

PENGARUH TATA KELOLA PERUSAHAAN, STRUKTUR MODAL, DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

Nadiah Nur Azizah, Agus Purwanto ¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50275, Phone: +6285877054019

ABSTRACT

This study aims to examine the influence of corporate governance (independent commissioners, independent audit committees, external auditor quality), capital structure (market leverage, total leverage), ownership structure (management ownership, institutional ownership, and foreign ownership) on firm value (Tobin's Q).

This research was conducted using secondary data management method on financial reports and annual reports on manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2018-2020. The research sample is 51 companies. Data analysis used multiple linear regression analysis to test the formulated hypothesis.

The results show that from the three proxies of corporate governance, only the quality of external auditor which has a significant positive influence on firm value, this mean that by auditing the company using the big four KAP the presentation of the company's financial statements is more effective and avoids misstatements and human error, while independent commissioners and independent audit committees have no influence on firm value. For the two proxies of capital structure, only market leverage which has a significant positive influence on firm value, this mean that the market assessment of the company's equity can trigger an increase in investment and it is important for companies to prioritize funding, while total leverage does not affect firm value. For the entire ownership structure proxies namely management ownership, institutional ownership, and foreign ownership, they do not give an influence on firm value. Therefore, it is important to manage the company in order to reduce agency problems. In addition, it is important for companies to manage their funding so as to increase market valuation.

Keywords: (Ownership, corporate governance, leverage, firm value)

PENDAHULUAN

Globalisasi membawa pengaruh besar bagi perekonomian seluruh dunia tak terkecuali Indonesia, terutama dalam hal daya saing. Selain itu, globalisasi membawa pengaruh pada perkembangan perekonomian. Kondisi perekonomian dapat terpengaruh oleh beberapa hal seperti munculnya wabah *corona virus disease* 2019 (Covid-19) di Wuhan China. Setelah pemerintah mengumumkan kasus pertama Covid-19 pada Maret 2020, di tahun tersebut pertumbuhan ekonomi Indonesia mengalami resesi. Hal tersebut didasarkan pada data pertumbuhan ekonomi yang dalam dua kuartal berturut-turut mengalami penurunan. Berdasarkan survei yang dilakukan oleh kementerian ketenagakerjaan 88% perusahaan yang terdampak covid-19 mengalami kerugian. Namun dalam kondisi tersebut, industri manufaktur memiliki kinerja positif dan menjadi penopang pada pertumbuhan industri pengolahan. Pada triwulan IV di 2020, beberapa subsektor industri manufaktur mengalami pertumbuhan, antara lain industri kimia, farmasi, serta obat tradisional yang tumbuh sebesar 8,45%. Industri makanan dan minuman mengalami pertumbuhan sebesar 1,66 persen dan sebagainya (Kementerian perindustrian, 8 Februari 2021).

¹ Corresponding author

Berdasarkan pendapat Brigham & Houston (2018) nilai perusahaan yaitu penilaian investor atas pencapaian perusahaan yang tercermin dari harga saham. Nilai perusahaan menjadi hal yang penting karena dari adanya penciptaan nilai terutama bagi para pemegang saham kepercayaan akan terbentuk sehingga loyalitas bertambah. Hal tersebut dapat menarik investor-investor baru sehingga meningkatnya permintaan berdampak pada pertumbuhan penjualan yang meningkat dan mendorong peningkatan pada tren laba. Lebih luas lagi dampak pada penciptaan nilai akan mempengaruhi harga saham dari adanya peningkatan nilai perusahaan (Rahardjo 2018, h.95). Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG merupakan data ringkasan statistik pergerakan harga saham secara rata-rata. Penurunan terhadap IHSG terjadi semasa Covid-19, tercatat pada awal maret 2020 nilainya 3000an padahal pada awal tahun angkanya berkisar pada 6300an. Maka dari itu periode tersebut kinerja pasar modal mengalami keterpurukan, disebabkan dari perilaku investor yang berubah dengan berinvestasi ke instrument yang lebih aman (www.cnnindonesia.com, 2020)

Modal yang perusahaan miliki sangat bermanfaat bagi kelangsungan hidup perusahaan. Modal dapat berasal dari pemilik atau pembiayaan eksternal sesuai dengan pendapat Riyanto (2008) bahwa struktur modal dideskripsikan sebagai pembelanjaan yang sifatnya permanen yang komposisinya terdiri dari perimbangan diantara dana sendiri serta hutang jangka panjang. Modal perusahaan dapat berupa aset yang mana jenis modal ini berguna ketika perusahaan tidak dapat membiayai hutang. Sedangkan modal dalam bentuk pinjaman harus dikelola dengan baik karena berkaitan dengan kemampuan perusahaan untuk membayar hutang.

Tata kelola perusahaan yang baik perlu diterapkan kaitanya dengan maraknya kasus-kasus gagal bayar kewajiban perusahaan salah satunya seperti yang telah dipaparkan sebelumnya. Tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) menurut Agoes (2011) didefinisikan sebagai sistem yang mengatur peran *stakeholder* perusahaan yakni dewan komisaris, direksi, pemegang saham, dan pemangku kepentingan lainnya. Fokus tata kelola perusahaan ialah masalah keagenan bahwa biasanya di dalam suatu perusahaan ada beda kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Akibatnya, mekanisme tata kelola perusahaan ini menjadi solusi dalam mengatasi masalah keagenan tersebut.

Struktur kepemilikan menjadi salah satu unsur yang dapat menilai fungsi pengawasan guna mengatasi masalah keagenan. Menurut Sugiarto (2009) struktur kepemilikan merupakan perbandingan dari jumlah saham baik dimiliki orang dalam (*insider*) maupun dimiliki oleh investor. Selain itu, Sugiarto (2009) juga mengartikan bahwa kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh manajer dalam struktur permodalan perusahaan atau manajer memiliki peran ganda yakni sebagai manajer serta sebagai pemegang saham di perusahaan. Hal ini tentunya akan memberikan solusi bagi permasalahan keagenan karena mengurangi adanya konflik kepentingan. Kepemilikan institusional dan kepemilikan asing mengarah pada penilaian kinerja perusahaan karena dari sisi pemilik institusi akan mengawasi kinerja manajemen perusahaan dalam mengambil keputusan dan ketika perusahaan mampu menarik investor asing menandakan bahwa kinerja perusahaan baik.

