

ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN

**Achmad Komara
Sri Hartoyo
Trias Andati**

Manajemen Bisnis - Institut Pertanian Bogor
Gedung MB-IPB, Jl. Raya Pajajaran, Bogor – Indonesia 16151

Abstract

At this time, business growth requires proper company's financial strategy, especially by managing the capital structure to meet funding need of business operations. This research describes the impact of capital structure on financial performance of finance company listed on the Indonesia Stock Exchange during the years 2009-2013. The dependent variable in this study is financial performance composed of return on assets ratio (ROA), return on equity ratio (ROE) and price-to-earnings ratio (PER). While the independent variable in the form of capital structure is the ratio of debt to total assets (DAR) and the ratio of debt to total equity (DER). The result of panel data regression analysis showed that the capital structure has negative significant effect on financial performance of ROA and ROE, but has positive significant effect on PER. Based on these results, the finance companies should apply the precautionary principle in managing capital resources coming from debt financing, because the increased component of excessive debt in the capital structure of the company could lead to an increase in the financial burden that affects the reduction in company's profit.

Keywords: capital structure, financial performance, finance company, panel data regression analysis

Dalam menghadapi persaingan, setiap perusahaan harus bertumbuh dan berkembang secara berkelanjutan agar mendapatkan kepercayaan dari para *stakeholders*. Untuk mendukung pertumbuhan dan perkembangan bisnis, perusahaan memerlukan pendanaan atau sumber modal agar bisa mendanai aktivitas operasional dan investasinya. Manajemen perusahaan senantiasa dihadapkan pada keputusan untuk menentukan komposisi struktur modal antara modal internal dan eks-

ternal. Menurut Brigham (2006), modal adalah jumlah dari utang jangka panjang, saham preferen, dan ekuitas saham biasa, atau mungkin pos-pos tersebut plus utang jangka pendek yang dikenakan bunga. Menurut Weston dan Brigham (1994) salah satu keputusan penting manager keuangan agar tetap berdaya saing dalam jangka panjang adalah keputusan mengenai struktur modal. Kombinasi pemilihan struktur modal (Sundjaya & Barlian, 2003) merupakan hal penting yang harus diperhatikan oleh

Korespondensi dengan Penulis:

Achmad Komara: Telp. +62 21 5296 3232/3322; Fax: +62 21 5296 4172

Email: omaykomara5@gmail.com

Analisis Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Achmad Komara, Sri Hartoyo, & Trias Andati

perusahaan karena kombinasi pemilihan struktur modal tersebut akan mempengaruhi juga tingkat biaya modal (*cost of capital*) yang dikeluarkan oleh perusahaan. Komposisi struktur modal menjadi salah satu bagian yang menjadi perhatian manajemen dalam rangka meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Struktur Modal

Struktur modal merupakan kombinasi antara berbagai komponen pada sisi kanan neraca, yaitu hutang dan ekuitas (Asnawi dan Wijaya 2005). Menurut Brigham dan Gapenski (1999), struktur modal sebagai bauran (*mix*) dari hutang dan ekuitas. Lebih jelas dimana J. Fred Weston dan Thomas E Copeland (1995) mengatakan bahwa struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham.

Teori Modigliani Miller (MM) menyebutkan bahwa nilai perusahaan tidak bergantung pada struktur modal. Brigham dan Hourstan (2001) berpendapat bahwa proporsi *debt and equity* tidak berdampak pada keberhasilan peningkatan nilai perusahaan. Dalam teori MM II (*tax shield*), penggunaan hutang dapat menghemat pajak yang menguntungkan keuangan perusahaan. Menurut MM, struktur modal yang optimal adalah seluruhnya hutang. Teori *Trade Off* menjelaskan bahwa perusahaan akan berhutang sampai tingkat tertentu dimana nilai *tax shield* akan sama dengan nilai biaya kesulitan keuangan (*financial distress*).

Menurut teori *Agency Cost*, semakin besar biaya agen akan menyebabkan semakin tinggi biaya bunga yang menyebabkan semakin rendah nilai perusahaan bagi pemegang saham atau disinsentif atas penerbitan utang. Teori *Packing Order* menyebutkan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan internal dan akan memilih pendanaan eksternal dari sekuritas yang paling aman dan rendah risikonya.

Kinerja Keuangan

Menurut Nitisemito (1995), kinerja keuangan merupakan kegiatan perusahaan yang ditujukan untuk mendapatkan dan menggunakan modal dengan cara yang efektif dan efisien. Menurut Horne (1998), kinerja keuangan adalah merupakan ukuran prestasi perusahaan maka keuntungan adalah merupakan salah satu alat yang digunakan oleh para manajer. Kinerja keuangan juga akan memberikan gambaran efisiensi atas penggunaan dana mengenai hasil akan memperoleh keuntungan dapat dilihat setelah membandingkan pendapatan bersih setelah pajak.

Rasio Keuangan

Menurut Wild (2005), rasio keuangan dapat digunakan untuk membandingkan perbedaan beberapa perusahaan dalam industri yang sama, perbedaan antar industri dan membandingkan kinerja keuangan perusahaan dalam periode yang berbeda. Menurut Sawir (2005), ada 4 rasio terbesar dalam rasio-rasio keuangan, yaitu rasio likuiditas, rasio *leverage*, rasio profitabilitas, dan rasio aktivitas.

