dana lewat pasar modal menjadikan proporsi utang menjadi semakin kecil dalam struktur modalnya. Selain itu menurut Titman dan Wessels (1988), penerbitan ekuitas pada perusahaan kecil lebih banyak mengeluarkan biaya daripada perusahaan besar. Dengan kata lain, semakin besar ukuran perusahaan, biaya penerbitan ekuitas menjadi lebih murah. Berdasarkan dukungan dari pernyataan yang dikemukakan oleh Smith dan Warner (1979) maupun Titman dan Wessels (1998), maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H_{6a} : Size berpengaruh negatif terhadap cost of equity.

2.8 Leverage

Leverage dapat diartikan sebagai penggunaan utang untuk meningkatkan potensi *return* dari investasi *owners* (Weygandt *et al.*, 2008). Akan tetapi penggunaan utang juga mengandung risiko bagi pemegang saham, yaitu timbulnya peningkatan risiko kebangkrutan. Pembayaran bunga utang bersifat tetap dan harus dibayarkan tiap periode, baik saat perusahaan menghasilkan laba

ataupun ketika perusahaan merugi. Manajemen harus menjaga arus kas untuk dapat melunasi bunga di tiap periode dan juga pokok utang di masa yang akan datang. Bila manajemen tidak sanggup mem-bayar, maka diperlukan dana tambahan untuk melunasinya. Jika dana tambahan tersebut berbentuk utang, beban bunga akan bertambah, sehingga *financial distress* dan risiko *default* juga akan meningkat. Jika perusahaan gagal membayar ke-wajibannya tepat waktu, perusahaan dapat menjadi *insolvent* hingga harus dilikuidasi. Dengan meningkatnya risiko finansial tersebut, risiko pemegang saham dan *cost of equity* pun meningkat.

Leverage dapat diukur dengan menggunakan *debt to total assets ratio*. Rasio ini mengukur presentase total aset yang dimiliki melalui utang. Rasio ini memberikan indikasi tentang kemampuan perusahaan menghadapi kerugian tanpa mengganggu pembayaran kewajiban perusahaan kepada kreditor. Semakin besar presentase *debt to total asset*, semakin besar pula *default risk* dan *solvencyrisk* yang dihadapi pemegang saham. Maka dapat di-

asumsikan bahwa perusahaan dengan rasio *debt to total asset* yang tinggi akan meningkatkan biaya modal ekuitas.

Modigliani Miller *Proposition II* memaparkan bahwa *expected return* berhubungan secara positif dengan *leverage* yang disebabkan oleh risiko pemegang saham yang meningkat melalui *leverage* (Ross, 2010). Penggunaan utang mengandung risiko bagi pemegang saham, yaitu timbulnya peningkatan risiko kebangkrutan. Pembayaran bunga utang bersifat tetap dan harus dibayarkan tiap periode, baik saat perusahaan menghasilkan laba ataupun ketika perusahaan merugi. Manajemen harus menjaga arus kas untuk dapat melunasi bunga di tiap periode dan juga pokok utang di masa yang akan datang. Bila manajemen tidak sanggup mem-bayar, maka diperlukan dana tambahan untuk melunasinya. Jika dana tambahan tersebut berbentuk utang, beban bunga akan bertambah, sehingga *financial distress* dan risiko *default* juga akan meningkat. Jika perusahaan gagal membayar ke-wajibannya tepat waktu, perusahaan dapat menjadi *insolvent* hingga harus dilikuidasi.

Dengan meningkatnya risiko finansial tersebut, risiko pemegang saham dan *cost of equity* pun meningkat.