Penelitian yang hubungannya dengan pengaruh tata kelola perusahaan terhadap nilai perusahaan sudah banyak diteliti. Studi oleh Farooque (2020) menemukan bahwa komisaris independen, komite audit independen serta kepemilikan manajemen sebagai proyeksi dari tata kelola perusahaan ada pengaruh positif dengan kinerja perusahaan. Berbanding terbalik pada penelitian Ciftcia dkk. (2019) menemukan bahwa independensi dewan berkorelasi negatif terhadap kinerja perusahaan.

Beberapa variabel digunakan untuk menguji struktur modal terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian Ayaz dkk. (2021) menguji struktur modal yang diproyeksikan dengan *market leverage* dan *total leverage* dengan kinerja perusahaan (Tobin's Q, ROE, ROA, dan GPM) menghasilkan bahwa rasio-rasio tersebut memiliki pengaruh positif signifikan dari kinerja. Namun, ada hasil beda dari temuan oleh Darko dkk. (2018) yakni *leverage* berpengaruh negatif dengan nilai perusahaan.

Penelitian struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan dari hasil temuan Feng Kao dkk. (2018) menguji antara struktur kepemilikan (kepemilikan institusional dan kepemilikan asing) serta variabel kontrol *big four* memiliki korelasi positif signifikan dengan kinerja perusahaan (Tobin's Q, ROE, ROA, MBVE). Sedangkan studi Nazir dan Talat (2018) menyatakan bahwa kepemilikan

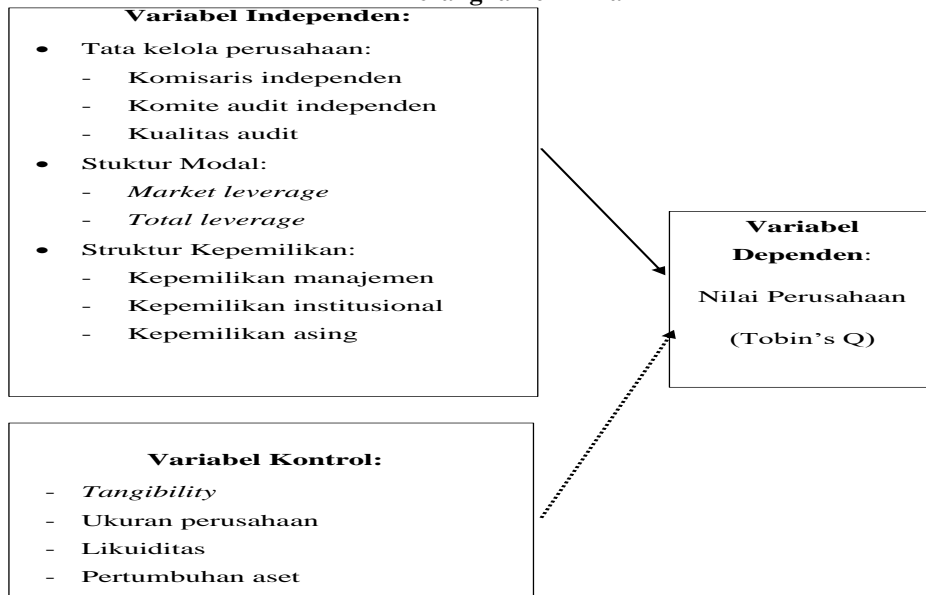
institusional korelasinya negatif dari nilai perusahaan (ROA, Tobin's Q, EVA) dan berkorelasi positif untuk hubungan kepemilikan asing dengan nilai perusahaan (ROA, Tobin's Q, EVA).

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori yang digunakan pada penelitian ini ialah teori agensi dan teori *pecking order*. Menurut Anthony dan Govindarajan (2011) teori ini bermula dari adanya delegasi wewenang dari prinsipal atau pemilik perusahaan kepada agen atau pihak yang mengelola perusahaan yakni manajer dalam rangka mengoperasikan perusahaan. Kedua pihak tersebut memiliki perbedaan kepentingan, prinsipal diperkirakan hanya fokus dan tertarik pada imbal hasil keuangan atas investasi yang mereka tanamkan di suatu perusahaan. Stewart C. Myres dan Nicolas Mjlf tahun 1984 mengemukakan Pembiayaan berasal dari tiga sumber yakni dana internal, hutang, dan pembentukan ekuitas baru dari penerbitan saham.

Berdasarkan penelitian Farooque, Feng-Kao, dan Ayaz menunjukkan pengaruh positif dari variabel-variabel proksi tata kelola, struktur modal, dan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, berikut ini disajikan kerangka pemikiran dan perumusan hipotesis yang menggambarkan penelitian ini.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Nilai perusahaan

Tata kelola perusahaan yaitu sistim manajemen perusahaan untuk mengatur hubungan para *stakeholder* di dalam suatu perusahaan dengan tujuan pencapaian nilai. Didasarkan pada teori keagenan bahwa memungkinkan terjadi asimetri informasi dan moral hazard akibat salah satu pihak lebih mengetahui informasi dari pada pihak lain. Hal ini terjadi sebagai akibat dari faktor salah satunya kurangnya monitoring (Rahardjo, 2018). Komisaris independen dibantu dengan komite audit independen menjalankan salah satu fungsi tata kelola perusahaan yakni pengawasan. Selain itu, dalam menjaga akuntabilitas dan transparansi penting untuk perusahaan memperhatikan kualitas audit dengan keikutsertaan auditor eksternal untuk menjalankan fungsi tersebut. Tujuan dari tata kelola perusahaan yakni peningkatan nilai pemegang saham dan melindungi kepentingan *stakeholder*. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis berikut ini:

