

## Karakteristik Dewan terhadap Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Syariah

Aldiansyah<sup>1</sup> (aldiansyah.kps20@polban.ac.id)\*

M. Umar Mai<sup>2</sup> (umar.mai@polban.ac.id)

Marwansyah<sup>3</sup> (marwansyah@polban.ac.id)

<sup>1,2,3</sup>Magister Terapan Keuangan dan Perbankan Syariah, Politeknik Negeri  
Bandung, Bandung, Jawa Barat, Indonesia

\*Penulis Korespondensi

Artikel Masuk: 31 Januari 2023 | Artikel Diterima: 7 Maret 2023

### Abstract

*Capital structure and firm value have long been developed by a large number of researchers, but no agreement has been reached. One of the keys to optimizing organizational resources is board diversity. Having a well-diversified board influences company performance. An independent and effective board increases the quality and quantity of information provided by insiders to the public and therefore reduces adverse selection costs. This study aims to determine the effect of board characteristics on the capital structure of Islamic manufacturing companies in Indonesia and their impact on firm value. The analytical method used is multiple linear regression using panel data. The independent variables analyzed in this study are the number of directors, the number of commissioners, the number of independent commissioners, and the number of female directors, while the dependent variable is leverage as measured using the debt to asset ratio, which is then tested again on firm value as the dependent variable. as measured using Tobin's Q. The research results show that the number of the Board of Directors has no effect on the capital structure, the number of the Board of commissioners has a positive and significant effect on the capital structure, the number of independent commissioners has an effect positively and significantly to capital structure, the number of female board of directors has a negative and significant effect on capital structure, and capital structure has a positive effect on firm value.*

**Keywords:** board characteristics; leverage; firm value; sharia manufacturing company

**JEL Classification:** G32; G34; L22; L25

### Abstrak

Struktur modal dan nilai perusahaan telah lama dikembangkan oleh peneliti dalam jumlah yang besar, namun tidak ada kesepakatan yang dicapai. Salah

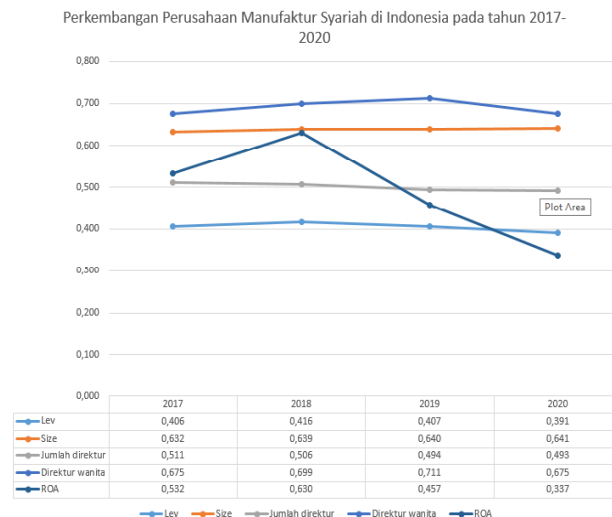
satu kunci dari optimalisasi sumber daya organisasi ialah keberagaman dewan. Dengan adanya keberagaman dewan yang baik akan memengaruhi kinerja perusahaan. Dewan yang independen dan efektif meningkatkan kualitas dan kuantitas informasi yang diberikan oleh orang dalam kepada publik dan oleh karena itu mengurangi biaya seleksi yang merugikan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara karakteristik dewan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur syariah di Indonesia dan dampaknya terhadap nilai perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda dengan menggunakan data panel. Variabel independen yang dianalisis dalam penelitian ini adalah jumlah dewan direksi, jumlah dewan komisaris, jumlah dewan komisaris independen, dan jumlah dewan direksi wanita, sedangkan variabel dependennya adalah *leverage* yang diukur menggunakan *debt to asset ratio*, yang kemudian diuji lagi pada nilai perusahaan sebagai variabel dependen yang diukur menggunakan Tobin's Q. Hasil Penelitian menunjukkan bahwa jumlah dewan direksi tidak berpengaruh terhadap struktur modal, jumlah dewan komisaris berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, jumlah dewan komisaris independen berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap struktur modal, jumlah dewan direksi wanita berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap struktur modal, dan struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

**Kata Kunci:** karakteristik dewan; *leverage*; nilai perusahaan; perusahaan manufaktur syariah

**Klasifikasi JEL:** G32; G34; L22; L25

## PENDAHULUAN

Penelitian tentang struktur modal dan nilai perusahaan telah lama dikembangkan oleh peneliti dengan penelitian teoretis maupun empiris dalam jumlah yang besar sejak penelitian perintis Modigliani & Miller (1958), namun tidak ada kesepakatan yang dicapai mengenai hubungan ini (Vo & Ellis, 2017). Hasil Pengamatan pada pertumbuhan *size* dan *leverage* perusahaan manufaktur syariah lalu karakteristik dewan di Indonesia pada tahun 2017 hingga tahun 2020 dapat dilihat di dalam gambar 1 berikut:



**Gambar 1. Perkembangan *Leverage* dan Ukuran Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur Syariah hingga Tahun 2020**

Pada gambar 1 di atas, dalam empat tahun terakhir dapat dilihat bahwa *leverage* cenderung mengalami penurunan, hal ini dapat dikaitkan dengan adanya pandemi pada tahun 2020, sedangkan ukuran perusahaan yang diproyeksikan oleh *size* cenderung mengalami peningkatan, *return on assets* dapat dilihat akan cenderung mengikuti *leverage*. ketika total aset naik dan utang turun dapat mengindikasikan perusahaan menggunakan laba ditahan, sedangkan karakteristik dewan yang ditampilkan dalam gambar 1 merupakan jumlah dewan direktur dan jumlah dewan wanita sebagai proyeksi atas keanekaragaman dewan di perusahaan, dapat dilihat bahwa jumlah direktur mengalami penurunan jumlah pada 2018-2020 diikuti dengan turunnya tingkat *leverage*. Naiknya *size* diikuti turunnya *leverage* dan penurunan tajam pada ROA menjadikan fenomena tersebut menjadi menarik karena tujuan perusahaan adalah memakmurkan pemegang saham yang diukur dengan nilai perusahaan yang melibatkan harga saham, apakah keputusan *leverage* yang cenderung menurun relevan dengan tujuan perusahaan, ada kemungkinan investor tidak menyukai *leverage* dan mendorong dewan mengurangi utang, sehingga Tobin's Q naik, atau semata manajemen akan mengurangi resiko dan bertentangan dengan keinginan investor sehingga menunjukkan pengaruh negatif.

