

# Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur

**Salma Taqwa**

(Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi UNP, email: salmataqwa@yahoo.com)

## *Abstract*

*This paper mainly studies the influence of capital structure on firm's performance. The investigation has been performed on samples of 23 companies listed on the stock exchange Indonesia during the period 2011-2014. Performance measurements used in this study, are: the Return on Asset (ROA) and Return on Equity (ROE) as the dependent variable and Debt to Equity Ratio (DER) as an independent variable. The study also used ownership structure as a control variable. Using E-views to process data, it is obtained that firm's performance is related to capital structure while the firm's performance measured by ROE is not related to capital structure as measured by DER. On the other hand, there is no relation between control variable and firm's performance measured by ROA and ROE.*

**Keywords:** *firm's performance, capital structure, ownership structure*

## 1. Pendahuluan

Perusahaan didirikan dengan tujuan memperoleh laba demi kelangsungan hidupnya. Persaingan bisnis yang terjadi pada saat ini semakin meningkat sehingga perusahaan harus memiliki keunggulan agar bisa bertahan. Untuk bisa bertahan perusahaan harus memiliki sumber keuangan untuk membiayai operasinya.

Sumber pembiayaan bisa berasal dari dua sumber, dana internal yang meliputi penerbitan saham biasa, saham preferen, cadangan dan laba ditahan. Sumber lain yang disebut dengan pendanaan eksternal yang terdiri dari pinjaman jangka pendek dan jangka panjang dan penerbitan obligasi (Soumadi M Mustafa and Hayajaneh, 2007). Jangka pendek, berarti pelunasannya dilakukan maksimal dalam jangka waktu satu tahun, sedangkan jangka panjang pelunasannya lebih dari satu tahun.

Ada 3 alternatif dalam pembiayaan perusahaan (Berani & Sola dalam Akeem B. et. al., 2014) alternatif pertama 100% ekuitas: utang 0%, kedua 0% ekuitas: 100% utang dan ketiga X% ekuitas: Y% utang. Dari tiga alternatif tersebut, opsi satu adalah perusahaan tanpa *leverage*. Opsi dua perusahaan yang tidak memiliki modal, dan ini adalah tidak mungkin karena setiap perusahaan harus memiliki modal. Pilihan ketiga adalah yang paling realistis yaitu menggabungkan antara utang dengan ekuitas dalam struktur modal perusahaan.

Struktur modal adalah kombinasi dari utang jangka panjang, utang jangka pendek yang khusus, saham biasa, saham preferen dan laba ditahan yang digunakan untuk membiayai operasi keseluruhan dan pertumbuhan. Struktur modal merupakan keputusan yang sangat penting dalam menentukan nilai perusahaan dan meminimalkan biaya modal (Hasan Bokhtiar, et. al., 2014)

Ada dua manfaat utang bagi perusahaan, yang pertama adalah menghindari pajak. Pembayaran bunga atas pinjaman tidak kena pajak, sehingga utang bisa meningkatkan nilai perusahaan. Manfaat kedua adalah mengurangi biaya agensi (Iavorskyi Mykhailo, 2013).

Menurut teori biaya agensi masalah keagenan disebabkan oleh konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer atau antara pemegang saham dengan pemegang utang (Jensen dan Meckling 1976). Tingkat utang yang optimal dalam struktur modal bisa meminimalkan biaya agensi yang timbul dari kepentingan yang berbeda antara manajer dengan pemegang saham dan pemegang utang. Menurut teori agensi manajer bekerja tidak hanya untuk memaksimalkan kepentingan pemegang saham tapi juga mengejar kepentingan sendiri.

Apabila perusahaan menggunakan utang pada struktur modal, maka bank akan memaksa perusahaan untuk menjaga rasio keuangan, pembatasan keuangan sesuai dengan perjanjian. Dengan adanya utang maka pemegang saham bisa memaksa manajer untuk tetap meningkatkan efektifitas perusahaan dan memaksa manajer untuk transparan, sehingga memudahkan pemegang saham mengawasi manajer. Dengan meningkatnya utang maka akan meningkatkan kinerja perusahaan. (Evgeny Ilyukhin, 2015).

Penelitian mengenai hubungan antara struktur modal dengan kinerja telah banyak dilakukan, dan telah memberikan hasil yang berbeda. Perilaku perusahaan pada negara maju berbeda dengan negara berkembang. Penelitian yang telah dilakukan memberikan hasil yang berbeda, yang mendapatkan hubungan positif antara struktur modal dengan kinerja oleh beberapa peneliti. Hubungan negatif juga didapat pada penelitian lainnya, dan ada juga memberikan campuran hasil yang berbeda pada masing-masing pengukuran.

Pemakaian utang memang diperlukan oleh perusahaan dalam membiayai operasional dan investasi untuk menjaga kelangsungan hidup perusahaan. Dari penelitian selama ini belum diperoleh tingkat pinjaman atau besarnya persentase pinjaman yang bisa mengoptimalkan kinerja perusahaan.