- H1a: Komisaris independen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H1b: Komite audit independen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
- H1c: Kualitas Audit berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan pendapat Riyanto (2008) struktur modal dideskripsikan sebagai pembelanjaan yang sifatnya permanen yang komposisinya terdiri dari perimbangan diantara dana sendiri serta hutang jangka panjang. Sesuai dengan teori *pecking order* modal sendiri menjadi struktur modal dengan risiko paling kecil karena tidak perlu mengembalikan pada periode tertentu. Namun seiring dengan berkembangnya perusahaan pendanaan dari luar juga dibutuhkan. Hutang menjadi salah satu alternatif kedua yang tersedia bagi perusahaan untuk mendanai kegiatan operasinya dibandingkan penerbitan saham. Kondisi tersebut terjadi karena ekuitas biayanya lebih mahal seperti biaya emisi, biaya profesi penunjang (akuntan publik, notaris, konsultan hukum), biaya pengelolaan saham (biro administrasi efek, pendaftaran kustodiam sentral efek Indonesia, dsb). Hutang, dikenal sebagai *leverage*, Kasmir (2012) mendefinisikan *leverage* sebagai tingkat dimana aset perusahaan dibiayai dengan hutang atau kapabilitas korporasi dalam pemenuhan semua kewajiban jangka pendek serta jangka panjang misalkan dibubarkan (dilikuidasi). Oleh karena itu, dibuatlah hipotesis sebagai berikut:

H2a: *Market Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H2b: *Total Leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan

Struktur kepemilikan dapat berasal dari individu yang memiliki saham di dalam perusahaan (kepemilikan manajemen), institusi yang mempunyai sahamnya, dan investor asing yang memiliki saham perusahaan. Menurut Anthony dan Govindarajan (2011) di dalam teori keagenan, *pincipal* menginginkan terdapat pengembalian atas investasi yang dilakukan sedangkan agen memiliki tujuan pribadi untuk meningkatkan keuntungan mereka sendiri. Kepemilikan manajemen menandakan adanya peran manajemen di dalam struktur modal sebagai pemegang saham sehingga hal tersebut dapat menjadi cara untuk mengatasi masalah keagenan. Manajer akan membuat keputusan yang tentunya tidak bertentangan dengan kepentingan para pemegang saham serta mengurangi perilaku oportunistik dan lebih mengutamakan keberlangsungan jangka panjang. Selain itu, adanya peran dari institusi dan asing diharapkan mampu menjadi pengontrol dan pengawas tindakan oportunistik dari manajemen perusahaan. Oleh karena itu, dirumuskan hipotesis berikut ini:

H3a: Kepemilikan manajemen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

H3b: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

H3c: Kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen (Y) pada penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur menggunakan *tobin's q*. Mengacu pada penelitian Feng-Kao, *et al.* (2018), pengukuran ini dilakukan dengan menambah nilai pasar ekuitas dengan nilai buku hutang kemudian dibandingkan dengan nilai buku asetnya. *Tobin's Q* menjadi rasio yang menggambarkan penilaian pasar nilainya berada diantara 0 dan 1, yang mana ketika < 1 ini artinya nilai yang dimiliki perusahaan berada dalam kondisi *undervalued* karena nilai buku lebih tinggi dibandingkan nilai pasar. Berlaku sebaliknya ketika besaran > 1 ini artinya nilai yang dimiliki korporasi berada dalam kondisi *overvalued* atau nilai buku lebih rendah dibandingkan dengan nilai pasar. Berikut ini rumus perhitungannya:

$$Tobin's Q = \frac{\text{Nilai pasar ekuitas} + \text{nilai buku hutang}}{\text{Nilai buku aset}}$$

Variabel independen (X) di penelitian ini menggunakan komisaris independen, komite audit independen, kualitas audit, *market leverage*, *total leverage*, kepemilikan manajemen, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing.

1. Menghitung komisaris independen, Farooque, *et al.* (2020)

$$\text{Komisaris Independen} = \frac{\text{Jumlah Komisaris Independen}}{\text{Jumlah Total Anggota Komisaris Independen}}$$

2. Menghitung komite audit independent, Farooque, *et al.* (2020)

$$\text{Komite Audit Independen} = \frac{\text{Jumlah Komite Audit Independen}}{\text{Jumlah Total Anggota Komite Audit}}$$

3. Menghitung kualitas audit, Feng-Kao, *et al.* (2018)

1 = Diaudit KAP *Big Four*

0 = Diaudit KAP Non *Big Four*

4. Menghitung *market leverage*, Ayaz, *et al.* (2021)

$$\text{Market Leverage} = \frac{\text{Nilai pasar ekuitas}}{\text{Nilai buku ekuitas}}$$

5. Menghitung *total leverage*, Ayaz, *et al.* (2021)

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

6. Menghitung kepemilikan manajemen, Farooque, *et al.* (2020)

$$\text{Kepemilikan Manajemen} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki eksekutif}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

7. Menghitung kepemilikan institusional, Feng-Kao, *et al.* (2018)

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

8. Menghitung kepemilikan asing, Feng-Kao, *et al.* (2018)

$$\text{Kepemilikan Asing} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki asing}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

Menyertakan variabel kontrol agar variabel lain yang tidak dicantumkan dalam penelitian ini tidak mempengaruhi Y, yakni *tangibility*, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan aset. Mengacu pada penelitian Ayaz, *et al.* (2021), sebagai berikut:

1. *Tangibility*

$$\text{Tangibility} = \frac{\text{Aset tetap}}{\text{Total aset}}$$

2. Ukuran perusahaan

$$\text{Firm's Size} = \ln(\text{Total aset})$$

3. Likuiditas

$$\text{Likuiditas} = \frac{\text{Aset lancar}}{\text{Hutang lancar}}$$

4. Pertumbuhan aset

$$\text{Pertumbuhan Aset} = \frac{\text{Total Aset}_i - \text{Total Aset}_{i-1}}{\text{Total Aset}_{i-1}}$$

Penentuan Sampel

Populasi penelitian ini ialah 178 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indoensia tahun 2018-2020. Seleksi data dilakukan dengan *purposive sampling* menggunakan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2018-2020 berturut-turut.
2. Perusahaan industri manufaktur yang mengungkapkan atau mempublikasikan laporan keuangan tahunan dengan lengkap pada periode 2018-2020.
3. Perusahaan industri manufaktur yang mengalami laba pada periode 2018-2020.
4. Perusahaan industri manufaktur yang memakai mata uang rupiah di laporan keuangannya.

