

**PENGARUH TATA KELOLA PERUSAHAAN DAN KESEMPATAN
INVESTASI TERHADAP BIAYA HUTANG DAN
STRUKTUR MODAL**

**(Studi Empiris pada Perusahaan Industri Infrastruktur yang Terdaftar di
Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2016)**

Oleh :

Umi Fazilla

Pembimbing : Edyanus Herman Halim dan Ahmad Fauzan Fathoni

Faculty of Economics and Bussines, Riau University, Pekanbaru, Indonesia

Email : umifazilla31@gmail.com

*The Effect Of Good Corporate Governance And Investment Opportunity Set To
Cost Of Debt And Capital Structure
(Empirical Study on Industrial Infrastructure Companies in BEI Year 2011-2016)*

ABSTRACT

This study is motivated by many inconsistencies of previous research and the lack of related research conducted on the industrial infrastructure firms. This study aims to analyze the effect of good corporate governance (GCG) and investment opportunity set (IOS) towards cost of debt (COD) and capital structure (DER). Path analyze was used to analyze data. Using 22 sample of industrial infrastructure companies listed in Indonesia Stock Exchange from 2011-2016, the result showed that good corporate governance had a negative and not significant impact toward cost of debt, however investment opportunity set had a negative and significant impact toward cost of debt. Good corporate governance had a positive and not significant impact toward capital structure (DER), however investment opportunity set had a positive and significant impact toward capital structure (DER). Furthermore this study found that cost of debt did not intervene the effect of good corporate governance and investment opportunity set toward capital structure (DER).

Key Words : Good corporate governance (GCG), investment opportunity set (IOS), cost of debt (COD), capital structure (DER).

PENDAHULUAN

Perekonomian Indonesia dalam beberapa tahun terakhir ini, memperlihatkan perkembangan yang cukup baik, dapat dilihat dengan semakin banyaknya perusahaan yang mendaftarkan diri dan menjual sahamnya di Bursa Efek Indonesia (BEI). Perkembangan yang cukup

baik ini salah satunya terlihat pada perusahaan sektor Infrastruktur. Seperti halnya negara berkembang lainnya, pengembangan atas infrastruktur menjadi faktor yang penting, karena keberadaan infrastruktur dalam mendukung pembangunan ekonomi dan sosial dapat meningkatkan efektivitas dan

efisiensi baik bagi dunia usaha maupun bagi sosial kemasyarakatan.

Pada era modern saat ini, perkembangan sektor industri infrastrukur yang kian melesat terlihat dari banyaknya para pesaing baru yang bermunculan, perusahaan harus mampu membuat strategi masing-masing agar mampu bertahan dalam persaingan yang ada. Persaingan yang sangat ketat membuat para manajer harus mempertimbangkan setiap keputusan yang akan diambil, salah satunya yaitu keputusan tentang pendanaan.

Salah satu keputusan penting yang dihadapi para manajer keuangan dalam kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan struktur modal yaitu keputusan pembelanjaan perusahaan yang tetap, dimana mencerminkan keseimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto, 2001). Brigham (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang sedang berkembang membutuhkan modal yang dapat berasal dari hutang maupun ekuitas. Dari kedua definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa struktur modal adalah struktur sumber dana yang berasal dari hutang dan ekuitas. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang memaksimalkan nilai perusahaan tanpa harus menggunakan sumber dana dari luar (biaya hutang) dalam melakukan aktifitas perusahaan.

Kesempatan investasi itu sendiri dipengaruhi oleh seberapa besar hutang yang digunakan dalam struktur modal. Karena penggunaan modal saham atau hutang memiliki konsekuensi masing - masing. Penggunaan saham yang terlalu banyak dengan mengabaikan

pemanfaatan hutang berdampak pada tingginya kewajiban bagi perusahaan untuk membayarkan dividen. Hal ini menyebabkan hilangnya kesempatan bagi perusahaan untuk memanfaatkan laba untuk kepentingan pertumbuhan apabila pemegang saham tidak menghendaki, Fijrianti dan Hartono (2004). Demikian juga sebaliknya, apabila perusahaan 100 persen menggunakan hutang, maka perusahaan akan menanggung beban kewajiban kepada kreditur yang tinggi. Hal ini akan berdampak pada perkembangan perusahaan yang terhambat dan para investor akan berpikir dua kali untuk menanamkan investasinya ke perusahaan tersebut.

Karena dengan adanya hutang yang sangat banyak, maka perusahaan dibebankan untuk melunasi hutang-hutang dan bunga. Menurut Riyanto (2001), perusahaan yang mempunyai hutang yang sangat besar akan memberikan beban yang berat pada perusahaan yang bersangkutan. Juniarti dan Sentosa (2009) mengatakan sebuah perusahaan akan berusaha menutupi keadaan perusahaan yang sebenarnya ketika perusahaan tersebut memiliki biaya hutang yang tinggi, hal itu dilakukan agar tidak terjadi penurunan harga saham. Di sisi lain, investor memerlukan pengungkapan yang memadai untuk menjamin apakah investasinya memiliki rasio yang sesuai dengan apa yang diperkirakan. Adanya tuntutan dari investor tersebut mendorong perusahaan untuk mengungkap laporan keuangan secara lebih luas yaitu dengan menerapkan tata kelola didalam perusahaan tersebut.