Penelitian (Iavorskyi Mykhailo, 2013) telah menyimpulkan berbagai teori struktur modal, yang pertama teori Modigliani dan Miller (1963) terdapatnya hubungan positif antara kinerja dengan utang. Kedua menggunakan teori *Trade off*, dimana kinerja berpengaruh positif dengan utang. Berikutnya teori *pecking order* memberikan hubungan positif antara kinerja dengan utang. Teori *free cash flow* utang akan berpengaruh positif terhadap kinerja. Pada teori signaling kinerja akan berpengaruh positif terhadap utang. Terakhir masalah agensi yang memberikan hubungan negatif antara utang dengan kinerja.

Pouraghajan Abbasali (2012) meneliti hubungan struktur modal dengan kinerja perusahaan pada perusahaan di Taheran. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan negatif antara rasio utang dengan kinerja perusahaan. Struktur modal diukur dengan rasio utang dan kinerja diukur dengan ROA dan ROE.

Mwangi W Lucy, et.all, (2014) meneliti hubungan antara struktur modal dengan kinerja perusahaan non keuangan yang terdaftar di bursa efek Nairobi Kenya. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan negatif antara struktur modal yang diukur dengan DER dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA dan ROE.

Raza M Wajid, (2013) melihat pengaruh struktur modal dengan kinerja perusahaan pada perusahaan perbankan di AS. Hasil yang diperoleh adanya pengaruh signifikan dan kuat secara statistik.

Abor Joshua (2005) meneliti pengaruh struktur modal terhadap profitabilitas pada perusahaan di Ghana. Hasilnya adanya hubungan positif antara struktur modal yang menggunakan utang jangka pendek terhadap profitabilitas. Sedangkan untuk pinjaman jangka panjang memiliki hubungan negatif dengan kinerja.

Menurut Salim Mahfuzah, dan Raj Yadav,(2012) Roden dan Lawellen (1995) meneliti struktur modal dari 48 perusahaan di AS selama periode 1981-1990 dan mengungkapkan hubungan positif antara profitabilitas dengan struktur modal. Hasil yang sama juga diperoleh Champion (1999) dan Gosh et.al (2000).

Berdasarkan penelitian yang terkait dengan struktur modal dengan kinerja masih memperoleh hasil yang berbeda, maka penelitian ini perlu dilakukan untuk memberikan kontribusi pada teori struktur modal. Penelitian ini akan menguji kembali pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan. Struktur modal akan diukur dengan

*Debt to Equity Ratio* (DER), sedangkan untuk kinerja perusahaan akan diukur dengan menggunakan *Return On Asset* (ROA) dan *Return On Equity* (ROE)

## 2. Telaah Literatur Dan Perumusan Hipotesis

### 2.1 Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah gambaran kondisi keuangan perusahaan pada suatu periode tertentu baik menyangkut aspek penghimpunan dan maupun penyaluran dana yang biasa diukur dengan indikator kecukupan modal, likuiditas dan profitabilitas (Jumingan, 2006:239). Dengan demikian kinerja bisa diukur dengan berbagai rasio, salah satunya adalah profitabilitas.

Profitabilitas adalah rasio kinerja yang melihat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, karena laba sering dijadikan indikator keberhasilan manajer dalam mengelola perusahaan. Pengukuran profitabilitas bisa menggunakan beberapa ukuran (Horne,2005), yaitu:

- a. Margin Laba Kotor (*Gross Profit Margin*, GPM)  
Pengukuran ini dengan melihat ukuran persentase dari setiap hasil penjualan sesudah perusahaan membayar harga pokok penjualan. Semakin tinggi GPM maka perusahaan akan semakin baik.
- b. Margin Laba Bersih (*Net Profit Margin*)  
Pengukuran ini adalah ukuran persentase dari setiap hasil sisa penjualan sesudah semua biaya dan pengeluaran lain kecuali bunga dan pajak.
- c. *Operating Profit Margin* (OPM)  
Pengukuran ini adalah ukuran untuk mengukur persentase laba perusahaan setelah dikurangi semua biaya, termasuk bunga dan pajak.
- d. *Return On Asset* (ROA)  
Pengukuran ini untuk melihat keefektifan manajemen dalam menghasilkan laba dengan aktiva yang tersedia.
- e. *Return On Equity* (ROE)  
Pengukuran ini untuk melihat pengembalian yang diperoleh pemilik atas investasi di perusahaan.

### 2.2 Struktur Modal

Struktur modal pada perusahaan sangat penting untuk membiayai operasi perusahaan. Struktur modal bisa berasal dari pihak intern perusahaan dan bisa juga dari pihak ekstern. Pihak intern, berarti sumber modal berasal dari pemegang saham, dan pihak ekstern berarti dari pihak ketiga.

Apabila perusahaan menggunakan sumber pembiayaan yang berasal dari pihak ketiga, maka perusahaan akan mempunyai kewajiban untuk melunasinya. Selain dari kewajiban tersebut, perusahaan akan dikenakan biaya. Pembiayaan dengan menggunakan utang disebut dengan leverage (Bringham 2006).

Menurut Walsh (2003:116) leverage keuangan digunakan untuk mencerminkan hubungan antara laba dan beban bunga. Apabila perusahaan

melakukan pembiayaan dengan utang, baik jangka pendek maupun jangka panjang maka akan timbul beban bunga. Beban bunga harus dibayar seperti juga dengan utang.