Metode Analisis

Pengujian hipotesis digunakan metode analisis regresi linier berganda berikut ini:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 KInd_{it} + \beta_2 KAInd_{it} + \beta_3 KAd_{it} + \beta_4 MLV_{it} + \beta_5 TLV_{it} + \beta_6 KM_{it} + \beta_7 KI_{it} + \beta_8 KA_{it} + \beta_9 TBY_{it} + \beta_{10} UK_{it} + \beta_{11} LKD_{it} + \beta_{12} PTA_{it} + \mu_{it}$$

Keterangan:

β_0 = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9, \beta_{10}, \beta_{11}, \beta_{12}$ = Koefisien dari Kind, KAInd, KAd, MLV, TLV, KM, KI, KA, TBY, UK, LKD, PTH

Nilai perusahaan = Tobin's Q

$KInd_{it}$ = jumlah komisaris independen/ jumlah total anggota dewan komisaris

$KAInd_{it}$ = jumlah komite audit independen/ jumlah total anggota komite audit

KAd_{it} = variabel *dummy*, nilai 1 apabila perusahaan diaudit KAP *big four* dan nilai 0 bila diaudit KAP non *big four*

MLV_{it} = nilai pasar ekuitas/nilai buku ekuitas

TLV_{it} = total hutang/total aset

KM_{it} = jumlah saham yang dimiliki eksekutif/jumlah saham yang beredar

KI_{it} = jumlah saham yang dimiliki institusi/jumlah saham yang beredar

KA_{it} = jumlah saham yang dimiliki asing/jumlah saham yang beredar

TBY_{it} = aset tetap/total aset

UK_{it} = Logaritma natural dari total aset

LKD_{it} = aset lancar/hutang lancar

PTA_{it} = $(total\ aset_t - total\ aset_{t-1}) / total\ aset_{t-1}$

μ_{it} = error term

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Tabel 1
Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah
Jumlah perusahaan industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2018-2020	178
Perusahaan industri manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2018-2020 berturut-turut	150
Perusahaan industri manufaktur yang mengungkapkan atau mempublikasikan laporan keuangan tahunan dengan lengkap pada periode 2018-2020	125
Perusahaan industri manufaktur yang mengalami laba pada periode 2018-2020.	56
Perusahaan industri manufaktur yang memakai mata uang rupiah di laporan keuangannya	51
Jumlah Sampel (51×3)	153

Sumber: data sekunder diolah dengan IBM SPSS 25, 2022

Statistik Deskriptif dan Distribusi Frekuensi

Analisis statistik deskriptif dan distribusi frekuensi yakni analisis gunanya memberi rincian ataupun definisi atas tata kelola perusahaan, struktur modal, struktur kepemilikan, juga nilai perusahaan dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2018-2020. Nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai maksimum, nilai minimum, *range*, kurtosis serta *skewness* (kemencengan distribusi) digunakan untuk melakukan pengukuran.

Tabel 2
Hasil Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness	Kurtosis
Kind (X1a)	153	20.00	83.33	41.6052	11.56745	1.564	3.485
KAIInd (X1b)	153	25.00	100.00	39.6514	16.13817	2.578	5.961
MLV (X2a)	153	0.21	60.67	3.8387	8.20153	5.373	31.123
TLV (X2b)	153	0.11	0.84	0.3789	0.17570	0.549	-0.200
KM (X3a)	153	0.00	88.15	12.6512	22.35803	2.110	3.745
KI (X3b)	153	0.00	96.44	42.0645	34.53383	0.102	-1.656
KA (X3c)	153	0.00	97.67	27.9465	34.89385	0.941	-0.777
Q (Y1c)	153	0.36	17.68	2.3784	2.72615	3.435	13.882
TGY (K1)	153	2.55	80.76	46.3999	17.28282	-0.180	-0.138
UP (K2)	153	25.95	32.73	28.7802	1.44909	0.652	-0.135
LKD (K3)	153	0.47	13.27	2.7398	2.16814	2.457	7.495
PTA (K4)	153	-30.78	226.94	11.9284	27.45323	4.873	31.627

Sumber: data sekunder diolah dengan IBM SPSS 25, 2022

Tabel 3
Distribusi Frekuensi

Keterangan	Frekuensi	Persen
Variabel Dummy	Kualitas Audit (X1c)	
Diaudit KAP <i>Big Four</i>	102	66.7
Diaudit KAP Non <i>Big Four</i>	51	33.3
Jumlah	153	100.0

Sumber: data sekunder diolah dengan IBM SPSS 25, 2022

Hasil pengelolaan data dari SPSS menunjukkan data penelitian berjumlah (N) 153, dari variabel komisaris independen (X1a) menunjukkan bahwa nilai minimumnya yakni 20,00 dan nilai maksimum senilai 83,33. Nilai *mean* dari struktur komisaris independen adalah 41,6052 yang berarti dari nilai *mean* menunjukkan komposisi komisaris independen pada perusahaan manufaktur telah melebihi jumlah minimal komisaris independen dibandingkan jumlah dewan komisaris yakni 30% dengan standar deviasi sebesar 11,56745. Hasil dari nilai *skewness* 1,564 dan kurtosis 3,485. Hasil *skewness* dan kurtosis yang menjauhi nol mengindikasikan bahwa data tidak terdistribusi secara normal.