Para peneliti telah mengikuti dan memperluas pekerjaan mereka untuk mengembangkan teori yang menjelaskan keputusan struktur modal (Faccio & Xu,

2015; Fauver & McDonald, 2015; Serfling, 2016). Pertanyaan apakah, dan atau bagaimana, struktur modal berdampak pada nilai perusahaan terus berlanjut sebagai salah satu perhatian terpenting dalam keuangan perusahaan. Dalam pasar sempurna (yaitu satu tanpa pajak, biaya transaksi, biaya kebangkrutan, biaya agensi, dan asimetri informasi) Modigliani & Miller (1958) berhipotesis bahwa nilai perusahaan akan independen dari struktur modalnya (Vo & Ellis, 2017). *Corporate governance* adalah instrumen penting untuk mengurangi konflik antara agen dan pemegang saham yang dapat memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan. Berkenaan dengan studi teoretis, ada empat teori persaingan struktur modal yang diakui secara luas: Ketidakrelevanan struktur modal, relevansi struktur modal, teori *trade-off* statis, dan *pecking order theory*. Dalam dunia pasar yang sempurna dan tanpa gesekan, struktur modal yang tidak relevan dari Modigliani & Miller (1958) berpendapat bahwa nilai perusahaan tidak tergantung pada struktur modal perusahaan dan tidak ada struktur modal yang optimal untuk perusahaan tertentu. Namun, asumsi pasar modal sempurna tanpa biaya transaksi, tanpa pajak, ekspektasi homogen dan informasi simetris tidak realistis dan tidak dapat diterapkan karena pajak, gesekan, biaya agensi, dan perbedaan informasi, semuanya ada (Detthamrong et al, 2017). Penyimpangan dari *leverage* yang sebenarnya jauh dari target *leverage* mengurangi nilai perusahaan, perusahaan diberi insentif untuk menyesuaikan *leverage* mereka ke tingkat yang optimal. Namun, proses penyesuaian ini membutuhkan waktu, terutama ketika perusahaan menghadapi biaya penyesuaian (Chang et al., 2014).

Keberagaman dewan merupakan salah satu kunci dari optimalisasi sumber daya organisasi. Dengan adanya keberagaman dewan yang baik akan memengaruhi kinerja perusahaan. Dewan direksi yang independen dan efektif meningkatkan kualitas dan kuantitas informasi yang diberikan oleh orang dalam kepada publik dan oleh karena itu mengurangi biaya seleksi yang merugikan (Alves et al., 2015). Di Indonesia struktur modal perusahaan yang masuk dalam kategori Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) diatur dalam Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor Kep-208/Bl/2012 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah. Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan itu adalah bahwa perusahaan dapat dimasukkan dalam kategori ISSI apabila memiliki total utang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset maksimum 45% dan total pendapatan tidak halal hanya boleh digunakan sebesar 10% terhadap total pendapatan.

### Ukuran Dewan Direksi

Ukuran dewan memiliki hubungan langsung dengan struktur modal (Feng et al., 2020), tetapi hubungan itu adalah berupa bauran. Hubungan antara ukuran dewan dan struktur modal keduanya memiliki hubungan yang positif, karena ketika dewan itu berukuran besar maka efisiensi pengambilan keputusan dewan dapat menurun, sehingga sulit bagi anggota dewan untuk mencapai mufakat dalam pengambilan keputusan yang mengarah ke *leverage* yang tinggi (Abor & Biekpe, 2007). Namun, semakin besar ukuran dewan akan muncul masalah keagenan yang lebih kompleks yang disebabkan oleh kontrol dan kepemilikan perusahaan. Ini berarti lebih banyak modal utang diperlukan untuk mengatasi masalah keagenan

tersebut. Menurut Rehman et al. (2010) kreditor cenderung percaya bahwa perusahaan dengan dewan yang lebih besar menerapkan pengawasan yang lebih efektif, ini menjadikan biaya utang menjadi turun. Untuk perusahaan manufaktur syariah di Indonesia diduga bahwa hubungan antara ukuran dewan dan struktur modal adalah positif, karena ada aturan yang membatasi perusahaan yang masuk dalam kategori syariah di Indonesia untuk modal utang dari sumber non-halal dibatasi maksimum sebesar 45%, sehingga manajemen perusahaan manufaktur syariah akan berusaha untuk memaksimumkannya.

H1: ukuran dewan direktur terkait positif dengan struktur modal perusahaan manufaktur syariah di Indonesia.

### **Ukuran Dewan Komisaris**

Dewan komisaris merupakan mekanisme pengendalian intern tertinggi yang bertanggung jawab untuk memonitor tindakan manajemen puncak. Dewan komisaris sebagai organ perusahaan bertugas dan bertanggung jawab secara kolektif untuk melakukan pengawasan dan memberikan nasihat kepada direksi serta memastikan bahwa perusahaan melaksanakan GCG. Ukuran dewan komisaris yang dimaksud disini adalah banyaknya jumlah anggota dewan komisaris dalam suatu perusahaan (Thesarani, 2017). Hubungan antara dewan komisaris dan struktur modal memiliki hubungan positif, hal ini dikarenakan fungsi dan tanggung jawab dewan komisaris, hal ini sejalan dengan penelitian Thesarani (2017) yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap struktur modal, lalu didukung oleh penelitian Novitasari et al. (2020) yang menyatakan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh ukuran dewan perusahaan. Untuk perusahaan manufaktur syariah di Indonesia diduga ada hubungan positif karena ada aturan yang membatasi perusahaan yang masuk dalam kategori syariah di Indonesia untuk modal utang dari sumber non-halal dibatasi maksimum sebesar 45%, sehingga manajemen perusahaan manufaktur syariah akan berusaha untuk memaksimumkannya.