Variabel rasio keuangan dalam penelitian ini yaitu:

1. Rasio *Leverage*/Solvabilitas

a) *Debt to Asset Ratio* (DAR)

DER dihitung sebagai berikut:

$$DAR = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

b) *Debt to Equity Ratio* (DER)

DER dihitung sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

2. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

a) *Return on Asset* (ROA)

ROA dihitung sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Profit After Tax}}{\text{Total Asset}}$$

b) *Return on Equity* (ROE)

ROE dihitung sebagai berikut:

$$ROE = \frac{\text{Profit After Tax}}{\text{Total Equity}}$$

3. Rasio Pasar

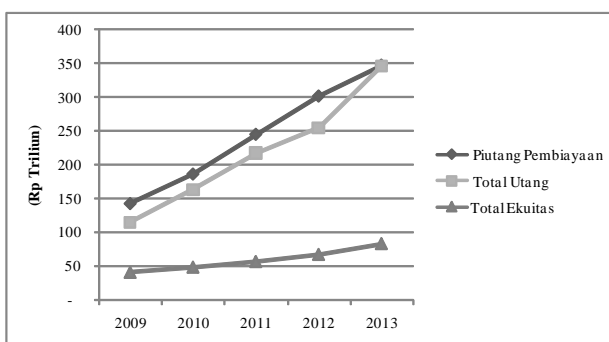
Rasio pasar yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Price to Earnings Ratio*. PER dihitung sebagai berikut:

$$PER = \frac{\text{Profit After Tax}}{\text{Earnings per Share}}$$

Industri pembiayaan merupakan salah satu lembaga keuangan non-bank yang berperan besar dalam perekonomian Indonesia. Hal ini terlihat dari pertumbuhan rasio penyaluran pembiayaan terhadap Produk Domestik Bruto selama tahun 2009-2013 seperti terdapat pada Tabel 1.

Perusahaan pembiayaan selama tahun 2009-2013, mengandalkan pendanaan eksternal melalui utang untuk meningkatkan saldo piutang pembiayaannya dibandingkan pendanaan internal. Hal

ini dikarenakan kebutuhan pendanaan yang besar untuk penyaluran pembiayaan tidak dapat dipenuhi seluruhnya melalui sumber modal internal yang berasal dari pertumbuhan ekuitas (Gambar 1). Penerbitan utang akan menimbulkan beban bunga dan keuangan yang menjadi patokan utama dalam penentuan tingkat suku bunga pembiayaan kepada nasabah. Bagi nasabah, tingkat suku bunga pembiayaan menjadi salah satu faktor yang dipertimbangkan saat memilih perusahaan pembiayaan, selain adanya penawaran dari dealer rekanan.



Gambar 1 Pertumbuhan Piutang Pembiayaan, Total Utang dan Total Ekuitas Industri Pembiayaan Tahun 2009-2013 (Sumber: Otoritas Jasa Keuangan, diolah)

Industri pembiayaan diatur oleh pemerintah melalui kementerian keuangan yang menerbitkan Peraturan Menteri Keuangan (PMK) Nomor 84/

Tabel 1. Pertumbuhan Penyaluran Pembiayaan Terhadap PDB Periode 2009-2013 (Rp Triliun)

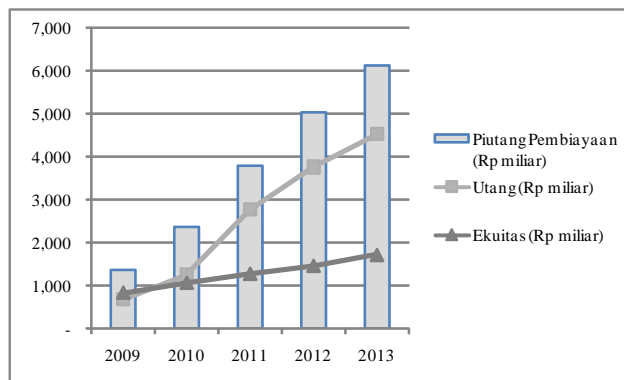
Indikator	Nilai Indikator per Tahun				
	2009	2010	2011	2012	2013
Piutang Pembiayaan (Rp triliun)	142,54	186,35	245,30	302,08	348,03
<i>Chanelling</i> (Rp triliun)	9,10	14,30	15,30	16,17	15,91
<i>Joint Financing</i> (Rp triliun)	47,10	67,20	83,50	89,18	96,15
Total Penyaluran pembiayaan (Rp triliun)	198,74	267,85	344,10	407,43	460,09
PDB (Rp triliun)	5.613,00	6.443,00	7.427,00	8.242,00	9.084,00
% Terhadap PDB	3,54%	4,16%	4,63%	4,94%	5,06%
Jumlah Perusahaan Pembiayaan	198	192	195	200	202

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (diolah)

Analisis Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Achmad Komara, Sri Hartoyo, & Trias Andati

PMK.012/2006 tentang Perusahaan Pembiayaan untuk menjaga dan meningkatkan kualitas perusahaan pembiayaan agar mendapatkan kepercayaan dari para *stakeholders*-nya. Industri pembiayaan juga memiliki risiko spesifik seperti disebutkan pada Surat Edaran dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) No. 4/SEOJK.05/2015 yang menyebutkan ada 7 (tujuh) risiko yang dihadapi oleh perusahaan pembiayaan yaitu risiko kepengurusan, risiko tata kelola, risiko strategi, risiko operasional, risiko aset dan liabilitas, risiko pembiayaan dan risiko dukungan dana (permodalan).