Komite audit independen (X1b) menunjukkan bahwa nilai minimumnya 25,00 serta nilai maksimum senilai 100. Nilai *mean* dari struktur komite audit independen adalah 39,6514 yang berarti tingkat independensi komite audit pada perusahaan manufaktur masih rendah sehingga peran komite audit dalam membantu komisaris independen untuk mengawasi tata kelola perusahaan tidak dapat tercapai secara optimal. Hal tersebut memungkinkan terjadinya tindakan

kecurangan atas pelaporan keuangan. Standar deviasi sebesar 16,13817. Hasil dari nilai *skewness* 2,578 dan kurtosis 5,961. Hasil tersebut yang menjauhi nol mengindikasikan bahwa data tidak terdistribusi secara normal.

Kualitas audit (X1c) menunjukkan bahwa dari 153 sampel data pada perusahaan manufaktur sebesar 33,3% atau 51 perusahaan diaudit oleh Kantor Akuntan Publik *big four* sedangkan sisanya 66,7% atau 102 perusahaan diaudit oleh Kantor Akuntan Publik non *big four*. Diharapkan kualitas informasi keuangan yang dihasilkan perusahaan yang diaudit oleh KAP *big four* dengan KAP non *big four* akan berbeda. Kondisi itu terjadi karena *big four* merupakan perusahaan-perusahaan audit yang telah mengaudit seluruh perusahaan terbesar di Amerika Serikat atau seluruh dunia serta perusahaan kecil sehingga reputasi dan kompetensi tidak dapat diragukan.

Market leverage (X2a) menunjukkan bahwa nilai minimumnya yakni 0,21 dan nilai maksimum senilai 60,67. Nilai *mean* dari *market leverage* adalah 3,8387 rata-rata tersebut menunjukkan *market leverage* lebih dari 1, berarti harga saham dinilai lebih besar dari nilai bukunya, ketika *market leverage* lebih kuat kepercayaan pasar terhadap kelangsungan hidup jangka Panjang perusahaan lebih tinggi dan mendorong peningkatan nilai perusahaan. Standar deviasi sebesar 8,20153. Hasil dari nilai *skewness* 5,373 dan kurtosis 31,123. Hasil *skewness* dan kurtosis yang menjauhi nol mengindikasikan bahwa data tidak terdistribusi secara normal.

Total leverage (X2b) menunjukkan bahwa nilai minimum yakni 0,11 dan nilai maksimumnya 0,84. Nilai *mean* dari *total leverage* senilai 0,3789. Nilai tersebut menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur menggunakan 38% aset perusahaan dibiayai dengan hutang dalam struktur modalnya. Sedangkan sisanya atau 62% dibiayai dengan modal. Standar deviasi sebesar 0,17570. Hasil dari nilai *skewness* 0,549 dan kurtosis -0,200. Data yang terdistribusi secara normal akan memiliki nilai *skewness* dan kurtosis yang mendekati nol.

Kepemilikan manajemen (X3a) menunjukkan bahwa nilai minimumnya 0,00 dan nilai maksimum senilai 88,15. Memperlihatkan bahwa ada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh eksekutif perusahaan. Nilai rata-rata dari kepemilikan manajemen adalah 12,6512 berarti besaran manajer sekaligus pemegang saham pada perusahaan manufaktur sebesar 12,7% sedangkan sisanya 87,3% manajer tidak merupakan pemegang saham pada perusahaan manufaktur. Standar deviasi sebesar 22,35803. Hasil dari nilai *skewness* 2,110 dan kurtosis 3,745. Hasil *skewness* dan kurtosis yang menjauhi nol mengindikasikan bahwa data tidak terdistribusi secara normal.

Kepemilikan institusional (X3b) menunjukkan bahwa nilai minimum sebesar 0,00 dan nilai maksimum sebesar 96,44. Menunjukkan bahwa terdapat perusahaan yang pada periode tertentu sahamnya tidak dimiliki oleh institusi. Nilai rata-rata dari kepemilikan institusional adalah 42,0645 menunjukkan bahwa 42,1% saham milik institusi (perusahaan asuransi, bank, perusahaan keuangan, kredit, dana pensiun, dan perbankan investasi. Sisanya 57,9% dimiliki oleh badan lainnya. Standar deviasi sebesar 34,53383. Hasil dari nilai *skewness* 0,102 dan kurtosis -1,656. Data yang terdistribusi secara normal akan memiliki nilai *skewness* dan kurtosis yang mendekati nol.

Kepemilikan asing (X3c) menunjukkan bahwa nilai minimumnya 0,00 dan nilai maksimum senilai 97,67. Menunjukkan bahwa terdapat perusahaan yang pada periode tertentu sahamnya tidak dimiliki oleh baik perorangan asing maupun institusi asing. Nilai rata-rata dari kepemilikan asing adalah 27,9465 berarti pada perusahaan manufaktur sebesar 27,95% sahamnya dimiliki asing dan sisanya 72,05% dimiliki oleh badan lainnya. Perusahaan yang terdapat kepemilikan asing menandakan bahwa kinerja perusahaan baik karena mampu menarik investor asing. Standar deviasi sebesar 34,89385. Hasil dari nilai *skewness* 0,941 dan kurtosis -0,777. Data yang distribusinya akan memiliki nilai *skewness* dan kurtosis yang mendekati nol.

Tobin's Q (Y1c) memiliki nilai minimum sebesar 0,36 dan nilai maksimum sebesar 17,68. Nilai rata-rata dari Tobin's Q adalah 2,3784 berarti perusahaan manufaktur berada dalam kondisi *overvalued* dan karena berada diatas 1 menunjukkan bahwa investasi terhadap aktiva pada perusahaan manufaktur menarik investor. Standar deviasi sebesar 2,72615. Hasil dari nilai *skewness* 3,435 dan kurtosis 13,882. Hasil *skewness* dan kurtosis yang menjauhi nol mengindikasikan bahwa data tidak terdistribusi secara normal.

Tangibility (K1) yang merupakan salah satu variabel kontrol didalam penelitian ini memiliki nilai minimumnya yakni 2,55 dan nilai maksimum senilai 80,76. Nilai rata-rata pada Tabel 4.4 menunjukkan bahwa total aset perusahaan manufaktur sebesar 46,4% terdiri dari aset tetap dan sisanya 53,6% merupakan aset lancar dengan standar deviasi sebesar 17,28282. Hasil dari nilai

skewness -0,180 dan kurtosis -0,138. Data yang distribusinya normal akan memiliki nilai *skewness* dan kurtosis dekat dengan nol.