Menurut Subramanyam (2005), motivasi perusahaan memperoleh pendanaan melalui utang adalah potensi biaya yang lebih rendah. Dari sudut pandang pemegang saham utang lebih murah dibandingkan dengan pendanaan ekuitas, dengan 2 alasan:

- a. Bunga sebagian utang tetap jumlahnya dan jika bunga lebih kecil daripada tingkat pengembalian yang diperoleh dari pendanaan utang, selisih lebih atas pengembalian akan menjadi keuntungan bagi pemegang saham.
- b. Bunga merupakan beban yang dapat mengurangi pajak, sedangkan deviden tidak.

Pengukuran leverage juga bisa menggunakan beberapa ukuran, yang sering dipakai antara lain: (Hanafi, 2007)

- a. Rasio utang atau debt ratio (*debt to total asset ratio*)  
Untuk mengukur sejauh mana kewajiban perusahaan yang digunakan untuk mendanai investasi atas aset tetap
- b. Rasio modal terhadap kewajiban (*debt to equity ratio*)  
Rasio ini untuk melihat kemampuan perusahaan untuk memenuhi semua total kewajibannya dengan menggunakan dan sendiri
- c. *Times interest earned*  
Untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya dalam melunasi beban yang ditimbulkan dari dana yang berasal dari pihak ketiga.

### 2.3 Leverage

Menurut Jensen dan Meckling (1976) tingkat utang yang tinggi akan bisa meningkatkan kinerja perusahaan. Biaya agensi timbul akibat konflik keagenan. (Iavorskyi Mykhailo, 2013) Ada beberapa mekanisme melalui leverage yang tinggi dapat mengurangi biaya agensi sehingga bisa meningkatkan nilai perusahaan:

- a. Memonitor kegiatan perusahaan yang berutang
- b. Manajer akan takut mengalami kebangkrutan dan likuidasi akibat penyalahgunaan dana yang timbul dari utang karena bisa merusak reputasi dan gaji
- c. Mengurangi overinvestment

Dengan adanya utang, akan menimbulkan bunga yang harus dibayar perusahaan. Bunga yang besar akan menambah beban perusahaan, sehingga manajer akan berusaha meningkatkan kinerja agar bisa menutupi beban bunga yang terjadi ini. Raza M Wajid, 2013 mengatakan ada teori *trade off*, struktur modal yang optimal ditentukan oleh adanya keseimbangan antara biaya dengan manfaat (*cost and benefit*) terkait dengan pembiayaan yang berasal dari utang. Manfaat yang terkait dengan pembiayaan

utang ini meliputi penghematan pajak, mengurangi biaya agensi, mengurangi kesulitan keuangan dan biaya langsung dan tidak langsung lainnya yang terkait dengan biaya kebangkrutan.

Biaya yang timbul dari pembiayaan utang berupa biaya bunga. Dengan pembiayaan yang besar, maka perusahaan akan bisa memperoleh penghematan pajak yang lebih besar dibanding dengan biaya bunga yang dibayarkan. Dengan demikian manajer akan bisa memperoleh manfaat dari pembiayaan utang. (kinerja 3) dengan teori *trade off* ini disimpulkan bahwa adanya hubungan positif antara leverage dengan profitabilitas.

Holz A Carsten, (2002), meneliti perusahaan BUMN di Cina untuk melihat pengaruh utang terhadap kinerja akibat adanya kebijakan pemerintah yang menyebabkan kenaikan rasio utang pada BUMN negara tersebut. Hasil penelitian menunjukkan hubungan yang positif antara kenaikan utang dengan profitabilitas BUMN tersebut. Hal ini terjadi karena pemerintah memberikan keringanan tingkat bunga pada perusahaan hampir pada semua suku bunga kredit di bank.

Dengan rendahnya suku bunga yang ditanggung perusahaan maka akan meningkatkan laba yang diperoleh perusahaan. Tingkat suku bunga akan menentukan bunga yang akan ditanggung perusahaan atas pembiayaan utang. Perusahaan juga akan berhati-hati dalam penggunaan dana yang berasal dari pembiayaan utang. Perusahaan akan mengurangi pekerjaan dengan resiko tinggi karena akan berakibat terhadap arus kas masuk apabila terjadi kegagalan.

Racula (2014) meneliti hubungan struktur modal dengan kinerja 53 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Bucharest pada tahun 2010-2012. Kinerja diukur dengan menggunakan lima alat ukur, ROA, ROE, RCA dan MBR serta EPS. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan positif antara struktur modal yang diukur dengan ROA, ROE, RCA dan MBR dengan kinerja perusahaan di Rumania. Perusahaan menggunakan pinjaman untuk melakukan investasi pada proyek yang menguntungkan sehingga meningkatkan efisiensi dan kinerja perusahaan.

### 2.4 Hipotesis Penelitian

Dari penelitian yang telah dilakukan dan teori agensi serta teori *trade off*, dimana diperoleh hubungan struktur modal dengan kinerja. Perusahaan untuk mengurangi biaya agensi akan melakukan pembiayaan utang dalam operasional perusahaan. Dengan pembiayaan utang maka akan bisa menghemat pajak atas bunga yang dibayarkan. Sehingga bisa meningkatkan kinerja perusahaan.