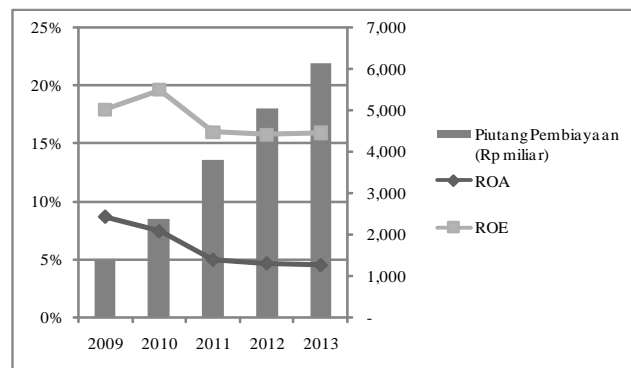


Gambar 2 Pertumbuhan Piutang Pembiayaan, Utang dan Ekuitas Perusahaan Pembiayaan di BEI Tahun 2009 – 2013 (Sumber: BEI, diolah)

Untuk memperoleh sumber modal selain modal awal dari pemegang saham, perusahaan pembiayaan pada umumnya akan mengadakan transaksi pinjaman ke perbankan, penerbitan obligasi ke publik dan pelepasan saham ke publik melalui Bursa. Berdasarkan data yang diolah dari Bursa Efek Indonesia (BEI), selama tahun 2009-2013, nilai kapitalisasi pasar sektor keuangan merupakan yang tertinggi yakni sebesar rata-rata Rp 822,17 triliun Rupiah atau 24,15% dari seluruh rata-rata nilai kapitalisasi pasar modal di BEI. Hal ini menandakan bahwa sektor keuangan memberikan peran yang penting dalam pertumbuhan BEI. Sedangkan di sektor keuangan, yang menjadi sub-sektor tertinggi selama tahun 2009-2013 adalah perbankan dan diikuti oleh perusahaan pembiayaan. Sumber

modal utama pertumbuhan rata-rata piutang pembiayaan perusahaan pembiayaan yang terdaftar di BEI selama periode 2009-2013 berasal dari utang atau sumber eksternal dibandingkan menggunakan ekuitas atau sumber internal sebagaimana dapat dilihat pada Gambar 2.

Dalam kurun waktu 2009-2013, nilai rata-rata piutang pembiayaan perusahaan pembiayaan yang terdaftar di BEI mengalami pertumbuhan sebagaimana dapat dilihat pada Gambar 3, namun nilai rata-rata ROA dan ROE cenderung mengalami penurunan. Hal ini menarik untuk dianalisis lebih lanjut karena pertumbuhan bisnis seharusnya bisa memenuhi harapan pemegang saham dan investor untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi.



Gambar 3 Pertumbuhan Piutang Pembiayaan, ROA dan ROE Perusahaan Pembiayaan di BEI Tahun 2009 – 2013 (Sumber: BEI, diolah)

Berdasarkan kondisi bahwa pertumbuhan piutang pembiayaan yang terdaftar di BEI selama periode 2009-2013 mengandalkan sumber modal yang berasal dari utang dan terjadi kecenderungan penurunan ROA dan ROE, maka sangat menarik untuk meneliti dampak strategi struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan pembiayaan. Penelitian ini menganalisis pengaruh struktur modal perusahaan pembiayaan pada kinerja keuangan berupa: (1) rasio profitabilitas berupa return on asset (ROA) dan return on equity (ROE); (2) rasio pasar berupa price earning ratio (PER).

Hasil penelitian ini secara umum diharapkan dapat bermanfaat bagi para pihak yang berkaitan dengan industri pembiayaan yaitu bagi manajemen perusahaan pembiayaan, perbankan, investor dan regulator.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Penelitian mengenai pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan telah banyak dilakukan di berbagai negara. Namun demikian, penelitian-penelitian yang dilakukan menunjukkan hasil yang berbeda-beda antara satu negara dengan negara lainnya.

Penelitian mengenai pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan dilakukan oleh Fadhilah (2011) dengan menggunakan data panel terhadap perusahaan sektor pertambangan yang terdaftar di BEI selama periode 2005-2009. Hasil analisis regresi data panel menunjukkan bahwa struktur modal pada perusahaan pertambangan di BEI periode 2005-2009 yang tercerminkan oleh rasio-rasio leverage mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan yang dilihat berdasarkan ROA, ROE, dan PER. Namun struktur modal perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan berdasarkan MBR (market to book ratio). Penelitian ini juga menemukan pengaruh negatif DER dan LDTC (long debt to total capital) terhadap ROA dan ROE.

Penelitian yang dilakukan oleh Astuti (2012). Penelitian dilakukan terhadap perbankan yang terdaftar di BEI periode 2005-2010. Analisa pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan pada perbankan di BEI menunjukkan bahwa sebagian besar variabel struktur modal berpengaruh nyata terhadap kinerja keuangan bank. Variabel ECAP (equity to asset ratio) berpengaruh positif signifikan terhadap ROA dan berpengaruh negatif signifikan terhadap ROE dan rasio TOBINS'Q.