Penerapan tata kelola perusahaan bertugas untuk

meningkatkan pengawasan terhadap manajemen untuk mendorong pengambilan keputusan yang efektif, mencegah tindakan oportunistik yang tidak sesuai dengan kepentingan perusahaan, dan mengurangi asimetri informasi antara pihak manajemen, *shareholder*, dan kreditor. Maka dari itu kualitas penerapan tata kelola perusahaan didalam dapat mengurangi dan biaya utang (Rebecca, 2012).

Tabel 1
Tata Kelola Perusahaan (GCG),
Kesempatan Investasi IOS), Biaya
Hutang (COD) dan Struktur Modal
(DER) Perusahaan Industri
Infrastruktur yang Terdaftar di BEI
Tahun 2011-2016

Variabel	Rata-Rata					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GCG (%)	57,5	60,4	62,7	64,2	65,3	66,3
IOS (%)	22	24,6	25,8	35,5	29,4	30,3
COD (%)	6	5,15	7,93	4,61	6,58	5,65
DER (%)	18,1	17,4	25,1	22,2	21,6	24,7

Sumber: BEI, www.idx.co.id (Data Olahan 2017)

Dari Tabel 1 diatas dijelaskan data mengenai tata kelola perusahaan, kesempatan investasi, biaya hutang dan struktur modal di perusahaan industri infrastruktur yang terdaftar pada BEI selama 6 tahun (2011-2016) terus mengalami fluktuasi. Apabila tata kelola perusahaan dan kesempatan investasi dalam perusahaan meningkat, seharusnya akan diikuti dengan meningkatnya biaya hutang dan struktur modal. Namun, data pada tabel diatas masih terdapat ketidaksesuaian terhadap teori, meskipun tata kelola perusahaan dan kesempatan investasi meningkat, tetapi biaya hutang dan struktur modal masih menunjukkan fluktuasi indeks yaitu ada tahun yang menunjukkan penurunan, dan ada

tahun yang menunjukkan kenaikan indeks.

Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi mempunyai dampak yang besar, salah satu akibat yang ditimbulkannya adalah ketidakmampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya. Perusahaan membutuhkan monitoring kinerja dari manajemen dengan menerapkan tata kelola perusahaan pada perusahaan, untuk mengatasi dan mengurangi kebijakan manajemen yang merugikan perusahaan. Sehingga, tingkat hutang juga dapat dipengaruhi oleh penerapan tata kelola yang dilakukan perusahaan. Hal tersebut didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Ayub (2008) yang menyatakan bahwa tata kelola perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap biaya utang. Namun, bertentangan dengan hasil penelitian Asbaugh et al. (2004) yang membuktikan bahwa perusahaan dengan tata kelola yang kuat ternyata memiliki peringkat kredit (credit ratings) yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tata kelolanya lemah.

Tata kelola perusahaan sangat berpengaruh dengan pemerolehan modal perusahaan. Jika tata kelola perusahaan baik, otomatis modal yang akan didapatkan akan sangat optimal. Bukan hanya itu, tata kelola perusahaan yang baik dapat meningkatkan stabilitas ekonomi perusahaan itu sendiri. Semuanya dapat berjalan dengan lancar jika tata kelola perusahaannya berhasil. Beberapa Penelitian terdahulu mengenai tata kelola perusahaan dan struktur modal telah banyak dilakukan di Indonesia. Penelitian yang dilakukan oleh Purnamawati

(2009) dan Nugroho (2013) menyimpulkan tata kelola perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Namun hal tersebut bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ismiyati (2004) dan Septianty (2012) menyimpulkan bahwa tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Kesempatan investasi itu sendiri dipengaruhi oleh seberapa besar hutang yang digunakan dalam struktur modal, karena penggunaan modal saham atau hutang memiliki konsekuensi masing-masing. Pada penelitian Adiprasetyo (2002), Fitriyah dan Hidayat (2011) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi cenderung menggunakan dana internal yaitu retained earning sebagai alternatif pendanaan. Kondisi ini kemudian akan mengakibatkan perusahaan akan menggunakan sedikit hutang. Namun, pada penelitian Dewandoko dan Moerdiyanto (2013) mengalami pertentangan karena mereka menyatakan bahwa kesempatan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pecking order theory (Myers, 1984) menjelaskan bahwa kesempatan investasi perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal dan perusahaan yang bertumbuh dengan cepat membutuhkan modal yang besar dan memiliki kesempatan untuk meminjam lebih banyak. Sehingga perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi harus diimbangi dengan bertambahnya modal. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Seftianne dan Handayani (2011) yaitu kesempatan investasi

bertumbuh berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal tersebut bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jaggi and Gul (1999) dan Pagalung (2002) bahwa IOS secara positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Berdasarkan uraian latar belakang diatas maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai masalah ini dengan judul penelitian adalah **“Pengaruh Tata Kelola Perusahaan dan Kesempatan Investasi terhadap Biaya Hutang dan Struktur Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Industri Infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2016)”**.

Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah (1) Apakah tata kelola perusahaan berpengaruh terhadap biaya hutang? (2) Apakah kesempatan investasi berpengaruh terhadap biaya hutang? (3) Apakah tata kelola perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal? (4) Apakah kesempatan investasi berpengaruh terhadap struktur modal? (5) Apakah biaya hutang berpengaruh terhadap struktur modal? (6) Apakah biaya hutang memediasi pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal? (7) Apakah biaya hutang memediasi pengaruh kesempatan investasi terhadap struktur modal?

Tujuan dalam penelitian ini yaitu (1) Mengetahui pengaruh tata kelola perusahaan terhadap biaya hutang. (2) Mengetahui pengaruh kesempatan investasi terhadap biaya hutang. (3) Mengetahui pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal. (4) Mengetahui pengaruh kesempatan investasi terhadap struktur modal. (5) Mengetahui pengaruh biaya hutang

terhadap struktur modal. (6) Mengetahui pengaruh biaya hutang memediasi tata kelola perusahaan terhadap struktur modal. (7) Mengetahui pengaruh biaya hutang memediasi kesempatan investasi terhadap struktur modal.

TELAAH PUSTAKA

Struktur Modal

Struktur modal menurut Sartono (2010) didefinisikan sebagai perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Jadi struktur modal merupakan perimbangan antara jumlah utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan saham.

Struktur modal perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio* karena mampu menjelaskan bagaimana kecenderungan struktur pemodal usaha, apakah perusahaan lebih banyak menggunakan pendanaan hutang atau lebih terkonsentrasi pada modal sendiri dalam struktur pemodal usaha (Black, et al., 2003). *Debt to Equity Ratio* ini dilambangkan dengan DER. Menurut Ang (1997) secara matematis *Debt to Equity Ratio* dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang (Total Debt)}}{\text{Total Ekuitas (Total Equity)}} \times 100\%$$

Biaya Hutang

Biaya hutang dapat didefinisikan sebagai tingkat pengembalian (*yield rate*) yang diharapkan oleh kreditur saat melakukan pendanaan dalam suatu

perusahaan (Fabozzi, 2007) atau tingkat bunga yang harus dibayar oleh perusahaan ketika melakukan pinjaman. Biaya hutang dihitung dari besarnya beban bunga yang dibayarkan oleh perusahaan dalam periode satu tahun dibagi dengan rata-rata jumlah pinjaman yang menghasilkan bunga tersebut (*interest bearing debt*) atau disebut juga dengan metode *weighted average*.

Metode ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Francis et al. (2005), Piot dan Missonier-Piera (2007), serta Juniarti dan Sentosa (2009), yang menggunakan *interest rate* dari utang perusahaan untuk menghitung besarnya biaya hutang yang diterima oleh perusahaan, sehingga biaya hutang dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$COD = \frac{\text{Interest expense}}{\text{Average interest bearing debt}} \times 100\%$$

Tata Kelola Perusahaan

a. Agency Theory

Teori keagenan men deskripsikan hubungan antara pemegang saham (*shareholders*) sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Karena mereka dipilih, maka pihak manajemen harus mem pertanggungjawab kan semua pekerjaannya kepada pemegang saham.

Masalah keagenan potensial terjadi apabila bagian kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari seratus persen (Masdupi,

2005). Dengan proporsi kepemilikan yang hanya sebagian dari perusahaan membuat manajer cenderung bertindak untuk kepentingan pribadi dan bukan untuk memaksimalkan perusahaan. Inilah yang nantinya akan menyebabkan biaya keagenan (*agency cost*). Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* sebagai jumlah dari biaya yang dikeluarkan prinsipal untuk melakukan pengawasan terhadap agen. Hampir mustahil bagi perusahaan untuk memiliki *zero agency cost* dalam rangka menjamin manajer akan mengambil keputusan yang optimal dari pandangan *shareholders* karena adanya perbedaan kepentingan yang besar diantara mereka.

b. Definisi Tata Kelola Perusahaan

Menurut *Cadbury Committee*, tata kelola perusahaan adalah suatu system yang berfungsi untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan agar mencapai keseimbangan antara kekuatan serta kewenangan perusahaan dalam memberikan pertanggungjawabannya kepada para *shareholders* khususnya dan *stakeholders* pada umumnya. Hal ini berkaitan dengan pengaturan kewenangan direktur, manajer, pemegang saham, dan pihak lain yang berhubungan dengan perkembangan perusahaan.

Dalam penelitian ini pengungkapan tata kelola perusahaan menggunakan metode penilaian sendiri (*self-assessment*) dengan Item Pengungkapan *Corporate Governance* (IPCG) sebagai acuan indikator. Jumlah total seluruh item pengungkapan tata kelola perusahaan mencapai 103 indikator. Pengukuran ini mengacu pada penelitian Juniarti

dan Sentosa (2009), yang menggunakan *content analysis* dalam mengukur indikator dari tata kelola perusahaan.