Dengan adanya pembiayaan utang maka asimetri informasi antara prinsipal atau pemilik akan bisa di minimalisasi dengan manajer yang bertindak sebagai agen. Pembiayaan utang mengharuskan manajemen untuk transparan agar pemberi utang

bisa terus memberi pembiayaan. Pinjaman yang dilakukan harus memberikan manfaat yang lebih baik daripada biaya yang dikeluarkan sehingga manajer akan berusaha sebaiknya agar tidak mengalami kerugian atau malah bangkrut. Apabila perusahaan menagalami kebangkrutan akan merugikan manajer sendiri, oleh karena itu manajer akan berusaha meningkatkan kinerja perusahaanya.

Dengan demikian bisa diambil hipotesis pada penelitian ini adalah:

**H1** : Adanya Hubungan positif antara struktur modal dengankinerja perusahaan yang diukur dengan ROA

**H1** : Adanya Hubungan positif antara struktur modal dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE

### 3. Metode Penelitian

#### 3.1 Jenis Penelitin

Penelitian ini adalah penelitian kausatif untuk menganalisis pengaruh antara satu variabel dengan variabel lainnya. Pada penelitian ini akan dilihat pengaruh dari struktur modal terhadap kinerja perusahaan, dengan memakai variabel kontrol struktur kepemilikan.

#### 3.2 Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011 ampai 2014.Sampel yang diambil dengan menggunakan purposive sampling dengan mengeluarkan perusahaan dengan data yang tidak lengkap dan tidak memperoleh laba selama tahun pengamatan. Diperoleh sampel sebanyak 23 perusahaan, yang diperoleh dari website IDX.

#### 3.3 Variabel Penelitian dan Pengukuran

Variabel dalam penelitian ini meliputi variabel dependen dan independen. Variabel dependen adalah kinerja perusahaan yang akan diukur dengan menggunakan laba bersih perusahaan dengan menggunakan 2 rasio, yaitu ROA dan ROE.

a. *Return on assets* (ROA)

$$ROA = \frac{\text{labausaha}}{\text{totalaset}}$$

b. *Return on equity* (ROE)

$$ROE = \frac{\text{labausaha}}{\text{modal saham}}$$

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Modal Sendiri}}$$

Variabel kontrol yang digunakan pada penelitian ini adalah struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan dilihat dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi, dengan rumus:

a. Kepemilikan Manajerial

$$KM = \frac{\text{Total Kepemilikan Manajerial}}{\text{Total Modal}}$$

b. Kepemilikan Institusional

$$KM = \frac{\text{Total Kepemilikan Institusi}}{\text{Total Modal}}$$

### 3.4 Teknik Analisis Data

Model yang digunakan pada penelitian ini adalah regresi berganda yang akan menggunakan program *evIEWS* dalam mengolah data. Dengan *evIEWS* akan dilihat pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan, dilakukan dengan content analysis, analisis deskriptif, analisis regresi data panel, uji asumsi klasik, uji koefisien determinasi, uji F dan uji t.

#### Model Regresi Berganda Panel

Model ini untuk melihat pengaruh dua atau lebih variabel independen terhadap variabel dependen, dengan menggunakan 2 model:

#### Model 1:

$$Kin = \alpha + \beta DER + \beta KM + \beta KI + e$$

Dimana :

Y = ROA

$\alpha$  = Konstanta

$\beta$  = Koefisien regresi variable independen

X<sub>1</sub> = *Debt to Equity Ratio*

X<sub>2</sub> = Kepemilikan Manajerial

X<sub>3</sub> = Kepemilikan Institusional

#### Model 2:

$$Kin = \alpha + \beta DER + \beta KM + \beta KI + e$$

Dimana :

Y = ROE

$\alpha$  = Konstanta

$\beta$  = Koefisien regresi variable independen

X<sub>1</sub> = *Debt to Equity Ratio*

X<sub>2</sub> =Kepemilikan Manajerial

X<sub>3</sub> =Kepemilikan Institusional

e = Standar error

### 4. Hasil dan Pembahasan

#### 4.1 Analisis Deskriptif

Berdasarkan analisis statistik deskriptif diperoleh hasil dari variabel ROA, dengan rata-rata 0.074457 ,standar deviasi 0.059933 ROA tertinggi 0.321145459 dan terendah 0.000606693. Variabel ROE , dengan ROE tertinggi 0.960911515 dan terendah 0.371125. untuk variabel DER , dengan rata-rata 0.902609 , standar deviasi 0.706847 DER tertinggi 0.4.01000 dan terendah 0.11000.

Sedangkan untuk variabel kontrol, kepemilikan manajerial yang disingkat dengan KM memiliki rata-rata 0.048152 ,standar deviasi 0.077160, KM tertinggi 0.260000 dan terendah 0.000818122. Variabel kontrol struktur kepemilikan lainnya yaitu kepemilikan institusi disingkat dengan KI , dengan rata-rata 0.669565 ,standar deviasi

0.174972, KI tertinggi 0.96000 dan terendah 0.32000.