H2: ukuran dewan komisaris terkait positif dengan struktur modal perusahaan manufaktur syariah di Indonesia.

### **Ukuran Dewan Independen**

Hasil penelitian yang ada tentang hubungan antara independensi dewan dan struktur modal memberikan penjelasan dan bukti empiris yang tidak konsisten. Ada yang mengatakan bahwa semakin tinggi independensi dewan, semakin tinggi *leverage*. Direktur independen dapat membantu perusahaan memperoleh pengakuan dan kepercayaan dari investor luar, sehingga mengurangi ketidakpastian perusahaan dan meningkatkan kemampuan pendanaan perusahaan. Zaid et al. (2020) dan Ali et al. (2014) mengemukakan hasil penelitian yang sama bahwa independensi dewan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil penelitian Boateng et al. (2017) dengan teori keagenan berpendapat bahwa direktur independen dapat memperkuat pengawasan manajemen, sehingga mengurangi rasio utang. Begitupun Hasil penelitian Dimitropoulos (2014). menyimpulkan bahwa ketika dewan dikendalikan oleh direktur independen, maka manajer eksekutif sering dihadapkan pada pengawasan yang lebih ketat, yang

menyebabkan manajer mengadopsi *leverage* yang lebih rendah untuk menghindari tekanan yang terkait dengan komitmen untuk menyerahkan uang tunai dalam jumlah besar. Untuk perusahaan manufaktur syariah di Indonesia diduga bahwa hubungan *board independence* dengan struktur modal adalah positif. Hal ini karena perusahaan yang masuk kategori syariah di Indonesia untuk modal utang non-halal dibatasi maksimum 45%, sehingga manajemen perusahaan manufaktur syariah akan berusaha untuk memaksimumkannya.

H3: ukuran dewan komisaris independen terkait positif dengan struktur modal perusahaan manufaktur syariah di Indonesia.

### Ukuran Dewan Wanita

Direktur wanita diyakini akan dapat meningkatkan efektivitas dewan dalam beberapa literatur. Dalam hal ini, Norwegia adalah negara pertama yang secara eksplisit menetapkan jumlah direktur wanita di dewan direksi perusahaan. Norwegia mensyaratkan bahwa perusahaan harus memiliki setidaknya 40% wanita di dewan direksi. Direktur wanita cenderung mendukung manajemen dengan menggunakan keterampilan dan pengetahuan mereka di bidang hukum, manajemen sumber daya manusia, komunikasi, dan hubungan masyarakat yang lebih banyak daripada rekan pria mereka. Studi Strøm et al. (2014) menemukan bahwa memiliki anggota wanita di dewan direksi akan menghasilkan kinerja keuangan yang lebih baik berdasarkan sampel perusahaan di 73 negara selama periode 1998–2008. Selanjutnya, direktur wanita akan mencoba menurunkan *leverage* perusahaan untuk menurunkan risiko keuangan, sehingga mengarah pada efek negatif dari jabatan direktur wanita terhadap *leverage*. Studi Chang et al. (2014) dan Huang et al. (2015) melaporkan bahwa banyak perusahaan di negara maju memiliki *leverage* yang rendah, sehingga kehadiran direktur wanita di dewan direksi dapat mendorong perusahaan untuk memiliki *leverage* yang lebih tinggi. Namun demikian, sebagian besar studi yang terbaru melaporkan bahwa kehadiran anggota wanita di dewan terkait dengan struktur modal yang lebih kecil (Usman et al., 2019).

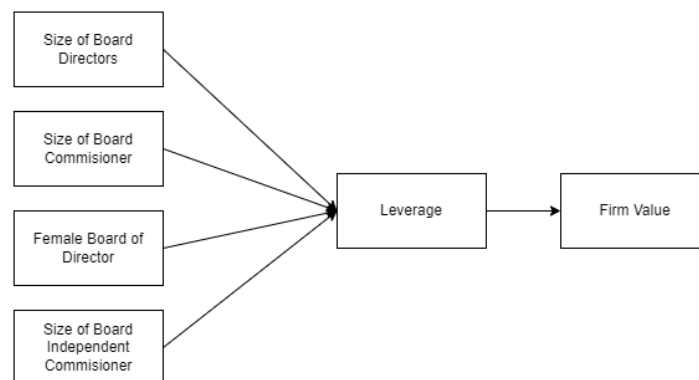
H4: ukuran dewan direktur wanita terkait negatif dengan struktur modal perusahaan manufaktur syariah di Indonesia.

### Struktur Modal

Kebijakan struktur modal yang baik dianggap sebagai jaminan bahwa perusahaan mampu bertahan secara jangka panjang maka ia memengaruhi nilai perusahaan secara keseluruhan. Hasil penelitian Cheng et al. (2010) mengatakan bahwa struktur modal menunjukkan pengaruh antara *leverage* dan nilai perusahaan, begitupun hasil penelitian Aggarwal & Padhan (2017) menunjukkan hasil signifikan antara *leverage* dan nilai perusahaan. Namun dapat dilihat pada penelitian Danso et al. (2020) terlihat walaupun signifikan namun *leverage* dan nilai perusahaan memiliki hubungan yang negatif, ia juga mengamati bahwa dampak *leverage* keuangan pada kinerja perusahaan lebih rendah untuk perusahaan yang lebih kecil daripada yang besar. Bertolak belakang dengan penelitian Hirdinis (2019) yang menunjukkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan, sedangkan Hasan et al. (2014) mengatakan bahwa secara

statistik tidak ada hubungan signifikan antara *leverage* dan nilai perusahaan. Untuk perusahaan manufaktur syariah di Indonesia diduga bahwa hubungan antara ukuran dewan komisaris dan struktur modal adalah positif. Hal ini karena perusahaan yang masuk kategori syariah di Indonesia untuk modal utang non-halal dibatasi maksimum 45%, sehingga manajemen perusahaan manufaktur syariah akan berusaha untuk memaksimumkannya. Penelitian ini menggunakan pendekatan dengan rasio Tobin's Q sebagai alat untuk mengukur nilai perusahaan, Tobin's Q adalah rasio atau teori yang pada tahun 1969 diperkenalkan pertama kali oleh James Tobin (I. R. Dewi et al., 2012).