Pendekatan ini pada dasarnya menggunakan pendekatan dikotomi yaitu setiap item tata kelola perusahaan dalam instrumen penelitian diberi skor 1 jika diungkapkan, dan skor 0 jika tidak diungkapkan. Selanjutnya, skor dari setiap item dijumlahkan untuk memperoleh keseluruhan skor untuk setiap perusahaan. Setelah dijumlahkan, skor tata kelola perusahaan tersebut akan dibagi dengan total maksimum skor untuk mendapatkan indeks tata kelola perusahaan (Juniarti dan Sentosa, 2009). Formula yang digunakan untuk melakukan penghitungan adalah:

$$GCG = \frac{\text{Jumlah Score GCG}}{\text{Total Maksimum Score}} \times 100\%$$

Kesempatan Investasi

Menurut Myers (1977) sebagaimana dikutip oleh Adi Prasetyo (2001) memperkenalkan istilah kesempatan investasi yang menggambarkan tentang luasnya peluang investasi. Dalam hal ini, nilai perusahaan tergantung pada pilihan pembelanjaan (*expenditure*) perusahaan di masa yang akan datang. Jadi kesempatan investasi tidak hanya menunjuk pada peluang investasi tradisional seperti eksplorasi mineral, tetapi juga pilihan pembelanjaan lainnya seperti periklanan, yang akan digunakan di masa depan untuk menjamin keberhasilan perusahaan.

Kesempatan investasi merupakan kombinasi pertumbuhan aktiva dan ekuitas yang dimiliki

perusahaan dalam keputusan investasi dimasa yang akan datang. Oleh karena itu, kesempatan investasi tidak dapat diobservasi, sehingga diperlukan proksi (Hartono 1999). Proksi ini digunakan oleh Smith dan Watts (1992), Gaver & Gaver (1993) dan Norpratiwi (2004) dalam Anugrah (2009) yang merupakan proksi kesempatan investasi yang paling valid sebagai proksi pertumbuhan. Proksi kesempatan investasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah proksi dengan *market value to book of equity* pemilihan proksi mengacu pada penelitian Intan (2013). Rumus yang digunakan dalam MVE/BVE adalah:

$$\text{MVE/BVE} = \frac{\text{Jumlah Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Penutup Saham}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

METODE PENELITIAN

Tempat dan Waktu Penelitian

Penelitian akan dilakukan dengan menggunakan data yang diambil di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan mengakses <http://www.idx.co.id> dalam bentuk online yang dapat diakses tanpa adanya batasan waktu tertentu. Selain itu data juga diperoleh dari laporan tahunan (*annual report*) yang diterbitkan perusahaan akan menjadi sampel dalam penelitian ini. Selain itu, waktu yang digunakan untuk melakukan penelitian ini direncanakan sekitar bulan September 2017.

Jenis dan Sumber

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data penelitian yang diperoleh oleh

peneliti secara tidak langsung melalui media perantara. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini bersumber dari Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 6 tahun berupa laporan tahunan (*annual report*) yang dipublikasikan secara berturut-turut periode 2011-2016 yang diakses secara online melalui www.idx.co.id. Peneliti menggunakan data dokumenter (*documentary data*) dan laporan-laporan yang diperlukan dalam penelitian. Data dokumenter adalah data yang memuat apa dan kapan suatu kejadian atau transaksi serta siapa yang terlibat dalam suatu kejadian.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan industri infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2016 yaitu dengan total populasi sebanyak 132 perusahaan. Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan pada tabel di atas, diperoleh 22 perusahaan yang memiliki kriteria yang ditentukan sehingga dapat dijadikan sebagai sampel dalam penelitian ini selama 6 tahun pengamatan. Dengan menggunakan metode purposive sampling maka penelitian ini memiliki 132 data observasi (22 perusahaan × 6 tahun).

Metode Analisis

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah LISREL (*Linier Structural Relationship*) 9.30 *student version*. Berikut persamaan struktural analisis jalur menurut Riadi (2013) yaitu:

$$Y_1 = \gamma Y_1 X_1 + \gamma Y_1 X_2 + \zeta_1$$

$$Y_2 = \gamma Y_2 X_1 X_1 + \gamma Y_2 X_2 X_2 + \beta Y_2 Y_1 Y_1 + \zeta_2$$

Keterangan: Y_1 = Biaya Hutang; Y_2 = Struktur Modal; X_1 = Tata Kelola Perusahaan; X_2 = Kesempatan Investasi; γ = Koefisien jalur variabel eksogen terhadap variabel endogen; $\beta Y_2 Y_1$ = Koefisien jalur antar variabel endogen; ζ = Kesalahan (gangguan) residual.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis ini menggunakan uji Z dengan kriteria pengambilan keputusan: Jika Z-Value < Z-tabel maka H_0 diterima dan H_1 ditolak. Jika Z-Value > Z-tabel maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Untuk melihat tingkat signifikansi kriterianya yaitu jika sig penelitian < 0,05 berarti berpengaruh signifikan. Jika sig penelitian > 0,05 berarti berpengaruh tidak signifikan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mini mum	Maksi Mum	Mean	Standar Deviasi
GCG	132	0,41	0,98	0,63	0,14
IOS	132	0,05	22,41	2,79	4,03
COD	132	0,00	0,66	0,10	0,12
DER	132	0,01	16,79	2,15	2,86