## 4.2 Analisis Induktif

### Model 1

Dari hasil pengolahan data dengan menggunakan *eviews*, maka dilakukan uji model dengan menggunakan:

#### a. *Chow test* atau *likelyhood test*

Berdasarkan hasil uji *Chow test* diperoleh profitabilitas sebesar dari *Cross-section Chi-square* sebesar 0,000. Nilai probabilitas kecil dari  $\alpha = 0,05$ , sehingga estimasi yang lebih baik digunakan untuk model ini adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Untuk itu perlu dilanjutkan ke uji Hausman

#### b. *Hausman Test*

Dari hasil pengujian hausman diperoleh probabilitas 0,1673. Hasil ini lebih besar dari  $\alpha = 0,05$ , sehingga estimasi yang lebih baik digunakan dalam model ini adalah *Random Effect Model* (REM). Untuk ini tidak perlu lagi dilakukan uji asumsi klasik.

### Tabel 1 di sini

Dari tabel 1 diperoleh persamaan regresi data panel model 1 sebagai berikut:

$$Y = 0.120722 - 0.030778 (X1) + 0.037543 (X2) - 0.030307 (X3)$$

### Uji Model

#### Uji Koefisien Determinasi

Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* yang diperoleh sebesar 0.064986. Hal ini mengindikasikan bahwa kontribusi variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen sebesar 6.4986% dan 93.5014% ditentukan oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam model pada penelitian ini

### Uji F

Probabilitas F-statistic didapat sebesar 0.030474, lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ . Hal ini membuktikan bahwa model ini bisa digunakan untuk melihat pengaruh variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen.

### Model 2

Dari hasil pengolahan data dengan menggunakan *eviews*, maka dilakukan uji model dengan menggunakan uji *chow test* diperoleh *Cross-section Chi-square* sebesar 0,000. Nilai probabilitas kecil dari  $\alpha = 0,05$ , sehingga estimasi yang lebih baik digunakan untuk model ini adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Untuk itu perlu dilanjutkan ke uji Hausman, yang diperoleh probabilitas 0.000. Hasil ini lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ , sehingga model yang akan

digunakan adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Pemakaian model ini memerlukan uji asumsi klasik. Berikut hasil FEM yang telah melewati uji asumsi klasik:

### Tabel 2 di sini

Dari tabel 2 diperoleh persamaan regresi data panel model 2 sebagai berikut:

$$Y = 25.88956 + 0.445125 (X1) - 323.2664 (X2) - 12.09712(X3)$$

### Uji Model

#### Uji Koefisien Determinasi

Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* yang diperoleh sebesar 0.513310. Hal ini mengindikasikan bahwa kontribusi variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen sebesar 5.13310% dan 94.86690% ditentukan oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam model pada penelitian ini

### Uji F

Probabilitas F-statistic didapat sebesar 0.00000, lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ . Hal ini membuktikan bahwa model ini bisa digunakan untuk melihat pengaruh variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen.

## 4.3 Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

### 4.3.1 Struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 1 dilihat pengaruh antar variabel:

- Variabel struktur modal yang diukur dengan DER memiliki hubungan negatif dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA. Dari tabel 1 diperoleh koefisien yang bernilai negatif sebesar -0.030778, nilai  $t_{hitung}$  sebesar -2.991727 dan nilai sigfikansi  $0.0036 < 0.05$ . Hal ini berarti DER memiliki pengaruh pada kinerja perusahaan, dengan arah pengaruh negatif. Maka hipotesis pertama diterima.
- Variabel kontrol, yang diukur dengan kepemilikan manajerial diperoleh koefisien yang bernilai positif sebesar 0.037543, nilai  $t_{hitung}$  sebesar 0.2991727 dan nilai sigfikansi  $0.7652 > 0.05$ . Dengan demikian kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA
- Variabel kontrol yang kedua diukur dengan kepemilikan institusional diperoleh koefisien yang bernilai negatif sebesar -0.030307, nilai  $t_{hitung}$  sebesar -0.529753 dan nilai sigfikansi  $0.5976 > 0.05$ . Maka dengan demikian kepemilikan institusional juga tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA.

Dari hasil pengujian hipotesis di atas, dapat di simpulkan bahwa struktur modal berpengaruh

negatif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan pengaruh yang berbeda dari hipotesis yang ada yaitu pengaruh positif. Ini berarti apabila utang yang dimiliki perusahaan semakin besar, maka kinerja perusahaan akan semakin menurun. Apabila perusahaan memiliki utang yang besar maka beban bunga yang akan ditanggung perusahaan akan semakin besar. Hal ini akan menyebabkan terjadinya penurunan laba, sehingga kinerja perusahaan akan menurun.

Hasil ini penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Raza M Wajid, (2013), dimana diperoleh hubungan negatif antara *leverage* dengan kinerja. Hal ini disebabkan terlalu besarnya biaya yang ditanggung oleh pembiayaan jangka panjang. Penelitian Soumadi M Mustafa, Hayajneh Osam, (2007), juga memberikan hasil yang sama, struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan di Yordania. Penelitian ini juga menemukan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan dampak *leverage* keuangan antara perusahaan yang memiliki *leverage* yang tinggi dengan *financial leverage* yang rendah terhadap kinerja perusahaan. Dengan demikian beban yang timbul dari pembiayaan yang bersumber dari utang akan menurunkan kinerja perusahaan.

Penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Holz A Carsten, 2002. Penelitian Holz A Carsten, 2002, struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Sehingga semakin besar utang perusahaan maka kinerja perusahaan akan semakin baik. *Leverage* dapat meningkatkan kinerja perusahaan, karena *leverage* dapat dijadikan alat untuk mendisiplinkan manajer. Tetapi apabila tingkat utang terlalu tinggi dalam struktur modal maka akan menyebabkan keterbatasan keuangan yang sangat signifikan. Hal ini akan mempengaruhi kinerja perusahaan secara negatif (Evgeny Ilyukhin, 2015)

Berger N Allen, 2002 juga memperoleh hasil penelitian yang signifikan antara struktur modal dengan kinerja perusahaan. Penelitian ini juga memperoleh hasil yang signifikan pengaruh struktur kepemilikan yang dijadikan variabel kontrol. Kepemilikan institusi memiliki pengaruh monitoring yang menguntungkan sehingga bisa mengurangi biaya agensi. Sedangkan pada penelitian ini yang juga menggunakan struktur kepemilikan sebagai variabel kontrol tidak mendapatkan bukti yang sama. Struktur kepemilikan baik yang diukur dengan kepemilikan manajerial maupun yang diukur dengan kepemilikan institusional tidak mempengaruhi kinerja perusahaan.

Pada penelitian ini tidak diperoleh bukti adanya pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan. Kepemilikan manajerial tidak mengurangi biaya agensi yang terjadi. Dari data dapat diketahui rendahnya kepemilikan manajerial pada perusahaan yang ada. Hal ini menyebabkan pemilik tidak bisa mempengaruhi kebijakan manajer

dalam pengambilan keputusan terutama yang berkaitan dengan pembiayaan yang berasal dari utang. Hasil penelitian ini mendukung Xuan Do Quang and Wu Zhong Xin, (2013) struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan karena adanya masalah asimetri informasi antara manajer dengan pemegang saham.

Hasil penelitian ini mendukung teori pecking order, dimana untuk mengurangi asimetri informasi perusahaan untuk melakukan pembiayaan lebih dulu menggunakan laba ditahan sebelum membuat pembiayaan utang.

#### 4.3.2 Struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 2 dilihat pengaruh antar variabel:

- Variabel struktur modal yang diukur dengan DER memiliki hubungan negatif dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE. Dari tabel diperoleh koefisien yang bernilai positif sebesar 0.445125, nilai  $t_{hitung}$  sebesar 0.722011 dan nilai sigfikansi  $0.4728 > 0.05$ . Hal ini berarti DER tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan. Maka hipotesis kedua ditolak.
- Variabel kontrol, yang diukur dengan kepemilikan manajerial diperoleh koefisien yang bernilai negatif sebesar 323.2664, nilai  $t_{hitung}$  sebesar -5.633049 dan nilai sigfikansi  $0.000 < 0.05$ . Dengan demikian kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE
- Variabel kontrol yang kedua diukur dengan kepemilikan institusional diperoleh koefisien yang bernilai negatif sebesar -012.0972, nilai  $t_{hitung}$  sebesar -0.789622 dan nilai sigfikansi  $0.4326 > 0.05$ . Maka dengan demikian kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE.

Dari hasil pengujian hipotesis di atas, dapat di simpulkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE. Dengan demikian hipotesis pertama ditolak. Jumlah pembiayaan yang berasal dari utang tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Sedangkan struktur kepemilikan yang diukur dengan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Kepemilikan manajerial yang berlebihan akan menyebabkan kerusakan pada kinerja perusahaan, karena itu kepemilikan kinerja harus tetap pada tingkat yang tepat Xuan Do (Quang and Wu Zhong Xin, 2013)

Penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Abor (2002) yang mendapatkan bukti adanya pengaruh positif antara struktur modal dengan kinerja perusahaan. Struktur modal yang diambil dari pembiayaan jangka panjang. Begitu juga dengan Holz (2000) yang memperoleh hasil

adanya pengaruh positif antara struktur modal dengan kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung beberapa penelitian lain. Penelitian Hasan Bokkhtiar, et.al, 2014 yang melihat pengaruh struktur modal terhadap kinerja pada perusahaan di Banglades memperoleh hasil yang berbeda. Penelitian yang menggunakan alat ukur kinerja berupa ROA memperoleh hasil yang signifikan. Struktur modal berpengaruh negatif terhadap ROA. Sedangkan pengukuran kinerja dengan menggunakan ROE juga tidak memperoleh hasil signifikan. Struktur modal tidak mempengaruhi ROE.