Ukuran perusahaan (K2) yang merupakan salah satu variabel kontrol didalam penelitian ini memiliki nilai minimum yakni 25,95 dan nilai maksimumnya 32,73. Nilai *mean* dari ukuran perusahaan adalah 28,7802 atau rata-rata dari total aset perusahaan manufaktur sebesar Rp 10 triliun atau lebih besar dari Rp 20 miliar maka berarti perusahaan manufaktur yang masuk ke dalam sampel penelitian termasuk perusahaan menengah atau besar. Standar deviasi sebesar 1,44909. Hasil dari nilai *skewness* 0,652 dan kurtosis -0,135. Data yang distirbusinya normal akan memiliki nilai *skewness* dan kurtosis dekat dengan nol.

Likuiditas (K3) merupakan salah satu variabel kontrol didalam penelitian kali ini mempunyai nilai minimum yakni 0,47 dan nilai maksimumnya senilai 13,27. Nilai *mean* dari likuiditas adalah 2,7398, angka tersebut menunjukkan bahwa likuiditas berada diatas 1 sehingga perusahaan manufaktur secara rata-rata mampu dalam melunasi hutang jangka pendeknya dengan baik. Bertambah tingginya tingkat likuiditas berarti bertambah baik pula kinerja keuangan suatu perusahaan terutama dalam memenuhi kewajibannya. Likuiditas yang baik pada dasarnya dapat tercipta ketika perusahaan mampu mengelola akset lancar dengan baik pula. Standar deviasinya yakni senilai 2,16814. Hasil dari nilai *skewness* 2,457 dan kurtosis 7,495. Hasil *skewness* dan kurtosis yang menjauhi nol mengindikasikan bahwa data tidak terdistribusi secara normal.

Pertumbuhan aset (K4) yang merupakan salah satu variabel kontrol didalam penelitian kali ini mempunyai nilai minimum senilai -30,78 dan nilai maksimumnya 226,94. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pada rentang periode tertentu terdapat perusahaan yang jumlah asetnya mengalami penurunan atau tidak mengalami pertumbuhan. Nilai rata-rata dari pertumbuhan aset adalah 11,9284 berarti pertumbuhan aset naik 11,93% dibanding tahun sebelumnya, dari adanya peningkatan tingkat pertumbuhan perusahaan menandakan bahwa perusahaan mengalami ekspansi yang berkaitan dengan kebutuhan modal karena dengan pertumbuhan perusahaan membuat keperluan modal lebih tinggi daripada perusahaan yang mengalami pertumbuhan rendah. Standar deviasi sebesar 27,45323. Hasil dari nilai *skewness* 4,873 dan kurtosis 31,627. Hasil *skewness* dan kurtosis yang menjauhi nol mengindikasikan bahwa distribusi data tidak normal.

Pembahasan Hasil Penelitian

Tabel 4
Ringkasan Hasil Uji Regresi Linier Berganda

Variabel	Adjusted R ²	F Hitung	Sig.	T hitung	Sig.	Hipotesis	Keputusan
LN Kind (X1a)	0.957	115.111	0.000	-1.757	0.085	H1a	Ditolak
LN KAIInd (X1b)	0.957	115.111	0.000	-0.220	0.827	H1b	Ditolak
KAE (X1c)	0.957	115.111	0.000	2.893	0.006	H1c	Diterima
LN MLV (X2a)	0.957	115.111	0.000	25.428	0.000	H2a	Diterima
LN TLV (X2b)	0.957	115.111	0.000	0.463	0.646	H2b	Ditolak
LN KM (X3a)	0.957	115.111	0.000	-0.565	0.575	H3a	Ditolak
LN KI (X3b)	0.957	115.111	0.000	1.224	0.227	H3b	Ditolak
LN KA (X3c)	0.957	115.111	0.000	0.235	0.815	H3c	Ditolak

Sumber: data sekunder diolah dengan IBM SPSS 25, 2022

Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil t hitung korelasi antara komisaris independen dengan Tobin's Q sebesar -1,757 dengan tingkat signifikansi 0,085. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai t hitung < t tabel dan signifikansi > 0,05 berarti H1a yang menyatakan komisaris independen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ditolak.

Hasil t hitung korelasi antara komite audit independen dengan Tobin's Q sebesar -0,220 dengan tingkat signifikansi 0,827. Hal tersebut menunjukkan bahwa hanya nilai t hitung pada komite audit independen terhadap Tobin's Q yang hasilnya < t tabel dan signifikansi > 0,05 berarti H1b yang menyatakan komite audit independen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ditolak.

Hasil t hitung korelasi antara kualitas audit dengan Tobin's Q sebesar 2,893 dengan tingkat signifikansi 0,006. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai t hitung kualitas audit terhadap Tobin's Q

hasilnya $> t$ tabel dan signifikansi $< 0,05$ berarti $H1c$ yang menyatakan kualitas audit berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan diterima.

Berdasarkan statistik deskriptif secara rata-rata komposisi komisaris independen 41% yang berarti jumlah minimum sudah terpenuhi. Tidak adanya pengaruh menunjukkan bahwa efektivitas fungsi pengawasan oleh komisaris independen dalam hal tata kelola perusahaan manufaktur di Indonesia tidak dipengaruhi oleh komposisi dewan, dalam mewujudkan pelaksanaan prinsip tanggung jawab sosial guna mencapai nilai perusahaan. Komisaris independen pada awalnya digunakan guna menerapkan tugasnya dalam mengawasi tata kelola perusahaan ternyata dengan komposisi yang besar tidak menjamin bahwa masalah keagenan dapat teratasi.