Li *et al.*, (2009) dalam penelitiannya menggunakan *leverage* sebagai variabel kontrol. Mereka menemukan bahwa *leverage* memiliki hubungan positif dengan *cost of equity*, yaitu semakin tinggi persentase *leverage*, semakin tinggi *cost of equity*. Mereka menemukan bahwa *leverage* yang diukur dengan *total debt to total asset* menunjukkan adanya hubungan positif signifikan dengan *cost of equity* yang diukur dengan *industry-adjusted earnings-price ratio*. Penelitian Wong (2008) juga menemukan bahwa *leverage* memiliki hubungan positif dengan *cost of equity*, yaitu semakin tinggi persentase *leverage*, semakin tinggi *cost of equity*. Pengukuran *leverage* yang digunakan adalah *total debt* dibagi dengan *total asset*, dalam penelitian ini *leverage* digunakan sebagai variabel kontrol.

Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa utang berpengaruh positif pada *return* dan

risiko pemegang saham. Ketika tingkat utang lebih tinggi, perusahaan memiliki risiko yang lebih tinggi, maka biaya modal ekuitas menjadi lebih tinggi.

H_{8a} : *Leverage* berpengaruh positif terhadap *cost of equity*.

3. Metode Penelitian

3.1 Gambaran Umum Subjek dan Objek Penelitian

Subjek dalam penelitian ini adalah perusahaan yang mengikuti survei CGPI pada tahun 2013 dan 2014. Alasan peneliti mengambil subjek penelitian ini adalah karena terbatasnya perusahaan yang memiliki indeks GCG.

Sedangkan objek penelitian ini adalah pengaruh *corporate governance* terhadap struktur modal dengan menggunakan variabel *control Dividend Pay Out Ratio (DPR), Profitability, Size, Growth,* dan *Leverage*.

3.2 Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis data yang biasa dipergunakan dalam penelitian kuantitatif yang bertujuan

untuk mengetahui pengaruh antara dua variabel atau lebih.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan terbuka yang terdaftar di BEI selama periode 2013-2014. Teknik pengambilan sampel yang dipergunakan adalah *purposive sampling* dengan hasil adalah 18 perusahaan yang terdaftar dalam survei CGPI selama dua tahun berturut-turut (2013-2014).

3.3 Variabel Operational

3.3.1 Variabel Dependen *Cost of Equity*

Penelitian ini akan menggunakan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* sebagai perhitungan dari biaya ekuitas atau *cost of capital* (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossin, 1966). Persamaan yang akan digunakan untuk menghitung CAPM adalah sebagai berikut:

$$Ke = \beta(R_M) \quad (3.1)$$

Keterangan:

Ke : *Cost of Equity*

B : Beta Dimson

R_M : *return* IHSG (Index Harga Saham Gabungan) harian

Beta koreksian dihitung sesuai dengan metode yang dikembangkan oleh Dimson (1979) pada penelitiannya mengenai penilaian risiko dalam pasar berkembang yang mengandung banyak *infrequent trading*. Beta Dimson yang dihitung dalam penelitian ini menggunakan *return* saham harian. Beta diperoleh melalui regresi dari persamaan berikut:

$$Ri_t = \alpha + \beta_1 RIHSG_{(-2)} + \beta_2 RIHSG + \beta_3 RIHSG_{(+2)}$$

(3.2)

Sehingga,

$$\beta = \beta_1 + \beta_2 + \beta_3 \quad (3.3)$$

3.3.2 Variabel Independen Corporate Governance

Penelitian sebelumnya oleh Chen, Chen & Wei (2009) menggunakan skor *good corporate governance* dari Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) dengan beberapa atribut *corporate governance* seperti *Transparency, Discipline, Independence, Accountability, Responsibility* dan *Fairness*. Penelitian ini menggunakan skor *corporate governance* yang didapat dari *The*

Indonesian Institute for Corporate Directorship (IICD), dilihat dari lima prinsip *Organisation for Economic Co-Operation and Development* (OECD) yaitu *The Rights of Shareholders, The Equitable Treatment of Shareholders, The Role of Stakeholders in Corporate Governance, Disclosure and Transparency*, dan *The Responsibilities of The Board*.

Adanya *Good Corporate Governance* diharapkan dapat meminimalisasi biaya modal dengan menurunkan risiko berinvestasi, dengan demikian biaya ekuitas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan akan lebih rendah.