Penelitian yang dilakukan oleh Ginting (2003) berjudul Pengaruh Struktur Modal terhadap Produktivitas Aktiva dan Kinerja Keuangan serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka di Indonesia. Hasil penelitian menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap aktivitas operasi, kinerja keuangan, dan nilai perusahaan. Pengaruh langsung antara kinerja keuangan dengan nilai perusahaan dan pengaruh tidak langsung antara struktur modal dengan nilai perusahaan adalah negatif.

Purhadi (2006) melakukan penelitian terhadap perusahaan barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Hasil penelitian menyebutkan bahwa struktur modal yang diukur dengan debt to assets ratio, long term debt to assets ratio, dan debt to equity ratio secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas yang diukur dengan menggunakan ROE.

Penelitian lainnya dilakukan oleh Siddiqui dan Shoaib (2011) menguraikan hipotesis mengenai biaya keagenan (Agency Cost) dengan menggunakan data panel dari 22 bank selama periode 2002 sampai 2009. Berdasarkan hasil pooled data, penelitian ini telah membuktikan hipotesis teori Agency Cost. Size atau ukuran bank dan consumer banking memiliki peranan yang sangat signifikan dalam efisiensi profit selama periode 2002 – 2009. Sementara hasil dari random effects dan fixed effects model mendukung preposisi Miller dan Modigliani (1958) yakni struktur modal tidak memiliki efek terhadap nilai perusahaan yang dalam hal ini adalah bank.

Do dan Wu (2013) dengan menggunakan 134 sampel perusahaan non-keuangan yang terdaftar di HoSE periode 2009-2012 untuk mempelajari dan menganalisa dampak dari struktur kepemilikan modal terhadap kinerja keuangan perusahaan melalui metode analisis regresi ganda untuk ketiga model pengukuran leverage keuangan. Temuan dari penelitian ini menunjukkan bahwa struktur

Analisis Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Achmad Komara, Sri Hartoyo, & Trias Andati

modal secara signifikan berbanding terbalik dengan kinerja keuangan perusahaan yang diukur berupa ROA dan ROE. Sedangkan untuk BUMN, ada hubungan negatif yang signifikan antara kepemilikan manajerial dan kinerja keuangan yang diukur dengan ROE. Bukti hubungan negatif antara struktur modal dan kinerja keuangan mendukung teori Pecking Order yang menunjukkan bahwa perusahaan Vietnam akan memprioritaskan menggunakan dana internal terlebih dahulu, kemudian hutang dan akhirnya ekuitas jika diperlukan.

Pratomo and Ismail (2006). membuktikan hipotesis biaya agen dari Bank Islam di Malaysia, di mana leverage yang tinggi perusahaan cenderung mengurangi biaya agensi. Dengan menetapkan efisiensi keuntungan bank sebagai indikator mengurangi biaya agensi dan ekuitas rasio bank sebagai indikator leverage perusahaan. Dengan konsisten terhadap agency hipotesis leverage tinggi atau rasio modal ekuitas yang lebih rendah berkaitan dengan efisiensi keuntungan yang lebih tinggi, ceteris paribus.

Hipotesis

Berdasarkan penelitian terdahulu yang berhubungan dengan variabel penelitian ini, maka hipotesis penelitian ini adalah:

- Terdapat pengaruh signifikan *debt to asset ratio* terhadap kinerja keuangan
- Terdapat pengaruh signifikan *debt to equity ratio* terhadap kinerja keuangan

METODE

Penelitian menggunakan pendekatan deskriptif dan ekonometrik. Pendekatan deskriptif bertujuan memberikan gambaran perihal kebijakan struktur modal sebagai acuan bagi perusahaan pembiayaan dan pengukuran kinerja yang dicapai oleh masing-masing perusahaan pembiayaan selama periode 2009-2013. Pendekatan ekonometrik digunakan untuk mengetahui hubungan antara kebijakan struktur modal yang dipakai sebagai acuan perusahaan pembiayaan dengan kinerja yang dicapai oleh masing-masing perusahaan pembiayaan tersebut.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan pembiayaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak tahun 2009 dan masih tercatat di BEI sampai tahun 2013. Adapun sampel penelitian adalah perusahaan pembiayaan yang tercatat di BEI selama 2009-2013 serta memiliki saldo pinjaman atau obligasi. Perusahaan yang menjadi sampel penelitian sebanyak 9 perusahaan (Tabel 2).

Tabel 2. Daftar Perusahaan Pembiayaan Yang Menjadi Sampel Penelitian

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan
1	ADMF	PT Adira Dinamika Multi Finance Tbk.
2	BBLD	PT Buana Finance Tbk.
3	BFIN	PT BFI Finance Indonesia Tbk.
4	BPFI	PT Batavia Prosperindo Finance Tbk.
5	CFIN	PT Clipan Finance Indonesia Tbk.
6	MFIN	PT Mandala Multifinance Tbk.
7	TRUS	PT Trust Finance Indonesia Tbk.
8	VRNA	PT Verena Multi Finance Tbk.
9	WOMF	PT Wahana Ottomitra Multiartha Tbk.

Sumber: Bursa Efek Indonesia

Data, Variabel dan Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang terdiri dari data kuantitatif dan data kualitatif. Data kuantitatif merupakan data historis berupa laporan keuangan perusahaan pembiayaan selama periode 2009 sampai dengan 2013 dan data harga saham masing-masing perusahaan pembiayaan. Data kualitatif merupakan gambaran umum perusahaan pembiayaan, kebijakan perusahaan pembiayaan dan peraturan perundang-undangan terkait perusahaan pembiayaan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan pembiayaan. Adapun variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini terbagi atas variabel independen (bebas) yaitu struktur modal yang terdiri dari DAR dan DER serta variabel dependen (terikat) yaitu kinerja keuangan yang terdiri atas ROA, ROE dan PER.