Secara rata-rata industri pada perusahaan manufaktur berdasarkan analisis statistik deskriptif hanya 39% yang memenuhi jumlah minimum komite audit independen. Keadaan tersebut menunjukkan komite audit independen pada perusahaan manufaktur tidak dapat melakukan perannya secara efisien dan efektif dalam fungsi pengawasan, penilaian, pemberian rekomendasi, *review*, dan identifikasi terhadap sistem pengendalian internal, kualitas laporan keuangan, dan efektivitas audit eksternal dalam hal tata kelola perusahaan. Akibatnya, masalah keagenan yang berkaitan dengan asimetri informasi terutama dalam menghindari kecurangan pelaporan keuangan tidak dapat diatasi dari adanya komite audit independen.

Secara rata-rata 66% perusahaan manufaktur yang menggunakan kantor akuntan publik yang termasuk sebagai *big four*. Laporan keuangan menjadi acuan bagi para *stakeholder* terutama pemegang saham dalam melihat kinerja perusahaan maka kualitas audit diperlukan untuk peningkatan nilai perusahaan. Kondisi itu terjadi karena adanya reputasi yang baik dari perusahaan audit akan mendorong manajemen perusahaan berkinerja baik dan akan mengurangi masalah keagenan yakni moral *hazard* seperti manipulasi dan kesalahan pelaporan keuangan. Kualitas audit ini dapat menjadi alat agar tata kelola perusahaan dapat tercipta dengan baik dan mewujudkan prinsip GCG transparansi dan akuntabilitas dari penilaian sisi eksternal.

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil t hitung korelasi antara *market leverage* dengan Tobin's Q sebesar 25,428, tingkat signifikansi 0,000. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai t hitung pada *market leverage* terhadap Tobin's Q hasilnya $> t$ tabel dan signifikansi $< 0,05$ berarti $H2a$ yang menyatakan *market leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan diterima.

Hasil t hitung korelasi antara *total leverage* dengan Tobin's Q sebesar 0,463 dengan tingkat signifikansi 0,646. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai t hitung pada *total leverage* terhadap Tobin's Q yang hasilnya $< t$ tabel dan signifikansi $> 0,05$ berarti $H2b$ yang menyatakan *total leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan ditolak.

Secara rata-rata industri dari hasil statistik deskriptif sebesar 3,8 atau saham dinilai *overvalued*. *Market leverage* menggambarkan komposisi modal yakni aset bersih perusahaan dengan penilaian pasar lebih tepatnya penilaian pasar terhadap kemampuan investasi perusahaan. Penelitian ini membuktikan bahwa adanya prioritas pendanaan didasarkan teori *Pecking Order* dapat meningkatkan penciptaan nilai bagi perusahaan, karena dengan perusahaan memilih menggunakan hutang maka biayanya akan jauh lebih rendah dibanding ketika perusahaan menerbitkan ekuitas saat memerlukan dana. Bertambah tingginya nilai *market leverage*, bertambah tinggi pula penilaian investor terhadap pertumbuhan saham perusahaan sehingga mampu memicu peningkatan nilai perusahaan.

Secara rata-rata 38% total aset yang dibiayai hutang di perusahaan manufaktur. Berdasarkan Teori *Pecking Order* menyatakan bahwa penggunaan hutang menjadi alternatif kedua setelah pendanaan internal untuk sistem pendanaan internal perusahaan ketika diperlukan terutama saat membiayai kegiatan operasionalnya, ternyata berguna untuk peningkatan nilai perusahaan. Hal itu ternyata dianggap positif oleh pasar.

Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil t hitung korelasi antara kepemilikan manajemen dengan Tobin's Q sebesar -0,565 dengan tingkat signifikansi 0,575. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai t hitung pada kepemilikan manajemen terhadap Tobin's Q hasilnya $< t$ tabel dengan arah negatif dan signifikansi $> 0,05$

berarti H3a yang menyatakan kepemilikan manajemen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ditolak.

Hasil t hitung korelasi antara kepemilikan institusional dengan Tobin's Q sebesar 1,224 dengan tingkat signifikansi 0,227. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai t hitung pada kepemilikan institusional terhadap Tobin's Q hasilnya $< t$ tabel dan signifikansi $> 0,05$ berarti H3b yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ditolak.

Hasil t hitung antara kepemilikan asing dengan Tobin's Q sebesar 0,235 dengan tingkat signifikansi 0,815. Hal tersebut menunjukkan nilai t hitung $< t$ tabel dan signifikansi $> 0,05$ berarti H3c yang menyatakan kepemilikan asing ada pengaruh positif dengan nilai perusahaan ditolak.

Berdasarkan statistik deskriptif secara rata-rata kepemilikan manajemen di perusahaan manufaktur 12% atau bukan pemegang saham pengendali. Oleh karena itu, masalah teori keagenan yang awalnya diharapkan mampu diatasi dengan berpartisipasinya manajemen perusahaan sebagai agen dalam kepemilikan saham. Hal tersebut bertujuan untuk mengurangi adanya konflik kepentingan. Ternyata pada penelitian ini ditemukan bahwa dengan manajer turut berpartisipasi dalam kepemilikan saham, tindakan yang berisiko dan perilaku mementingkan kepentingan sendiri tidak dapat dikurangi serta memungkinkan memicu timbulnya *moral hazard* dari informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen dibanding pihak lain.

Hasil rata-rata mengacu pada statistik deskriptif sekitar 42% pada perusahaan manufaktur sahamnya dimiliki institusi sehingga sebenarnya merekalah pemegang saham pengendali. Namun asumsi Institusi yang diharapkan mampu mengatasi masalah keagenan karena dianggap sebagai pihak yang tidak memiliki tujuan lain selain peningkatan nilai perusahaan, ternyata perannya dalam mengawasi adanya tindakan-tindakan yang menyimpang tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Kondisi itu terjadi dikarenakan institusi sebagai pihak eksternal tidak mengetahui informasi terkait dengan operasional perusahaan dibandingkan dengan pihak manajemen.