H5: struktur Modal terkait positif dengan nilai perusahaan di perusahaan manufaktur syariah di Indonesia.



Gambar 2. Kerangka Berpikir

## METODE PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah melihat pengaruh 4 variabel independen, yaitu *size of board director*, *size of board commissioner*, *size of board independent commissioner*, dan *female board of director*, terhadap variabel dependen dalam penelitian ini adalah *debt to assets ratio*, lalu diuji lagi pada Tobin's Q. Data yang diambil merupakan data tahunan perusahaan manufaktur syariah yang terdaftar dari 2017-2020 di ISSI, sedangkan jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *cross-section* yang akan dianalisis dengan regresi linier berganda menggunakan alat statistik WARPPLS 7.0.

Operasionalisasi variabel dalam penelitian ini dapat dijelaskan melalui tabel 1 berikut:

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel

| Variabels                             | Notasi | Proksi                                                                                                | Skala |
|---------------------------------------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| Tobin's Q                             | TBSQ   | Rasio untuk mengukur nilai perusahaan (nilai pasar dan nilai buku utang dibagi nilai buku total aset) | Rasio |
| Leverage                              | LEV    | Total debt to total asset ratio                                                                       | Rasio |
| Size of board director                | BDSZ   | logaritma dari seluruh anggota dewan direktur                                                         | Rasio |
| Size of board commisioner             | BCSZ   | logaritma dari seluruh anggota dewan komisaris                                                        | Rasio |
| Size of board independent commisioner | BCIN   | rasio jumlah dewan komisaris independen terhadap seluruh dewan                                        | Rasio |
| Board women                           | FMBD   | rasio dewan wanita terhadap seluruh dewan                                                             | Rasio |

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur syariah yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) selama tahun penelitian, yaitu tahun 2017-2020. Sampel dipilih berdasarkan metode *purposive sampling*, dengan kriteria tertentu. Kriteria yang dipilih adalah: 1.) perusahaan manufaktur syariah yang terdaftar di ISSI tahun 2017-2020 secara berturut-turut; dan 2.) menerbitkan laporan keuangan dan laporan tahunan secara lengkap. Terdapat 83 Perusahaan dengan 332 data untuk masing-masing variabelnya.

Tabel 2. Kriteria Pengujian

| Quality Indices | Kriteria                                                     |
|-----------------|--------------------------------------------------------------|
| APC             | $p < 0.05$                                                   |
| ARS             | $p < 0.05$                                                   |
| AARS            | $p < 0.05$                                                   |
| AVIF            | Acceptable if $\leq 5$ , ideally $\leq 3.3$                  |
| AFVIF           | Acceptable if $\leq 5$ , ideally $\leq 3.3$                  |
| GoF             | Small $\geq 0.1$ , Medium $\geq 0.25$ ,<br>Large $\geq 0.36$ |
| SPR             | Acceptable if $\geq 7$ , ideally = 1                         |
| RSCR            | Acceptable if $\geq 0.9$ , ideally = 1                       |
| SSR             | Acceptable if $\geq 0.7$                                     |
| NLBCCR          | Acceptable if $\geq 0.7$                                     |

Adapun syarat suatu hipotesis dapat diterima atau ditolak dilihat melalui tingkat signifikansinya, yaitu sebesar 5%. Berikut merupakan dasar yang digunakan dalam pengambilan keputusan diterima atau ditolaknya suatu hipotesis:

$p < 0.05$  maka  $H_0$  ditolak.

$p > 0.05$  maka  $H_0$  diterima.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *size of board director* (BDSZ), *size of board commisioner* (BCSZ), *size of board independent commisioner* (BCIN),

dan *female board of director* (FMBD), *leverage* (LEV), serta Tobin's Q (TBSQ). Jumlah sampel perusahaan yang memenuhi kriteria dalam penelitian ini adalah 83 perusahaan yang terdaftar di ISSI berturut-turut selama periode penelitian.