Berdasarkan Variabel Independen dan Variabel Dependen yang dijelaskan di atas, akan dilakukan pengujian dengan Model Penelitian sebagai berikut:

$$ROA_{it} = a_0 + a_1 DAR_{it} + a_2 DER_{it} + e_{1it}$$

$$ROE_{it} = b_0 + b_1 DAR_{it} + b_2 DER_{it} + e_{2it}$$

$$PER_{it} = c_0 + c_1 DAR_{it} + c_2 DER_{it} + e_{3it}$$

Keterangan:

ROA_{it} : Tingkat pengembalian atas investasi untuk individu ke-i dan waktu ke-t

ROE_{it} : Tingkat pengembalian atas modal untuk individu ke-i dan waktu ke-t

PER_{it} : Tingkat pengembalian nilai saham untuk individu ke-i dan waktu ke-t

DER_{it} : Total *Debt to Equity Ratio* untuk individu ke-1 dan waktu ke-t

DAR_{it} : Total *Debt to Asset Ratio* untuk individu ke-i dan waktu ke-t

a_0, b_0, c_0 : konstanta/intersep

a_i, b_i, c_i : dimana $i=1,2,3$ adalah koefisien regresi

e_i : error

Analisis data

Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi dan data panel untuk mengestimasi model

dan pemilihan model terbaik. Menurut Gujarati (2003), data panel merupakan gabungan dari data *time series* yang dikumpulkan dari waktu ke waktu terhadap suatu individu dan data *cross section* yang dikumpulkan dalam satu waktu terhadap banyak individu. Penggunaan data panel memicu permasalahan estimasi dan inferensi karena adanya permasalahan heteroskedastisitas pada data *cross section* dan permasalahan otokorelasi pada data *time series* (Gujarati 2003). Terdapat tiga teknis estimasi untuk mengatasi permasalahan dalam penggunaan data panel yaitu pendekatan *pooled least square* (PLS), pendekatan *fixed effect model* (FEM) dan pendekatan *random effect model* (REM) (Nachrowi dan Usman, 2006).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil estimasi data panel menggunakan *fixed effect model* (FEM) untuk melihat pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan pembiayaan yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013 disajikan pada Tabel 3.

Berdasarkan Tabel 3, model yang digunakan mampu menjelaskan ROA sebesar 95,11%, ROE sebesar 83,74% dan PER 28,95%. Secara keseluruhan, pada taraf nyata 5%, variabel struktur modal berpengaruh negatif signifikan pada ROA dan ROE, namun berpengaruh positif signifikan pada PER.

Setiap kenaikan DAR dan DER sebesar 1% akan menurunkan nilai ROA sebesar masing-masing 0,045% dan 0,001% dengan asumsi ceteris paribus. Penelitian sebelumnya oleh Zalim dan Yadaz (2012) menyatakan bahwa struktur modal (*debt ratio*) berpengaruh negatif terhadap ROA. Umar et al. (2012) juga menyatakan bahwa struktur modal (*debt to asset ratio*) berpengaruh negatif signifikan pada ROA. Hasil penelitian Fadhillah (2011) menyatakan DER berpengaruh negatif dan signifikan pada ROA. Pengaruh negatif DAR dan DER disebabkan kenaikan porsi *debt* akan meningkatkan beban finansial berupa beban bunga dan keuangan yang mengurangi pendapatan untuk

Analisis Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Achmad Komara, Sri Hartoyo, & Trias Andati

Tabel 3. Hasil Estimasi Model Pengaruh Struktur Modal Terhadap ROA, ROE Dan PER Tahun 2009-2013

Variabel Independen	Variabel Dependen					
	ROA		ROE		PER	
	β	Prob	β	Prob	β	Prob
DAR	-0.044598	0.0000	-0.031245	0.0001	881.4777	0.0000
DER	-0.001450	0.0000	-0.007667	0.0000	75.42254	0.0000
C	0.042770	0.0000	0.102880	0.0000	-793.7599	0.0001
R-squared	0.951087		0.837353		0.289469	
Adjusted R-squared	0.947884		0.826704		0.242946	
S.E. of regression	1.029176		1.024685		0.700944	
F-statistic	296.9701		78.62855		6.222070	
Prob(F-statistic)	0.000000		0.000000		0.000000	

Sumber: hasil pengolahan data menggunakan Eviews 6

memperoleh laba bersih yang berasal pengelolaan aset perusahaan.

Kenaikan DAR dan DER sebesar 1% juga akan menurunkan nilai ROE sebesar masing-masing 0,031% dan 0,008% dengan asumsi ceteris paribus. Hasil penelitian Fadhillah (2011) menyatakan DAR berpengaruh negatif pada ROE. Penelitian oleh Zalim dan Yadaz (2012) menyatakan bahwa struktur modal (*debt ratio*) berpengaruh negatif terhadap ROE.