Komposisi kepemilikan asing di industri manufaktur sebesar 27%, nyatanya jumlah tersebut tidak dapat menunjukkan bahwa kinerja suatu perusahaan baik dan mampu membuat meningkatnya nilai perusahaan karena mampu menarik minat investor asing. Didasarkan pada teori agensi, masalah keagenan seperti perbedaan kepentingan di dalam perusahaan belum dapat diatasi dengan adanya tingkat kepemilikan asing yang tinggi.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Penelitian kali ini melaksanakan pengujian pengaruh tata kelola perusahaan, struktur modal, dan struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur. Variabel-variabel independen tersebut diukur sebagai berikut, seperti tata kelola perusahaan diukur dengan tiga proksi yakni komisaris independen, komite audit independen, serta kualitas audit, untuk variabel independen struktur modal diukur dengan dua proksi yakni *market leverage* dan *total leverage*, serta variabel independen struktur kepemilikan direpresentasikan dengan kepemilikan manajemen, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing. Selain itu, untuk variabel dependen nilai perusahaan diformulasikan dengan Tobin's Q.

Perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di BEI dari tahun 2018-2020 merupakan populasi penemuan ini. Sampelnya dengan metode *purposive sampling* sebanyak 153 data. Dalam rangka melakukan pengujian pengaruh variabel bebas dengan variabel terikat, pendekatan analisis data memakai analisis regresi linier berganda. Dibawah ini disajikan kesimpulan yang bisa diambil dari penelitian kali ini:

1. Tata kelola perusahaan (komisaris independen, komite audit independen, kualitas audit), struktur modal (*market leverage* dan *total leverage*), serta struktur kepemilikan (kepemilikan manajemen, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing) mempunyai pengaruh bersama-sama dengan nilai perusahaan (Tobin's Q).
2. Variabel tata kelola perusahaan dari ketiga alat ukur tersebut hanya kualitas audit yang mempengaruhi nilai perusahaan. Hal tersebut menunjukkan audit yang berkualitas bisa dilakukan dengan memakai jasa kantor akuntan publik yang termasuk ke dalam *big four*, dapat mengurangi masalah keagenan dan laporan keuangan disajikan lebih transparan serta mengurangi adanya kesalahan dan manipulasi dibandingkan perusahaan yang memakai jasa kantor akuntan publik non *big four*. Hal tersebut meningkatkan nilai perusahaan karena dapat meningkatkan kepercayaan *stakeholder*. Sedangkan independensi dewan komisaris serta

komite audit belum mampu melindungi kepentingan *stakeholder* sehingga efektifitas fungsi pengawasan dalam mengatasi asimetri informasi di perusahaan industri manufaktur di Indonesia tidak teratasi.

3. Variabel struktur modal, dari dua alat ukur tersebut hanya *market leverage* yang mempengaruhi nilai perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bahwa struktur modal dengan hutang, lebih berarti terhadap penilaian perusahaan di bursa efek dikarenakan tingkat risiko lebih rendah dan biayanya yang lebih murah daripada penerbitan saham. Sedangkan untuk *total leverage* menunjukkan struktur tidak mempengaruhi nilai perusahaan dan pendanaan internal diutamakan untuk mendapat laba yang maksimal. Selain itu, semua proksi struktur kepemilikan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Keterbatasan penelitian ini yakni proksi untuk mengukur variabel independen ada komponen yang sama dengan variabel dependen, sehingga memungkinkan banyak hipotesis yang ditolak. Oleh karena itu, disarankan agar penelitian selanjutnya memakai proksi lain untuk mengukur struktur modal yang melibatkan unsur laba didalamnya.

REFERENSI

- Agoes, Sukrisno., I cenik Ardana. 2009. *Etika Bisnis dan profesi: Tangtangan Membangun Manusia Seutuhnya. Edisi Revisi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Anthony, N. Robert dan Govindarajan, Vijay. 2011. *Sistem Pengendalian Manajemen. Jilid 2*. Tangerang: Karisma Publishing Group.
- Ayaz, Muhammad., Shafie Mohamed Zabri, dan Kamilah Ahmad.2021. "An empirical investigation on the impact of capital structure on firm performance: evidence from Malaysia." *Manajerial finance*, Vol. 47, No.8, h..1107-1127. Diakses tanggal 03 Oktober 2021, dari Emeraldinsight.
- Brigham, Eugene F., dan Houston, Joel F. 2018. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Edisi 11, Buku 2*. Terjemahan oleh Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat.
- Ciftci, I., Ekrem T., Geoffery W., Mehmet D., Selim Z. 2019. "Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey." *International Business Review*, Vol. 28, No.1, h..90-103. Diakses tanggal 03 Oktober 2021, dari Elsevier.
- Darko, Disreali Asante., Bright Adu Bonsu, Samuel famiyeh, Amoako Kwarteng, dan Yayra Goka. 2018. "Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana stock exchange". *The International Journal of Business in Society*, Vol.18, No. 4, h..671-685. Diakses tanggal 03 Oktober 2021, dari Emeraldinsight.
- Farooque, Omar Al., Wanlop B., Lan S. 2020. "Board, audit committee, ownership and financial performance – emerging trends fromThailand." *Pacific Accounting Review*, Vol.32, No.1, h..54-81. Diakses tanggal 25 Desember 2021, dari Emeraldinsight.
- Feng Kao, M., Lynn H., Aziza J. 2018. "Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan." *The international journal of business in society*, Vol.19, No.1, h..189-216. Diakses tanggal 25 Desember 2021, dari Emeraldinsight.
- Ghozali, Imam. 2018. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS. Edisi 9*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Nazir, Mian S., Talat Afza. 2018. "Does managerial behavior of managing earnings mitigate the relationship between corporate governance and firm value? Evidence from an emerging market." *Future Business Journal*, Vol.4, No.1, h..139-156. Diakses tanggal 16 Desember 2021, dari Elsevier.
- Rahrdjo, Soemarso Slamet. 2018. *Etika dalam Bisnis & Profesi Akuntan dan Tata Kelola Perusahaan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Riyanto, Bambang. 2008. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan. Edisi Keempat*. BPFE Universitas Gajah Mada. Yogyakarta.
- Sugiarto. 2009. *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri, Edisi 1*.Yogyakarta: Graha Ilmu.