### Hasil Uji Kelayakan Model

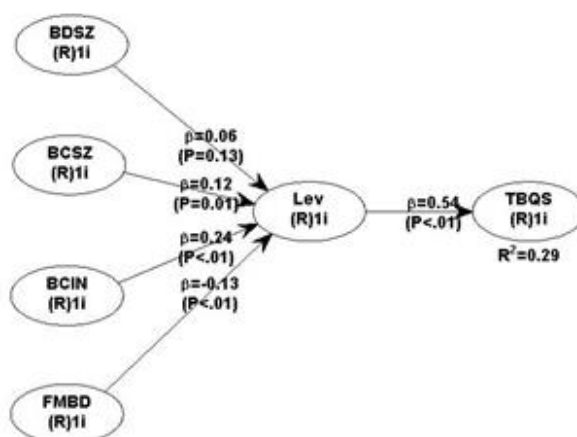
Tabel 3. Hasil Uji Kelayakan Model

| <i>Quality Indices</i> | Hasil | <i>p – value</i> | Kriteria                                                  | Status     |
|------------------------|-------|------------------|-----------------------------------------------------------|------------|
| APC                    | 0.219 | < 0.001          | $p < 0.05$                                                | Fit        |
| ARS                    | 0.135 | 0.003            | $p < 0.05$                                                | Fit        |
| AARS                   | 0.128 | 0.005            | $p < 0.05$                                                | Fit        |
| AVIF                   | 1.030 | -                | Acceptable if $\leq 5$ , ideally $\leq 3.3$               | Fit        |
| AFVIF                  | 1.215 | -                | Acceptable if $\leq 5$ , ideally $\leq 3.3$               | Fit        |
| GoF                    | 0.367 | -                | Small $\geq 0.1$ , Medium $\geq 0.25$ , Large $\geq 0.36$ | Fit        |
| SPR                    | 0.800 | -                | Acceptable if $\geq 7$ , ideally = 1                      | Fit        |
| RSCR                   | 0.845 | -                | Acceptable if $\geq 0.9$ , ideally = 1                    | Kurang Fit |
| SSR                    | 1.000 | -                | Acceptable if $\geq 0.7$                                  | Fit        |
| NLBCDR                 | 0.800 | -                | Acceptable if $\geq 0.7$                                  | Fit        |

Berdasarkan pada tabel 3, APC, ARS, dan AARS menghasilkan nilai sebesar 0.219, 0.135, dan 0.128 dengan  $p < 0.05$ . Kemudian AVIF mendapatkan nilai 1.030 dan AFVIF 1.215 yang berarti kedua indeks tersebut dikatakan fit, karena nilainya dapat diterima apabila  $\leq 5$ . Adapun nilai GoF yaitu 0.367, sehingga tergolong pada kategori *large* yang berarti kemampuan penjelas dari model penelitian memiliki kemungkinan besar untuk diterima. Nilai SPR yang dihasilkan yaitu 0.800, sehingga dapat dinyatakan fit karena kriteria  $SPR \geq 0.07$ . Selanjutnya nilai RSCR sebesar 0.845 yang artinya tidak dinyatakan fit, karena RSCR diterima jika  $\geq 0.09$ , idealnya = 1. Nilai RSCR yang didapatkan memiliki arti bahwa peran serta *R-squared* positif dapat membangun setidaknya 84.5% dari jumlah peran serta *R-squared* absolut pada model. Adapun nilai SSR yaitu 1.000, sehingga dikatakan fit karena kriteria SSR dapat diterima jika  $\geq 0.07$ , hal tersebut berarti bahwa 100% jalur pada model bebas dari penitikberatan statistik. Nilai NLBCDR yaitu 0.800, sehingga dikatakan fit karena kriteria NLBCDR dapat diterima jika  $\geq 0.07$ . *Quality indeces* yang dihasilkan pada uji model fit, tidak seluruhnya fit karena RSCR tidak memenuhi kriteria. Namun jika terdapat satu atau lebih parameter yang telah fit maka model dinyatakan fit, sehingga model penelitian ini dapat diterima.

Tabel 4. Hasil Analisis

| Variabel Independen                                                             | Variabel Dependen: LEV |                   |                | Hasil Pengujian Hipotesis |
|---------------------------------------------------------------------------------|------------------------|-------------------|----------------|---------------------------|
|                                                                                 | <i>Coeff.</i>          | <i>Std. Error</i> | <i>p-value</i> |                           |
| BDSZ                                                                            | 0.060                  | 0.054             | 0.134          | H1: Ditolak               |
| BCSZ                                                                            | 0.122                  | 0.054             | 0.012          | H2: Diterima              |
| BCIN                                                                            | 0.244                  | 0.053             | < 0.001        | H3: Diterima              |
| FMBD                                                                            | -0.128                 | 0.054             | 0.009          | H4: Diterima              |
| Variabel Dependen: TBSQ                                                         |                        |                   |                |                           |
| LEV                                                                             | 0.540                  | 0.051             | < 0.001        | H5: Diterima              |
| Catatan: **statistically significant at 5%; ***statistically significant at 1%. |                        |                   |                |                           |



Gambar 3. Hasil Analisis Data

### Hasil Analisis dan Pembahasan Model dan Pengujian Hipotesis *Board Director Size* terhadap *Leverage*

Hipotesis 1 menyatakan bahwa BDSZ tidak berpengaruh terhadap *leverage* karena memiliki nilai  $\beta = 0.06$  dan  $p = 0.134$  maka H1 ditolak. Artinya variabel BDSZ tidak memiliki pengaruh terhadap *leverage* selama periode penelitian. Maka hasil pengujian menunjukkan bahwa BDSZ tidak berpengaruh terhadap jumlah utang atau *leverage* yang dimiliki perusahaan manufaktur syariah.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa jumlah dewan direktur tidak mendorong utang yang dimiliki perusahaan manufaktur syariah. Bertambahnya jumlah dewan direksi tidak mendorong penggunaan utang yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur syariah. Sejalan dengan penelitian Fitri & Erlita (2020) yang mengemukakan bahwa ukuran dewan direksi tidak berpengaruh terhadap struktur modal, namun tidak sejalan dengan penelitian Osvald et al. (2019) yang menyatakan ada pengaruh yang signifikan dewan direksi terhadap struktur modal. Hal ini mengindikasikan jumlah dewan direksi pada periode penelitian belum mampu mendorong kebijakan mengenai struktur modal. Hasil penelitian jumlah dewan direksi sangat penting karena dapat membantu perusahaan manufaktur syariah menentukan karakteristik dewannya terutama pada keputusan-keputusan terkait dengan struktur modal.

### Hasil Analisis dan Pembahasan Model dan Pengujian Hipotesis *Board Commisioner Size* terhadap *Leverage*

Hipotesis 2 menyatakan bahwa BCSZ berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* karena memiliki nilai  $\beta = 0.122$  dan  $p = 0.012$  maka H2 diterima. Artinya variabel BCSZ memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* selama periode penelitian. Maka hasil pengujian menunjukkan bahwa BCSZ berpengaruh positif dan signifikan terhadap jumlah utang atau *leverage* yang dimiliki perusahaan manufaktur syariah.