3.3.3 Variabel Kontrol Dividend Payout Ratio (DPR)

Kebijakan dividen *payout ratio* adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang, yang diprosikan dengan *dividend payout ratio*. Menurut Riyanto (2001) *dividend payout ratio* (DPR) merupakan persentase dari pendapatan yang dibayarkan kepada

pemegang saham sebagai *cash dividend*. Adapun rumus *dividend payout ratio* adalah sebagai berikut.

$$DPR = \frac{DPS}{EPS} \times 100\% \quad (3.4)$$

Keterangan :

DPR = *dividend payout ratio*

DPS = dividen tahunan yang dibagi

EPS = laba per saham

3.3.4 Variabel Kontrol Size

Li *et al.* (2009), dalam menguji pengaruh kualitas audit terhadap hubungan kualitas laba dengan *cost of equity capital*, menggunakan *size* sebagai variabel kontrolnya. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin tinggi tuntutan akan informasi perusahaan yang menyebabkan semakin luas tingkat pengungkapan, sehingga *cost of equity* semakin rendah (Francis *et al.*, 2005; Li *et al.*, 2009). Ukuran perusahaan diperoleh dengan rumus:

$$Size = \text{Log} (Total Asset_i) \quad (3.5)$$

Keterangan:

Size_i = Ukuran perusahaan *i*

Total Asset_i = Total aset perusahaan *i*

3.3.5 Variabel Kontrol Leverage

Leverage diukur dengan menggunakan *debt ratio*. Rasio ini menunjukkan besarnya utang yang dipergunakan untuk membiayai aset perusahaan dan seberapa berisiko tingkat utang perusahaan tersebut. Berikut adalah rumus *debt ratio* yang digunakan (Ross, 2010):

$$Debt Ratio = \frac{Total Debt}{Total Asset} \quad (3.6)$$

Keterangan:

Debt Ratio: Rasio *leverage* perusahaan *i*

Total Debt: Total utang perusahaan *i*

Total Asset: Total aset perusahaan *i*

4. Hasil dan Pembahasan

4.1 Penyajian Data

Data dalam penelitian ini diperoleh dari Laporan Keuangan perusahaan yang mengikuti survei *Corporate Governance Perception Index* (CGPI)

yang diadakan oleh Institute for Corporate Governance (IICG) bersama Majalah Swa pada tahun 2013 dan 2014. Berdasarkan hal ini, penulis menggunakan 18 perusahaan yang memenuhi kriteria untuk menjadi sampel penelitian. Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria tertentu yang telah ditetapkan penulis.

4.2 Pengujian Hipotesis

4.2.1 Analisis Regresi Berganda

Sebelum melakukan analisis regresi linier berganda, penulis sudah melakukan pengujian asumsi klasik yang terdiri dari asumsi multi-

kolonieritas, asumsi autokorelasi, asumsi heteroskedastisitas, dan asumsi normalitas. Hasil yang diperoleh peneliti adalah 4 asumsi dalam uji asumsi klasik telah terpenuhi, maka analisis regresi linier berganda dapat dilaksanakan.

4.2.2 Analisis Menggunakan Uji T secara Parsial

Analisis uji t dilakukan untuk mengetahui apakah secara parsial sebuah variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Berikut adalah hasil uji t secara parsial terhadap koefisien regresi

Tabel 5.4
Hasil Uji Regresi

Model	Coefficients ^a				Sig.	Collinearity Statistics		
	Unstandardized Coefficients		Standardized t Coefficients			Tolerance	VIF	
	B	Std. Error	Beta	t				
	(Constant)	,524	,504		1,040	,319		
1	DPR	,004	,011	,107	,391	,703	,991	1,009
	TA	-,011	,016	-,242	-,684	,507	,594	1,684
	ROE	-,033	,036	-,287	-,912	,380	,749	1,334
	DR	-,008	,037	-,071	-,212	,835	,659	1,518
	CG	,000	,005	-,014	-,041	,968	,611	1,636

a. Dependent Variable: COE

Dari hasil uji t yang dilakukan, dapat dilihat bahwa *Dividend Payout Ratio*, *Total Aset*, *Return on Equity*, *Leverage/debt to equity*, dan

Corporate Governance tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *Cost of Equity*.