Penelitian ini mendukung penelitian Ibrahim (2009) yang melihat pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan di Mesir. Begitu juga dengan penelitian Khalaf yang juga tidak memperoleh pengaruh antara struktur modal dengan kinerja. (Hasan Bokkhtiar, et.al, 2014)

Weill (2007) meneliti efek leverage terhadap kinerja di tujuh negara Eropa. Dari hasil penelitian ini diperoleh bukti pada perusahaan di Norwegia tidak ada pengaruh antara struktur modal dengan kinerja perusahaan. Sedangkan pada negara Spanyol dan Itali terdapat pengaruh positif. Pada negara Jerman, Prancis dan Belgia diperoleh pengaruh yang negatif antara struktur modal dengan kinerja perusahaan. (Soumadi M Mustafa, Hayajneh Osam, 2007)

Pembiayaan yang berasal dari utang harus memperhatikan konsep *cost and benefit*. Apabila biaya yang dikeluarkan akibat pembiayaan utang berupa bunga harus lebih besar dari manfaat beban pajak yang bisa dihindarkan dibanding dengan pembiayaan lain. Apabila ternyata biaya yang dikeluarkan lebih besar, maka pembiayaan utang tidak akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

## 5. Kesimpulan, Keterbatasan, Dan Saran

Penelitian ini menyimpulkan bahwa struktur modal yang diukur dengan DER memiliki pengaruh yang negatif terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan ROA. Peningkatan pembiayaan dari utang akan menurunkan kinerja perusahaan. Sedangkan variabel kontrol yang merupakan struktur kepemilikan yang diukur dengan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Kinerja yang diukur dengan ROE tidak dipengaruhi oleh struktur modal yang berasal dari pembiayaan utang. Pembiayaan yang berasal dari utang akan bisa meningkatkan kinerja perusahaan apabila manfaat yang diperoleh dari pembiayaan tersebut lebih besar daripada biaya yang timbul dari pembiayaan tersebut

## 5.2 Keterbatasan

Penelitian ini baru melihat kinerja dengan menggunakan ukuran ROA dan ROE, sedangkan kinerja bisa diukur dengan banyak cara. Untuk

struktur modal, penelitian ini hanya menggunakan DER saja yang merupakan total pembiayaan jangka pendek dan jangka panjang. Untuk variabel kontrol yang digunakan baru struktur kepemilikan yang diukur dengan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi. Selain itu perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini baru pada perusahaan manufaktur saja.

## 5.3 Saran

Pada peneliti berikutnya disarankan untuk menambah ukuran kinerja yang digunakan, selain ROA dan ROE. Begitu juga dengan struktur modal, bisa dibedakan antara pembiayaan jangka pendek dengan pembiayaan jangka panjang. Sehingga bisa memperoleh simpulan yang lebih baik. Begitu juga dengan variabel kontrol, dengan menambahkan ukuran perusahaan, likuiditas dan pengukuran struktur kepemilikan lainnya.

## Daftar Pustaka

- Abor Joshua, 2005, *The Effect of Capital Structure on Profitability: an Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana*, Journal of Risk Finance, 6(5):438-445
- Akeem B. Lawal Terer Edwin, Kiyanjui W. Monica, and Kayode M, Adisa, 2014, *Effects of Capital Structure on Firm's Performance: Empirical Study of Manufacturing Companies in Nigeria*, Journal of Finance and Investment Analysis, vol 3, no 4, 39-57
- Bringham, Eugene F and Joel F Houston, 2006, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, edisi 10. Terjemahan Ali Akbar Yulianto. Jakarta, penerbit Salemba Empat.
- Berger N Allen, 2002, *Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry*, page 1-38
- Evgeny Ilyukhin, 2015, *The Impact of Financial Leverage On Firm Performance: Evidence From Rusia*, Bbinyck No24, hal 24-36
- Fazlzadeh Alireza, 2011, *The Examination of Effect of Ownership Structure on Firm Performance in Listed Firms of Tehran Stock Exchange Based on the Type of the Industry*, International Journal of Business and Management, vol 6 no 3, hal 249-266