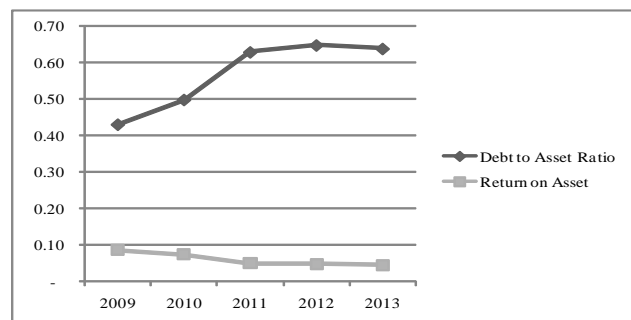
Peningkatan DAR dan DER sebesar 1% akan meningkatkan nilai PER sebesar masing-masing 881,48% dan 75,42% dengan asumsi ceteris paribus. Hasil penelitian Fadhillah (2011) menyatakan DAR dan DER berpengaruh positif pada PER. Penelitian Hendri (2005) menyatakan DER berpengaruh signifikan pada PER. Ramadhani (2010) menyatakan bahwa DER berpengaruh positif signifikan terhadap PER.

Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Yumettasari, Widiastuti dan Mawardi (2008) yang menyatakan bahwa DER berpengaruh positif signifikan pada PER. Wartono (2003) menuliskan teori bahwa dalam *financial leverage*, penggunaan sumber dana tetap yang memiliki beban tetap seperti hutang jangka panjang dan modal saham dengan harapan bahwa akan memberikan

tambahan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham.

Analisis Pengaruh DAR terhadap ROA

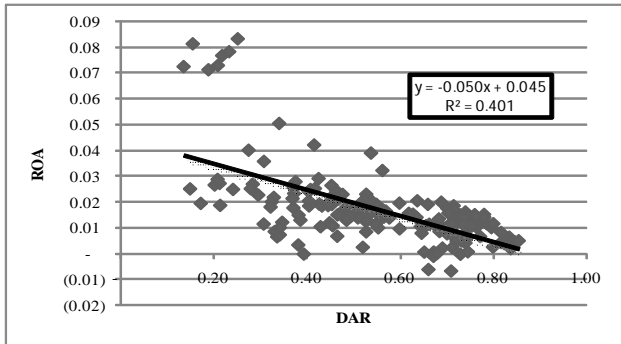
Gambar 4 menunjukkan pertumbuhan DAR akan menyebabkan penurunan ROA perusahaan pembiayaan. Artinya perusahaan pembiayaan yang semakin mengandalkan utang dalam pendanaan asetnya mengalami penurunan tingkat pengembalian dari investasi pada aset perusahaan. Rata-rata ROA selama tahun 2009-2013 sebesar 6,06%. Rata-rata ROA menurun dari 0,09 di tahun 2009 menjadi 0,05 di tahun 2013, artinya tingkat pengembalian dari investasi pada aset perusahaan semakin menurun.



Gambar 4 Pergerakan DAR dan ROA perusahaan pembiayaan di BEI tahun 2009-2013

(Sumber: laporan keuangan tahunan, diolah)

Korelasi negatif kuat antara DAR dengan ROA ($R = -0.633$) dijelaskan dalam Gambar 5, artinya kenaikan DAR akan menurunkan ROA.

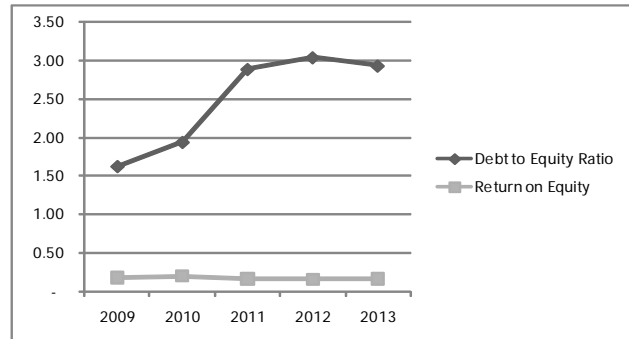


Gambar 5 Hubungan Antara DAR Dan ROA Perusahaan Pembiayaan di BEI Tahun 2009-2013
(Sumber: Laporan Keuangan Triwulanan (Diolah))

Analisis Pengaruh DER terhadap ROE

Gambar 6 memperlihatkan pertumbuhan DER menyebabkan penurunan ROE perusahaan pembiayaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan pembiayaan yang semakin mengandalkan pinjaman dibandingkan ekuitas sebagai sumber modal kegiatan usahanya mengalami penurunan tingkat pengembalian investasi dari ekuitas perusahaan. Rata-rata ROE selama tahun 2009-2013 sebesar 17,03%.

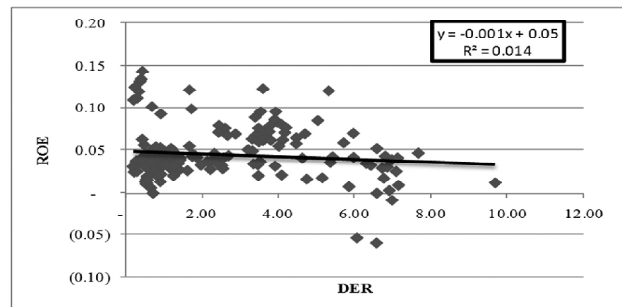
Perusahaan pembiayaan semakin mengandalkan pinjaman dibandingkan ekuitas sebagai sumber modal kegiatan usahanya. Sebaliknya, rata-rata ROE menurun dari 0,18 di tahun 2009 menjadi 0,16 di tahun 2013, artinya tingkat pengembalian investasi dari ekuitas perusahaan semakin menurun. Gambar 6 memperlihatkan pertumbuhan DER justru menurunkan ROE perusahaan pembiayaan. Pada Gambar 6 dapat dilihat Aset dan Ekuitas bertumbuh sebesar rata-rata 33,19% dan 17,21% per tahun dengan nilai rata-rata nominal lebih tinggi dibandingkan laba bersih yang bertumbuh hanya 24,23% per tahun, sehingga hal ini menurunkan tingkat pengembalian terhadap investasi modal pada aset perusahaan pembiayaan selama tahun 2009-2013.