Sumber: Data Olahan, 2018

Berdasarkan tabel 2 dapat diketahui bahwa jumlah observasi (N) terdapat 132 data. Pada variabel tata kelola perusahaan nilai maksimum adalah 0,98 terdapat pada PT. Excelcomindo Pratama Tbk tahun 2015 dan 2016 dan minimum 0,41 pada PT. Steady Safe Tbk pada tahun 2012. Dengan rata-rata sebesar 0,63 dan standar deviasi sebesar 0,14. Dari penjelasan tersebut dapat

disimpulkan bahwa selama periode penelitian berjalan nilai standar deviasi lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata data maka persebaran dari data dinilai bagus.

Pada variabel kesempatan investasi nilai maksimum adalah 22,41 pada PT. Tower Bersama Infrastructure Tbk tahun 2014 dan minimum 0,05 pada PT. Indika Energy Tbk tahun 2015. Dengan rata-rata sebesar 2,79 dan standar deviasi sebesar 4,03. Dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa selama periode penelitian berjalan nilai standar deviasi lebih kecil dibandingkan dengan mean maka persebaran data bagus.

Pada variabel biaya hutang nilai maksimum adalah 0,66 pada PT. Indo Exchange Tbk tahun 2013 dan minimum 0,00 pada PT. Berlian Laju Tanker Tbk tahun 2014. Dengan rata-rata sebesar 0,10 dan standar deviasi sebesar 0,12. Dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa selama periode penelitian berjalan nilai standar deviasi lebih besar dibandingkan dengan mean maka persebaran data kurang bagus.

Pada variabel struktur modal nilai maksimum adalah 16,79 PT. Truba Alam Manunggal Engineering Tbk tahun 2013 dan minimum 0,01 pada PT. Indo Exchange Tbk tahun 2015-2016. Dengan rata-rata sebesar 2,15 dan standar deviasi sebesar 2,86. Dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa selama periode penelitian berjalan nilai standar deviasi lebih besar dibandingkan dengan mean maka persebaran data kurang bagus.

Tabel 3
Goodness of Fit

Ukuran GOF	Nilai GOF Statistik	Nilai Patokan untuk GOF	Kecocokan Model terhadap Data
Chi-Square	0,00	< 0,05	Ya
P-Value	1,00	> 0,05	Ya
RMSEA	0,00	≤ 0,08	Ya

Sumber: Data Olahan, 2018

Berdasarkan tabel 3 di atas, dapat diketahui bahwa hasil uji GOF memiliki model *fit* yang sangat baik karena memiliki nilai *chi-square* sebesar 0,00 (*chi-square* < 0,05) dan *P-value* sebesar 1 (*P* > 0,05). *Root mean square error of approximation* (RMSEA) karena nilainya sebesar $0,000 \leq 0,08$.

Analisis Jalur

Tabel 4
Persamaan Struktural 1

Variabel	Koefisien	Standar Error	Z-Value	P-Value	R2
GCG	-0,124	0,07	-1,786	0,074	0,0979
IOS	-0,00737	0,002	-2,983	0,003	
Variabel Terikat = COD					

Sumber: Data Olahan, 2018

Berdasarkan tabel 4 persamaan struktural 1, diketahui nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.0979 atau 9,79%. Artinya variabel tata kelola perusahaan dan kesempatan investasi mempengaruhi variabel biaya hutang sebesar 9,79%. Sedangkan 90,21% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dilibatkan dalam penelitian ini.

Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Biaya Hutang

Berdasarkan tabel 4 persamaan struktural 1 menunjukkan bahwa pengaruh tata kelola perusahaan terhadap biaya hutang adalah negatif sebesar -0,124 dan standar errornya sebesar 0,0695. Pengaruh tersebut tidak signifikan, hal ini bisa dilihat dari nilai t-hitung sebesar -1,786. Nilai ini lebih kecil dari nilai t-tabel

yakni 1,978 ($-1,789 < 1,978$) dan dapat dilihat juga dari *p-value* sebesar 0.074 lebih besar dari nilai *p-value* yakni 0.05 ($0.074 > 0.05$), maka dapat disimpulkan bahwa tata kelola perusahaan tidak berpengaruh terhadap biaya hutang. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan tata kelola yang tinggi memiliki kecenderungan kinerja yang lebih baik. Hal ini menambah kepercayaan kreditor dan berdampak pada biaya hutang yang akan dibayarkan oleh perusahaan menjadi lebih kecil. Walaupun penerapan tata kelola yang baik dalam perusahaan dapat dilihat dari tingginya indeks tata kelola yang diperoleh perusahaan, namun indeks tersebut tidak dapat menjadi patokan bagi kreditor bahwa perusahaan bebas dari resiko gagal bayar (Yenibra, 2014). Hal ini menyebabkan tata kelola perusahaan tidak membawa pengaruh yang signifikan terhadap biaya hutang.

Pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Biaya Hutang

Berdasarkan tabel 4 persamaan struktural 1 menunjukkan bahwa pengaruh variabel kesempatan investasi terhadap biaya hutang adalah negatif sebesar -0,00737 dan standar errornya sebesar 0,00247. Pengaruh tersebut signifikan, hal ini bisa dilihat dari nilai t-hitung sebesar -2,983. Nilai ini lebih kecil dari nilai t-tabel yakni 1,978 ($-2,983 < 1,978$) dan dapat dilihat juga dari *p-value* sebesar 0,003 lebih besar dari nilai *p-value* yakni 0.05 ($0,003 < 0.05$), maka dapat disimpulkan bahwa kesempatan investasi berpengaruh negatif signifikan terhadap biaya hutang. Hal tersebut sesuai dengan teori *pecking order* dimana teori

tersebut dapat menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi, justru mempunyai tingkat hutang yang lebih kecil. Tingkat hutang yang kecil tersebut tidak dikarenakan perusahaan mempunyai target tingkat hutang yang kecil, tetapi karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal.

Tabel 5
Persamaan Struktural 2

Variabel	Koefisien	Standar Error	T-Hitung	P-Value	R ²
GCG	0,866	1,702	0,509	0,611	0,100
IOS	0,193	0,0618	3,199	0,002	
COD	-2,030	2,123	-0,956	0,339	

Variabel Terikat = DER

Sumber : Data Olahan, 2018

Berdasarkan tabel 5 persamaan struktural 2, diketahui nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,100 atau 10%, yang artinya variabel tata kelola perusahaan, kesempatan investasi, dan biaya hutang mempengaruhi variabel struktur modal sebesar 10%. Sedangkan sisanya 90% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dilibatkan dalam penelitian ini.

Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Struktur Modal

Berdasarkan tabel 5. persamaan struktural 2 dapat diketahui bahwa pengaruh tata kelola perusahaan terhadap variabel struktur modal adalah positif sebesar 0,866 dan standar errornya sebesar 1,702. Pengaruh tersebut tidak signifikan karena nilai t-hitung lebih kecil dari nilai t-tabel yakni ($0,509 < 1,978$) dan dapat dilihat juga dari *p-value* sebesar 0,611 lebih besar dari nilai *p-value* yakni 0.05 ($0,611 < 0.05$), maka dapat disimpulkan bahwa tata kelola perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini

menunjukkan bahwa struktur modal meningkat itu akibat dari penggunaan hutang yang tinggi digunakan dalam rangka untuk mengontrol tata kelola perusahaan yang lemah (Kieschnick & Moussawi, 2011) dikarenakan peran tata kelola perusahaan belum berfungsi secara optimal. Namun, kecenderungan investor tidak hanya mempertimbangkan tata kelola sebuah perusahaan, tetapi juga mempertimbangkan faktor lain yang lebih menjamin kesejahteraan investor, seperti kinerja perusahaan tersebut. Sehingga dalam hal ini tata kelola perusahaan tidak membawa pengaruh signifikan pada struktur modal.

Pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Struktur Modal

Berdasarkan tabel 5 persamaan struktural 2 dapat diketahui bahwa pengaruh kesempatan investasi terhadap struktur modal adalah positif sebesar 0,193 dan standar errornya sebesar 0,0618. Pengaruh ini signifikan karena nilai t-hitung lebih besar dari nilai t-tabel yakni ($3,199 > 1,978$) dan dapat dilihat juga dari *p-value* sebesar 0,002 lebih kecil dari nilai *p-value* yakni 0.05 ($0,002 < 0.05$), maka dapat disimpulkan bahwa tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan peluang investasi yang besar akan perusahaan memerlukan dana yang besar pula, apabila perusahaan dalam masa pertumbuhan, maka perusahaan memerlukan dana yang banyak untuk kegiatan operasionalnya. Sehingga perusahaan akan meningkatkan kapasitas tingkat hutang yang dapat menguntungkan perusahaan.