Hubungan positif menunjukkan bahwa semakin besar ukuran dewan komisaris maka tingkat *leverage* perusahaan manufaktur syariah di Indonesia akan

semakin tinggi atau mengalami peningkatan. Hasil *path coefficients* BCSZ terhadap *leverage* adalah 0.122 yang berarti setiap kenaikan 1 poin BCSZ maka akan mendorong kenaikan sebesar 12.2%.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa jumlah dewan komisioner mendorong utang yang dimiliki perusahaan manufaktur syariah, keputusan penambahan atau pengurangan anggota dewan komisaris dalam jajaran perusahaan akan mampu meningkatkan atau mengurangi total utang perusahaan yang secara langsung akan memengaruhi nilai perusahaan, adanya dewan komisaris diharapkan dapat memberikan nasehat dan konsultasi kepada manajemen untuk dapat mengambil keputusan yang terbaik. Selain itu ada juga fungsi kontrol yang dilakukan oleh dewan komisaris yang bisa diambil dari teori agensi. Dari persepektif teori agensi, dewan komisaris mewakili mekanisme internal utama untuk mengontrol perilaku oportunistik manajemen sehingga dapat membantu menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajer (Kurniawan & Rahardjo, 2014). Hasil tersebut sejalan dengan penelitian (Novitasari et al., 2020) dan (Thesarani, 2017) yang menunjukkan bahwa dewan komisaris berpengaruh terhadap struktur modal. Semakin besar jumlah dewan komisaris, maka semakin mudah untuk mengendalikan manajer dan memonitor aktivitas manajemen sehingga manajer lebih percaya diri untuk mengeluarkan saham baru, lembaga keuangan akan lebih percaya memberikan pinjaman kepada perusahaan dengan dewan komisaris yang lebih besar. Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian (Kurniawan & Rahardjo, 2014) dan (A. S. Dewi et al., 2018) yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap pengambilan keputusan struktur modal. Hasil penelitian Jumlah dewan komisioner sangat penting karena dapat membantu perusahaan manufaktur syariah menentukan karakteristik dewannya terutama pada keputusan-keputusan terkait dengan struktur modal.

### **Hasil Analisis dan Pembahasan Model dan Pengujian Hipotesis *Size of Board Independent Commisioner Terhadap Leverage***

Hipotesis 3 menyatakan bahwa BCIN berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* karena memiliki nilai  $\beta = 0.244$  dan  $p < 0.001$  maka H3 diterima. Artinya, variabel BCSZ memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* selama periode penelitian. Hipotesis 3 menyatakan bahwa BCIN memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *Leverage*. Maka hasil pengujian menunjukkan bahwa BCSZ berpengaruh positif dan signifikan terhadap jumlah utang atau *leverage* yang dimiliki perusahaan manufaktur syariah.

Hubungan positif menunjukkan bahwa semakin besar ukuran dewan komisaris independen maka tingkat *leverage* perusahaan manufaktur syariah di Indonesia akan semakin tinggi atau mengalami peningkatan. Hasil *path coefficients* BCSZ terhadap *leverage* adalah 0.224 yang berarti setiap kenaikan 1 poin BCSZ maka akan mendorong kenaikan sebesar 22.4%.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa jumlah dewan komisioner independen mendorong utang yang dimiliki perusahaan manufaktur syariah. Keputusan penambahan atau pengurangan anggota dewan komisaris independen dalam jajaran perusahaan akan mampu meningkatkan atau mengurangi total utang perusahaan yang secara langsung akan memengaruhi nilai perusahaan. Artinya,

banyaknya jumlah komisaris independen pada perusahaan berdampak pada keputusan yang diambil untuk hutang jangka panjang. Hal ini pun menunjukkan sinergi yang baik atas dengan para pemegang saham sehingga perusahaan mampu mengoptimalkan peningkatan laba selama periode penelitian. Hal ini sejalan dengan penelitian Mai et al. (2021) dan A. S. Dewi et al. (2018) yang menunjukkan bahwa dewan komisaris independen berpengaruh terhadap struktur modal, namun lain halnya dengan penelitian Osvald et al. (2019) yang menyatakan bahwa komisaris independen tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian jumlah dewan komisioner independen sangat penting karena dapat membantu perusahaan manufaktur syariah menentukan karakteristik dewannya terutama pada keputusan-keputusan terkait dengan struktur modal.

### **Hasil Analisis dan Pembahasan Model dan Pengujian Hipotesis *Female Board of Director* terhadap *Leverage***

Hipotesis 4 menyatakan bahwa FMBD berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage* karena memiliki nilai  $\beta = -0.128$  dan  $p = 0.009$  maka H4 diterima. Artinya variabel FMBD memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage* selama periode penelitian. Hipotesis 4 menyatakan bahwa FMBD memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Maka hasil pengujian menunjukkan bahwa FMBD berpengaruh negatif dan signifikan terhadap jumlah utang atau *leverage* yang dimiliki perusahaan manufaktur syariah.