Gambar 6 Pergerakan DER Dan ROE Perusahaan Pembiayaan di BEI Tahun 2009-2013
(Sumber: Laporan Keuangan Tahunan, Diolah)

Pertumbuhan ekuitas di perusahaan pembiayaan yang terdaftar di BEI selama tahun 2009-2013 pada umumnya berasal dari laba bersih yang dibukukan sebagai laba ditahan setelah dikurangi oleh pembagian dividen. Selama kurun waktu 2009-2013, hanya ada 4 perusahaan yang melakukan penambahan jumlah saham yaitu BFIN dan BBLD pada tahun 2012, CFIN pada tahun 2011 dan BPFI pada tahun 2010.

Penentuan komposisi antara utang dan ekuitas sebagai struktur modal berkaitan dengan pertimbangan keuntungan dari penghematan pajak (*tax shields*) dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) (Myers 2001). Sebagaimana dilihat pada Gambar 7, terdapat korelasi negatif lemah antara DER dengan ROE ($R = -0.118$), artinya kenaikan komposisi utang terhadap ekuitas akan menurunkan tingkat pengembalian berupa ROE.



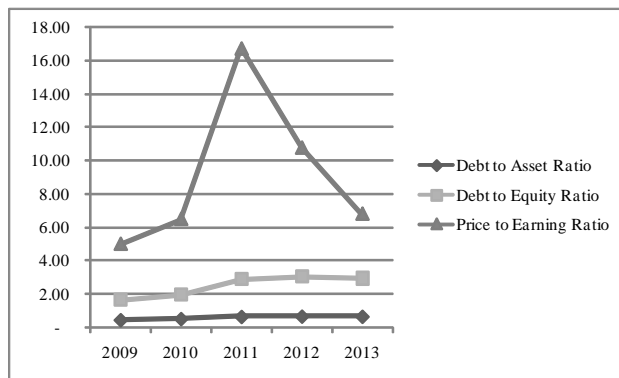
Gambar 7 Hubungan Antara DER Dan ROE Perusahaan Pembiayaan di BEI tahun 2009-2013
(Sumber: Laporan Keuangan Triwulanan, Diolah)

Analisis Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Achmad Komara, Sri Hartoyo, & Trias Andati

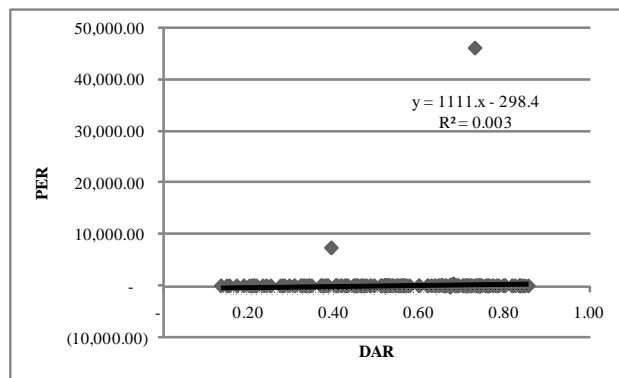
Analisis Pengaruh DAR dan DER terhadap PER

PER berfluktuasi, namun cenderung bertumbuh sejalan dengan pertumbuhan DAR dan DER. Hal ini dapat dilihat pada Gambar 8, kecuali pada tahun 2011 dimana pertumbuhan harga saham merupakan yang tertinggi selama tahun 2009-2013 seperti dapat dilihat pada Gambar 8, sedangkan pertumbuhan laba bersih cenderung stabil.



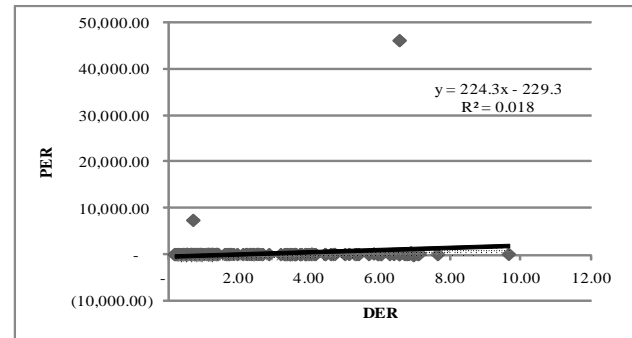
Gambar 8 Pertumbuhan DAR, DER Dan PER Perusahaan Pembiayaan di BEI Tahun 2009-2013
(Sumber: Laporan Keuangan Tahunan, diolah)

Korelasi positif lemah antara PER dengan DAR ($R = 0,055$) dijelaskan dalam Gambar 9, artinya kenaikan DAR akan meningkatkan nilai PER.



Gambar 9 Hubungan Antara DAR Dan PER Perusahaan Pembiayaan di BEI Tahun 2009-2013
(Sumber: Laporan Keuangan Triwulanan, diolah)

Korelasi positif lemah antara PER dengan DER ($R = 0,134$) dijelaskan dalam Gambar 10, artinya kenaikan DER akan meningkatkan nilai PER.