Pengaruh Biaya Hutang terhadap Struktur Modal

Berdasarkan tabel 5 persamaan struktural 2 dapat diketahui bahwa pengaruh biaya hutang terhadap struktur modal adalah negatif sebesar -2,030 dan standar errornya sebesar 2,123. Pengaruh tersebut tidak signifikan karena nilai t-hitung lebih kecil dari nilai t-tabel yakni (-0,956 < 1,978) dan dapat dilihat juga dari *p-value* sebesar 0,339 lebih kecil dari nilai *p-value* yakni 0.05 (0,339 > 0.05), maka dapat disimpulkan bahwa biaya hutang tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Menurut Modigliani dan Miller (dalam Warner, 1977) semakin besar penggunaan hutang semakin besar pula risiko dan akan menimbulkan beban. Maka dari itu perusahaan harus tetap berhati-hati dalam menggunakan kebijakan tersebut dengan memperhatikan besar bunga yang harus dibayarkan waktu jatuh tempo agar tidak sampai menyebabkan kerugian yang tidak diharapkan perusahaan. Sesuai teori struktur modal yaitu *trade off theory* yang intinya menyatakan bahwa perusahaan harus menyeimbangkan antara manfaat menggunakan hutang dan biaya yang ditimbulkan dari penggunaan hutang untuk mencapai struktur modal optimal.

Tabel 6
Pengaruh Tidak Langsung

Variabel	Koefisien	Standar Error	T-Hitung
GCG → COD → DER	0,252	0,296	0,85
IOS → COD → DER	0,015	0,016	0,918

Sumber : Data Olahan, 2018

Pengaruh Tata Kelola Perusahaan terhadap Struktur Modal dengan Mediasi Biaya Hutang

Pada tabel 6 dapat diketahui bahwa pengaruh tidak langsung tata

kelola perusahaan terhadap struktur modal melalui biaya hutang adalah positif sebesar 0,252 dan standar errornya sebesar 0,296. Pengaruh ini tidak signifikan karena nilai t-hitungnya lebih kecil daripada nilai t-tabel (0,85 < 1,97), maka dapat disimpulkan bahwa variabel biaya hutang tidak memediasi pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal. Ini artinya biaya hutang tidak dapat memediasi pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal. Hal ini diduga karena mekanisme tata kelola perusahaan belum berjalan efektif sebagai mekanisme pengawasan internal, sehingga tidak dapat menurunkan resiko yang dihadapi perusahaan. Akibat yang ditimbulkan karena peran tata kelola perusahaan belum berfungsi secara optimal yaitu adanya tindakan oportunistik yang tidak sesuai dengan kepentingan perusahaan, dan menimbulkan asimetri informasi antara pihak manajemen, *shareholder*, dan kreditor.

Pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Struktur Modal dengan Mediasi Biaya Hutang

Pada tabel 6 dapat diketahui bahwa pengaruh tidak langsung kesempatan investasi terhadap struktur modal melalui biaya hutang adalah positif sebesar 0,015 dan standar errornya sebesar 0,016. Pengaruh tersebut tidak signifikan karena nilai t-hitung lebih kecil dari nilai t-tabel (0,918 < 1,978), maka dapat disimpulkan bahwa biaya hutang perusahaan tidak memediasi pengaruh kesempatan investasi terhadap struktur modal. Ini artinya biaya hutang tidak dapat memediasi pengaruh kesempatan investasi

terhadap struktur modal. Hal ini diduga karena perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar merupakan sinyal pertumbuhan dimasa yang akan datang. Sinyal tersebut dianggap akan mempengaruhi biaya hutang perusahaan.

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Simpulan

1. Tata kelola perusahaan memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap biaya hutang.
2. Kesempatan investasi memiliki berpengaruh negatif dan signifikan terhadap biaya hutang.
3. Tata kelola perusahaan memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal.
4. Kesempatan investasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.
5. Biaya hutang memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal.
6. Tata kelola perusahaan melalui biaya hutang berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal.
7. Kesempatan investasi melalui biaya hutang berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal.

Keterbatasan Penelitian

1. Penelitian ini hanya terbatas untuk sampel pada perusahaan infrastruktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2011-2016 yang dipilih berdasarkan beberapa kriteria yang telah ditetapkan sehingga jumlah sampel hanya sebanyak 22 perusahaan.

2. Penelitian ini hanya meneliti variabel tata kelola perusahaan, kesempatan investasi terhadap struktur modal melalui biaya hutang sebagai variabel intervening, sedangkan masih banyak variabel-variabel lain yang dapat mempengaruhi struktur modal.

Saran

Berkaitan dengan keterbatasan diatas, maka peneliti menyarankan beberapa hal sebagai berikut:

1. Diharapkan bagi pihak perusahaan hendaknya mampu mengawasi segala tindakan tata kelola dalam menjalankan tugasnya untuk mengurangi biaya hutang dan mendapatkan struktur modal yang optimal. Selain itu, penelitian ini dapat dijadikan pengetahuan untuk meningkatkan efektifitas dalam pengawasan untuk dapat mencapai kewajiban perusahaan dalam meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham.
2. Berdasarkan hasil penelitian ini, saran bagi investor untuk dapat lebih memperhatikan peranan tata kelola dalam perusahaan yang diinginkan dalam berinvestasi. Sebab peranan tata kelola merupakan salah satu usaha perusahaan dalam memberikan kesejahteraan pada para investornya dimasa akan datang.
3. Bagi akademisi, agar penelitian ini dapat memberikan pengetahuan kepada akademisi agar lebih mengenal variabel tata kelola perusahaan, kesempatan investasi, biaya hutang, dan struktur modal.
4. Menggunakan metode dan alat uji yang lebih lengkap dan akurat

sehingga diperoleh hasil yang lebih valid.