Hubungan negatif menunjukkan bahwa semakin besar ukuran dewan direksi wanita maka tingkat *leverage* perusahaan manufaktur syariah di Indonesia akan semakin rendah atau mengalami penurunan. Hasil *path coefficients* BCSZ terhadap *leverage* adalah 0.128 yang berarti setiap kenaikan 1 poin BCSZ maka akan mendorong penurunan sebesar 12.8%. Hal ini sejalan dengan penelitian Fitri & Erlita (2020) yang mengemukakan bahwa keberadaan dewan wanita berpengaruh terhadap keputusan struktur modal perusahaan manufaktur syariah.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Fitri & Erlita (2020) yang menyatakan bahwa dewan direksi wanita berpengaruh terhadap struktur modal, namun dalam penelitian tersebut keberagaman dewan direksi wanita berpengaruh secara positif. Artinya, keberagaman dewan direksi wanita dalam penelitian tersebut mendorong hutang perusahaan yang lebih tinggi, sementara hasil penelitian ini berpengaruh secara negatif menunjukkan bahwa jumlah dewan direksi wanita mendorong utang yang dimiliki perusahaan manufaktur syariah semakin kecil. Hal ini mengindikasikan bahwa dewan direksi wanita cenderung lebih berhati-hati dalam keputusannya untuk berutang karena adanya risiko yang tinggi jika utang semakin banyak sesuai dengan penelitian Leviana et al. (2019) yang menyatakan bahwa direksi wanita dapat menekan risiko dalam pengambilan keputusan struktur modal, namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Oktaviani (2017) yang menyatakan bahwa direksi wanita tidak berpengaruh terhadap keputusan struktur modal. Keputusan penambahan atau pengurangan anggota dewan direksi wanita dalam jajaran perusahaan akan mampu meningkatkan atau memengaruhi total utang perusahaan yang secara langsung akan memengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian jumlah dewan direksi wanita sangat penting

karena dapat membantu perusahaan manufaktur syariah menentukan karakteristik dewannya terutama pada keputusan-keputusan terkait dengan struktur modal.

### **Hasil Analisis dan Pembahasan Model dan Pengujian Hipotesis *Leverage* terhadap Tobin's Q**

Hipotesis 5 menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q karena memiliki nilai  $\beta = 0.540$  dan  $p < 0.001$  maka H5 diterima. Artinya, variabel *leverage* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q selama periode penelitian maka hasil pengujian menunjukkan bahwa LEV berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (TBSQ) yang dimiliki perusahaan manufaktur syariah. Hasil ini sejalan dengan penelitian I. R. Dewi et al. (2012) dan Mai & Setiawan (2020) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang dinilai dari rasio Tobin's Q, namun tidak sejalan dengan penelitian Widnyana et al. (2020) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena sesuai dengan teori *pecking order* di mana penggunaan dana internal lebih banyak digunakan daripada penggunaan utang.

Hubungan positif menunjukkan bahwa semakin besar jumlah utang maka nilai perusahaan manufaktur syariah di Indonesia akan semakin tinggi atau mengalami kenaikan. Hasil *path coefficients leverage* terhadap Tobin's Q adalah 0.540 yang berarti setiap kenaikan 1 poin *leverage* maka akan mendorong kenaikan sebesar 54.0%.

Hasil tersebut menunjukkan bahwa tingkat utang yang lebih tinggi akan mampu mendorong nilai Tobin's Q yang lebih tinggi. Artinya, nilai perusahaan di mata para investor naik dan perusahaan akan mampu mendapatkan investor yang lebih banyak. Hal ini sesuai dengan *signaling theory* di mana perusahaan dengan tingkat hutang lebih tinggi dianggap lebih kredibel oleh investor karena menimbulkan keyakinan akan prospek perusahaan ke depannya. Hasil penelitian *leverage* sangat penting karena dapat membantu perusahaan manufaktur syariah menentukan jumlah utang yang akan mampu memaksimalkan keuntungan yang diterima perusahaan dan menaikkan nilai perusahaan di mata para investor.

### **SIMPULAN**

Berdasarkan hasil analisis dan diskusi yang telah dilakukan maka dapat disimpulkan bahwa *board of director size* tidak memiliki pengaruh terhadap rasio utang (*leverage*) yang dimiliki perusahaan, sehingga tidak menciptakan nilai tambah bagi perusahaan (Tobin's Q). *board of commissioner size* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap rasio utang (*leverage*) yang dimiliki perusahaan, sehingga bertambahnya jumlah anggota dewan komisaris akan mendorong rasio utang perusahaan menjadi lebih tinggi dan mendorong nilai perusahaan yang dapat diukur dengan ukuran Tobin's Q yang meningkat. *Board of independent commissioner* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap rasio utang (*leverage*) yang dimiliki perusahaan, sehingga bertambahnya jumlah anggota dewan komisaris independen akan mendorong rasio utang perusahaan menjadi lebih tinggi dan

mendorong nilai perusahaan yang dapat diukur dengan ukuran Tobin's Q yang meningkat. *Board of female director* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio utang (*leverage*) yang dimiliki perusahaan, sehingga dewan wanita cenderung berhati-hati dengan mendorong struktur modal dari utang menjadi lebih kecil.

Alternatif kebijakan perusahaan manufaktur syariah terkait meningkatkan nilai perusahaannya dapat dilakukan dengan menambah jumlah dewan komisaris untuk mendorong rasio utang yang lebih tinggi guna menambah nilai perusahaan (Tobin's Q). Perusahaan manufaktur syariah menambah jumlah dewan komisaris independen untuk mendorong rasio utang yang lebih tinggi guna menambah nilai perusahaan (Tobin's Q). Perusahaan manufaktur syariah dapat mengurangi jumlah dewan wanita untuk mendorong rasio utang yang lebih tinggi guna menambah nilai perusahaan (Tobin's Q). Perusahaan manufaktur syariah juga harus mampu memaksimalkan batas maksimal 45% total utang berbasis bunga untuk menambah nilai perusahaan (Tobin's Q) namun harus tetap berhati-hati dalam mengambil keputusan karena asas *high risk high return*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J., & Biekpe, N. (2007). Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: Implications for financing opportunities. *Corporate Governance*, 7(3), 288-300. <https://doi.org/10.1108/14720700710756562>
- Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017). Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry. *Theoretical Economics Letters*, 07(04), 982-1000. <https://doi.org/10.4236/tel.2017.74067>
- Ali, N., Nasir, N. M., & Satti, S. L. (2014). The Effect of Corporate Governance on Capital Structure Decisions – A Case of Saudi Arabian Banking Sector. *Acta Universitatis Danubius*, 10(2), 51-60.
- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2015). Board of directors' composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.005>
- Boateng, A., Cai, H., Borgia, D., Bi, X. G., & Ngwu, F. N. (2017). The influence of internal corporate governance mechanisms on capital structure decisions of Chinese listed firms. *Review of Accounting and Finance*, 16(4), 444-461. <https://doi.org/10.1108/RAF-12-2015-0193>
- Chang, Y. K., Chou, R. K., & Huang, T. H. (2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. *Journal of Banking and Finance*, 48, 374-385. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.026>
- Cheng, Y., Liu, Y., & Chien, C. (2010). Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis. *African Journal of Business Management*, 4(12), 2500-2507.
- Danso, A., Lartey, T. A., Gyimah, D., & Adu-Ameyaw, E. (2020). Leverage and performance: do size and crisis matter? *Managerial Finance*, 47(5), 635-655. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2019-0522>

- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42(September 2016), 689–709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- Dewi, A. S., Sari, D., & Abaharis, H. (2018). Pengaruh Karakteristik Dewan Komisaris Terhadap Kinerja Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Benefita*, 3(3), 445. <https://doi.org/10.22216/jbe.v3i3.3530>
- Dewi, I. R., Handayani, S. R., & Nuzula, N. F. (2012). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 17(1), 1–11.
- Dimitropoulos, P. (2014). Capital structure and corporate governance of soccer clubs: European evidence. *Management Research Review*, 37(7), 658–678. <https://doi.org/10.1108/MRR-09-2012-0207>
- Faccio, M., & Xu, J. (2015). Taxes and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3), 277–300. <https://doi.org/10.1017/S0022109015000174>
- Fauver, L., & McDonald, M. B. (2015). Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 1–23. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.05.001>
- Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. *International Journal of Accounting and Information Management*, 28(4), 759–783. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2020-0042>
- Fitri, L., & Erlita, V. N. (2020). Keberagaman Dewan Direksi terhadap Struktur Modal. *Jurnal Studi Manajemen Dan Bisnis*, 5(1), 31–37. <https://doi.org/10.21107/jsmb.v5i1.6505>
- Hasan, M. B., Ahsan, A. F. M. M., Rahaman, M. A., & Alam, M. N. (2014). Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 9(5). <https://doi.org/10.5539/ijbm.v9n5p184>
- Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability. *International Journal of Economics and Business Administration*, 7(1), 174–191. <https://doi.org/10.35808/ijeba/204>
- Huang, M., Li, P., Meschke, F., & Guthrie, J. P. (2015). Family firms, employee satisfaction, and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 34, 108–127. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.002>
- Kurniawan, V. J., & Rahardjo, S. N. (2014). Pengaruh Antara Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance) Dengan Struktur Modal Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting*, 3, 1–9.
- Leviana, Wisnu, Y., & Lily, S. (2019). APAKAH DIREKTUR WANITA MAMPU MENGURANGI RESIKO KEUANGAN? STUDI PADA PERUSAHAAN TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, 13(2), 199–219. <https://doi.org/10.21009/JRMSI.013.2.02>
- Mai, M. U., & Setiawan. (2020). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan Pada Industri Manufaktur Kriteria Syariah Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 8(1), 159–170.

- <https://doi.org/10.17509/jrak.v8i1.20065>
- Mai, M. U., Syarief, M. E., & Kristianingsih, K. (2021). Corporate Governance, Financial Leverage, and Performance of Sharia Manufacturing Companies on the Indonesia Stock Exchange. *Amwaluna: Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Syariah*, 5(2), 255–272. <https://doi.org/10.29313/amwaluna.v5i2.7053>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Novitasari, I., Titisari, K. H., & Dewi, R. R. (2020). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Struktur Aset, Risiko Bisnis, Dan Dewan Komisaris Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Akuntansi Unihaz*, 03(01), 90–105. <https://doi.org/10.32663/jaz.v3i1.1336>
- Oktaviani, A. (2017). PENGARUH BOARD DIVERSITY PADA DEWAN DIREKSI TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN DI INDONESIA (Studi pada Perusahaan Jasa yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015). *April*.
- Osvold, G., Prasetyo, E., & Hadiprajitno, P. B. (2019). Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Struktur Modal (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2017). *Diponegoro Journal of Accounting*, 8(3), 1–12.
- Rehman, M., Rehman, R., & Raoof, A. (2010). Does corporate governance lead to a change in the capital structure? *American Journal of Social and Management Sciences*, 1(2), 191–195. <https://doi.org/10.5251/ajsms.2010.1.2.191.195>
- Serfling, M. (2016). Firing costs and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 71(5), 2239–2286. <https://doi.org/10.1111/jofi.12403>
- Strøm, R. Ø., D’Espallier, B., & Mersland, R. (2014). Female leadership, performance, and governance in microfinance institutions. *Journal of Banking and Finance*, 42(1), 60–75. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.01.014>
- Thesarani, N. J. (2017). PENGARUH UKURAN DEWAN KOMISARIS, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN KOMITE AUDIT TERHADAP STRUKTUR MODAL. *Nominal, Volume 6*. <https://doi.org/10.21831/nominal.v6i2.16641>
- Usman, M., Farooq, M. U., Zhang, J., Makki, M. A. M., & Khan, M. K. (2019). Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders? *Managerial Auditing Journal*, 34(4), 374–392. <https://doi.org/10.1108/MAJ-04-2018-1863>
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22, 90–94. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.10.014>
- Widnyana, I. W., Wiksuana, I. G. B., Artini, L. G. S., & Sedana, I. B. P. (2020). Influence of financial architecture, intangible assets on financial performance and corporate value in the Indonesian capital market. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 1999. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-06-2019-0307>
- Zaid, M. A. ., Wang, M., T.F. Abuhijleh, S., Issa, A., W.A. Saleh, M., & Ali, F. (2020). Corporate governance practices and capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity. *Corporate Governance: The International*

*Journal of Business in Society*, 20(5), 939–964. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0343>