- Hasan Bokkhtiar, A.F.M.Ahsan, MD Afzalur R, Md. Nurul Alam, 2014, *Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Bangladesh*, *International Journal of Business and Management*, Vol 9, No 5 :184-194
- Hanafi, M Mamduh dan Abdul Halim, 2007, Analisis Laporan Keuangan, edisi 3, Jakarta, Unit Penerbit dan Percetakan Sekolah Tinggi Ilmuawan
- Horne, James C Van dan John M Wachowicz, 2005, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, terjemahan oleh Heru Sutejo, Jakarta, Salemba Empat
- Holz A Carsten, 2002, *The Impact of the Liability-asset ratio on Profitability in China's Industrial State-owned Enterprises*, *China Economic Review* 13 pp 1-26
- Iavorskyi Mykhailo, 2013, *The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Evidence From Ukraine*, Thesis, Kyiv School of Economics
- Jiang Piang, 2004, *The Relationship Between Ownership Structure and Firm Performance: an Empirical Analysis over Heilongjiang Listed Companies*, *Nature and Science*, 2(4):87-90
- Jensen C Michael dan Meckling H William, 1976, *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, 305-360
- Juminagan.2011, *Analisis Laporan Keuangan*, Jakarta, Bumi Aksara
- Margaritis Dimitris and Maria Psillaki, 2009, *Capital Structure, Equity Ownership, and Firm Performance*, *Journal of Banking & Finance*, pp 621-632
- Mwangi W Lucy, Muathe S Makau, and George Kosimbei, 2014, *Relationship Between Capital Structure and Performance of Non Financial Companies Listed In the Nairobi Securities Exchange, Kenya*, *Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics (GJCRA) An Online International Research Journal*, Vol 1:72-90
- Mang'unyi Ernest Erick, 2011, *Ownership Structure and Corporate Governance and Its Effects on Performance: A Case of Selected Bank in Kenya*, *International Journal of Business Administration*, 1-18
- Pouraghajan Abbasali, 2012, *The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measure: Evidence from the Tehran Stock Exchange*, *International Journal of Business and Commerce* Vol 1 No 9 , 166-181
- Raza M Wajid, 2013, *Affect of Financial Leverage on Firm Performance. Empirical Evidence from Karachi Stock Exchange*, MPRA Paper No.50383, posted 8 October 2013:11:17 UTC
- Raluca, 2014, *Capital Structure and Corporate Performance of Romanian Listed Companies*, *International Journal of Academic Research In Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol 4, No 1, January 2014, pp 287-297
- Shahdila W. Shahar, Wan Shahzinda Shah Shahar, Nor Fadilah Bahari, Nurul Wajhi Ahmad, Shafina Faisal and Nurauliani Jamlus Rafdi, 2015, *A Review Capital Structure Theory: Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory*, *Proceeding of the 2nd International Conference on Management and Muamalah*, pp 240-247
- Salim Mahfuzah, dan Raj Yadav, 2012, *Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies*, *Procedia-Sosial and Behavioral Sciences* 65 hal 156-166
- Soumadi M Mustafa, Hayajneh Osam, 2007, *Capital Structure and Corporate Performance Empirical Study On The Public Jordanian Shareholding Firms Listed In The Amman Stock Market*, *European Scientific Journal*, October edition vol.8, No 22 hal 173-189
- Subramanyam, K.R, dan John J Wild, 2010, *Analisis Laporan Keuangan, Buku 1, Terjemahan Dewi Yanti*, Jakarta, Salemba Empat
- Wiranata Ardi Yulius dan Nugrahanti Yetirin, 2013, *Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia*, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol 15, hal 15-26
- Xuan Do Quang and Wu Zhong Xin, 2013, *The Impact of Ownership Structure and*



*Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Firms*,  
International Business Research, pp 65-71

### LAMPIRAN

#### Daftar Sampel

No	Kode	Nama Perusahaan
1	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk
2	ASII	Astra International Tbk
3	AUTO	Astra Otoparts Tbk
4	BTON	Betonjaya Manunggal Tbk
5	GGRM	Gudang Garam Tbk
6	GJTL	Gajah Tunggal Tbk
7	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
8	INDS	Indospring Tbk
9	KBLM	Kabelindo Murni Tbk
10	KICI	Kedaung Indah Can Tbk
11	LION	Lion Metal Works Tbk
12	LMSH	Lionmesh Prima Tbk
13	MBTO	Martina Berto Tbk
14	NIPS	Nipress Tbk
15	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk
16	PRAS	Prima Alloy Steel Universal Tbk
17	PYFA	Pyridam Farma Tbk
18	SKLT	Sekar Laut Tbk
19	SMSM	Selamat Sempurna Tbk
20	STTP	Siantar Top Tbk
21	TCID	Mandom Indonesia Tbk
22	TRST	Trias Sentosa Tbk
23	ULTJ	Ultra Jaya Milk Industry Tbk

Tabel 1  
Hasil Analisis Random Effect

Dependent Variable: ROA  
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
Date: 11/16/16 Time: 16:23  
Sample: 2011 2014  
Periods included: 4  
Cross-sections included: 23  
Total panel (balanced) observations: 92  
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KEP_INSTITUSIONAL	-0.030307	0.057210	-0.529753	0.5976
KEP_MANAJERIAL	0.037543	0.125331	0.299551	0.7652
DER	-0.030778	0.010288	-2.991727	0.0036
C	0.120722	0.044050	2.740589	0.0074
Effects Specification				
			S.D.	Rho

Cross-section random	0.039213	0.5245
Idiosyncratic random	0.037335	0.4755

Weighted Statistics

R-squared	0.095810	Mean dependent var	0.032004
Adjusted R-squared	0.064986	S.D. dependent var	0.039060
S.E. of regression	0.037770	Sum squared resid	0.125537
F-statistic	3.108239	Durbin-Watson stat	1.716370
Prob(F-statistic)	0.030474		

Unweighted Statistics

R-squared	0.236981	Mean dependent var	0.074457
Sum squared resid	0.249410	Durbin-Watson stat	1.007427

Tabel 2

Hasil FEM

Dependent Variable: ROE  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Date: 11/21/16 Time: 16:17  
 Sample: 2011 2014  
 Periods included: 4  
 Cross-sections included: 23  
 Total panel (balanced) observations: 92  
 Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KEP_INSTITUSIONAL	-12.09712	15.32014	-0.789622	0.4326
KEP_MANAJERIAL	-323.2664	57.38748	-5.633049	0.0000
DER	0.445125	0.616508	0.722011	0.4728
C	25.88956	11.28887	2.293370	0.0250

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.647016	Mean dependent var	1.728666
Adjusted R-squared	0.513310	S.D. dependent var	5.405102
S.E. of regression	3.744564	Sum squared resid	925.4360
F-statistic	4.839087	Durbin-Watson stat	2.134028
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.721026	Mean dependent var	2.625543
Sum squared resid	7687.605	Durbin-Watson stat	2.324972