5. Untuk penelitian terkait selanjutnya, sebaiknya dapat memperbanyak periode observasi karena perpanjangan periode dapat memberikan hasil yang lebih akurat serta menggunakan variabel-variabel bebas lainnya yang lebih digunakan dan teliti arah kaitannya.

DAFTAR PUSTAKA

- Agyei, A., & Owusu, A.R. (2014). *The effect of ownership structure and corporate governance on capital structure of Ghanaian listed manufacturing companies. Internasional Journal of Academic Research in Accounting, Finance, and Management Sciences*, 4(1), 109-118.
- Ahmadpour, A., Samimi, A.J., & Golmohammadi, H. (2012). *Corporate governance and capital structure: Evidence from Tehran Stock Exchange. Middle-East Journal of Scientific Research*, 11(4), 531-535.
- Akbari, M. A., & Rahmani, S. (2013). *Does corporate governance and ownership structure influence capital structure: Empirical evidence from Iran. World of Sciences Journal*, 11(4), 531-535.
- Arshad, Hasan dan Safdar Ali Butt. 2009. *Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. International Journal of Business and Management* 4 (Februari): No.2
- Ashbaugh, Hollis, Daniel W. Collins, dan Ryan La Fond, 2004. *Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. Working Paper*. www.ssrn.com.
- Ashkhabi, Ibnu R. dan Agustina, Linda. 2015. "Pengaruh Corporate Governance, Struktur Kepemilikan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Biaya Utang". *Accounting Analysis Journal*, 4(3).
- Babatunde, M. Andentunji dan Olawoye Olaniran, 2009. *The Effect of Internal and External Mechanism on Governance and Performance of Corporate Firms in Nigeria. Corporate Ownership & Control*, Vol. 7 Issue 2.
- Bhojraj, S., dan Sengupta, P. 2003. "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors". *Journal of Business*, 76 (3), 455-475.
- Blom, Jasper dan Marc B. J. Schauten, 2006. *Corporate Governance and The Cost of Debt*. Erasmus University, Rotterdam.
- Boochani, K., & Moradi.F (2015). *Investigation Effect of*

- Corporate Governance on Capital Structure of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. Internasional Journal of Review in Life Sciences*, 5(3), 110-117.
- Chen, Y.M. dan Jian J.Y. 2006. “*The Impact of Information Disclosure and Transparency Rankings System (IDTRs) and Corporate Governance Structure on Interest Cost of Debt.*” *Working Paper. National Yunlin University of Science and Technology, Taiwan.*
- Claessens, S., & Fan, J. P. (2002). *Corporate governance in Asia: A survey. International Review of Finance*, 3(2), 71-103.
- Corsi, C., & Prencipe, A. (2015). *Corporate Governance and Capital Structure Interactions in New Technology-Based Firms. The Effects of Ownership Structure and Board of Directors on Firm's Leverage. American Internasional Journal of Contemporary Research*, 5(5), 118 – 128.
- Dewandoko, Landung & Moerdiyanto. 2013. “Pengaruh Set Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Utang yang Dimoderasi oleh Ukuran Perusahaan dan Kepemilikan Saham Institusional pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2012”. *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia*, Vol.2 Edisi IV.
- Fabozzi, Frank J. 2007. “*Bond Market*”. *Analysis and Strategies*. Prentice-Hall, Inc. 4th edition.
- Faisal, Muhamad. 2004. “Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang pada PT Perkebunan Nusantara III (Persero) Medan”. Skripsi. Universitas Sumatera Utara. Dipublikasikan. Medan.
- Fitriyah, Fury K & Dina Hidayat. 2011. “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi, dan Arus Kas Bebas terhadap Utang”. Skripsi. Universitas Diponegoro.
- Fitriyah & Hidayat. 2011. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi Dan Arus Kas Bebas Terhadap Utang. *Media Riset Akuntansi*, Vol. 1, No. 1, Februari 2011.
- Gaver. J.J. & K.M. Gaver. 1993. “*Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing. Dividend and Compensatton Policies*”. *Journal of Accounting and Economics* 16. 125-160.
- Ghozali & Chariri. 2007. *Teori Akuntansi*. Semarang: Badan Penerbit Undip.
- Ghozali, Imam. 2006. “Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS”, Semarang:

Badan Penerbit Universitas
Diponegoro, Cetakan IV.

Hamada, R. S. (1972). *The Effect of The Firm's Capital Structure on The Systematic Risk of Common Stock. The Journal of Finance*, 27, 435-452.

Hartono. 2004. Pengaruh Profitabilitas, Kesempatan Investasi dan Defisit Arus Kas Terhadap Kebijakan Pendanaan Perusahaan (Studi

Kasus pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *PERSPEKTIF*, 9(2): h: 171-180.

Hasan, A. & Butt, S. A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies. *International Journal of Business & Management*, 4(2), 50-57.