Gambar 10 Hubungan Antara DER Dan PER Perusahaan Pembiayaan di BEI Tahun 2009-2013
(Sumber: Laporan Keuangan Triwulanan, diolah)

Implikasi Manajerial

Manajemen perusahaan pembiayaan perlu memperhatikan kecenderungan penurunan ROA dan ROE seiring dengan kenaikan DAR dan DER (*leverage ratio*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa peningkatan rasio utang terhadap aset dan ekuitas berpengaruh negatif signifikan pada rasio profitabilitas yaitu ROA dan ROE.

Manajemen perusahaan pembiayaan sebaiknya mempertimbangkan alternatif pendanaan eksternal lain melalui skema kerjasama *channeling* dan *joint financing* dengan perbankan. Hal ini untuk mengurangi dampak utang yang menyebabkan semakin tingginya beban bunga dan keuangan dibandingkan *benefit* dari penghematan pajak (*tax shields*) sebagaimana dijelaskan dalam *Trade-Off theory*, yang dapat mengakibatkan *financial distress*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan analisis hasil analisis yang dilakukan, dapat ditarik kesimpulan bahwa perubahan struktur modal berupa Debt to Asset Ra-

tio (DAR) dan Debt to Equity Ratio (DER) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan pembiayaan yang terdapat di Bursa Efek Indonesia yang diukur melalui rasio profitabilitas berupa Return on Asset (ROA) dan Return on Equity (ROE). Hasil analisis juga menunjukkan bahwa struktur modal berupa DAR dan DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan pembiayaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diukur melalui rasio pasar berupa Price to Earnings Ratio (PER).

Rasio rata-rata struktur modal DAR dan DER perusahaan pembiayaan yang terdaftar di BEI selama tahun 2009-2013 masing-masing 0,57 dan 2,48 kali, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan pembiayaan mengandalkan pendanaan eksternal untuk mendukung pertumbuhan aset dan piutang pembiayaannya dibandingkan penerbitan saham baru.

Saran

Penelitian berikutnya bisa menambahkan variabel independen struktur modal lainnya dan variabel kinerja keuangan lainnya, mempertimbangkan pengelolaan manajemen risiko pada setiap variabel yang digunakan dan menambahkan perusahaan pembiayaan yang sahamnya tidak terdaftar di BEI, namun menerbitkan obligasi di BEI.

DAFTAR PUSTAKA

Asnawi, Kelana S, Wijaya C, 2005. *Riset Keuangan: Pengujian-Pengujian Empiris*. Edisi ke-1. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.

Astuti MW. 2012. Analisis Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi Kasus pada Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2010). *Tesis*. Institut Pertanian Bogor.

Brigham, Eugene F, Gapenski LC. 1999. *Intermediate Financial Management*. Florida: The Dryden Press.

Brigham EF, Houston JF, 2001. *Fundamentals of Financial Management*. 9th Edition. Texas: Horcourt College.

Do XQ, Wu ZX. 2013. The impact of ownership structure and capital structure on financial performance of Vietnamese firms. *International Business Research*. 7(2): 64-71.

Fadhilah A. 2011. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, 2005-2009. *Tesis*. Institut Pertanian Bogor.

Ginting SS. 2003. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva dan Kinerja Keuangan serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka di Indonesia. *Disertasi*. Universitas Airlangga Surabaya.

Horne, James CV, John MW. 1998. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.

[Kemenkeu] Kementerian Keuangan. 2006. *Peraturan Menteri Keuangan No. 84/PMK.012/2006 tentang Perusahaan Pembiayaan*. Jakarta: Kemenkeu.

Nachrowi D, Usman H. 2006. *Pendekatan Praktis dan Populer: Ekonometrika Untuk Analisis dan Ekonomi*. Depok: FEUI.

Nitisemito AS. 1995. *Pembelanjaan Perusahaan*. Jakarta: Ghalia Indonesia.

[OJK] Otoritas Jasa Keuangan. 2014. *Peraturan Nomor 29/POJK.05/2014 tentang Penyelenggaraan Usaha Perusahaan Pembiayaan*. Jakarta: OJK.

Pratomo WA, Ismail AG. 2006. Islamic Bank Performance and Capital Structure. *MPRA Paper*.

Purhadi I. 2006. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas Perusahaan Barang Konsumsi Terbuka di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Univesitas Terbuka Jakarta.

Sawir A. 2005. *Analisa Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.

Siddiqui MA, Shoaib A. 2011. Measuring performance through capital structure: evidence from banking sector of Pakistan. *African Journal of Business Management*. 5(5): 1871-1879.

Analisis Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Achmad Komara, Sri Hartoyo, & Trias Andati

- Sundjaja RS, Barlian I. 2003. *Manajemen Keuangan* 1. Ed ke-5. Jakarta: Literata Lintas Media
- Weston JF, Copeland TE. 1995. *Manajemen Keuangan*. Ed ke-8. *Jilid 1*. Jakarta: Gelora Aksara Pratama.
- Tian GG, Zeitun R. 2007. Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan. *Australian Accounting, Business and Finance Journal*. 1(4): 40-61.
- Wild, John JKR, Subramanyam, Hasley RF. 2005. *Financial Statement Analysis*. 8th ed. Jakarta: Salemba 4.