5. Penutup

Berdasarkan hasil penelitian, maka berikut adalah beberapa saran yang diharapkan dapat menjadi masukan yang berguna bagi pihak-pihak yang berkepentingan sebagai berikut:

1. Bagi Penelitian Selanjutnya
 - a) Disarankan untuk mengidentifikasi variabel-variabel lainnya yang mempengaruhi *cost of equity* dan menggunakan proksi-proksi lain yang dapat mengukur *cost of equity*.
 - b) Disarankan untuk mengidentifikasi proksi-proksi lain yang dapat mengukur *cost of equity* dan melakukan perbandingan.
 - c) Disarankan pula untuk melakukan penelitian menggunakan data pada periode normal dan melakukan perbandingan.
 - d) Disarankan untuk menambah periode pengamatan untuk dapat menemukan pengaruh *corporate governance* terhadap *cost of equity*.
2. Bagi Perusahaan

Penelitian ini belum berhasil membuktikan bahwa investor menilai *Good Corporate Governance* (GCG) dalam menilai perusahaan. Meskipun demikian, disarankan agar perusahaan semakin meningkatkan kualitas *corporate governance* untuk memperkecil risiko informasi bagi investor yang dapat mempengaruhi *cost of equity*.

3. Bagi Investor
Disarankan bagi investor untuk lebih memperhatikan tata kelola perusahaan atau *corporate governance* dan meningkatkan kewaspadaan terhadap risiko informasi. Hal ini terutama dikarenakan kemungkinan adanya informasi investasi yang ditutupi oleh manajemen yang dapat mempengaruhi keputusan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Asbaugh, Hollis, Collins, Daniel, W., LaFond, & Ryan. (2004). *Corporate Governance and The Cost of Equity Capital*. <http://ssrn.com/>: Working Paper .

- Baydoun, N., Maguire, W., Ryan, N., & Willett, R. (2013). Corporate governance in five Arabian Gulf countries. *Managerial Auditing Journal*, 28(1), 7-22.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2008). *Investment 7th ed.* Singapore: McGraw-Hill.
- Brennan, N. M., & Solomon, J. (2008). Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: an overview. *Accounting, Auditing, & Accountability Journal*, 21(7), 885-906.
- Djarmiko, H. E. (2015, Januari). GCG sebagai Pemacu Nilai Tambah. *Sajian Utama*. Jakarta, Indonesia: PT Swasembada Media Bisnis.
- Jogiyanto. (2000). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi 2*. Yogyakarta: BPFE.
- Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG). (2006). *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*. Jakarta: KNKG.
- Leuz, C., & Verrecchia, R. (2004). *Firms' Capital Allocation Choices, Information Quality, and the Cost of Capital*. University of Pennsylvania: Working Paper.
- OECD. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Perancis : OECD.
- Pratt, S. P. (2002). *Cost of Capital: Estimation and Applications*. USA: John Wiley & Sons Inc.
- Ross, Stephen, A., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2010). *Modern Financial Management*. Singapore: McGraw-Hill.
- Suprayitno, G. (2008). *Corporate Governance Perception Index*. Jakarta: The Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG).
- Thomsen, S. (2004). Corporate values and corporate governance. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 4(4), 29-46.
- Windolph, S. E., Schaltegger, S., & Herzig, C. (2014). Implementing corporate sustainability: What drives the application of sustainability management tools in Germany? *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 5 (4), 378-404.
- Zulfiqar, S. (2009). The Impact of Corporate Governance on The Cost of Equity: Empirical Evidence from Pakistani Listed Companies. *The Lahore Journal of Economics*, 14(1), Pp 139-171.