Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening

Budiman Sutrisno

STIE Widya Dharma Pontianak
Email: budimansutrisn@gmail.com

Abstract

This study aims to examine the impact of ownership structure and firm size on firm performance through the capital structure as an intervening variable. This study uses a path analysis model. Samples in this study were 36 infrastructure, utilities, and transportation sector companies on the Indonesia Stock Exchange. The main finding in this study is that there is an indirect relationship between company size and performance through capital structure. Ownership structure and size were found to have a negative effect on capital structure. Ownership structure has no effect on performance, size has a negative effect on performance and capital structure has a positive effect on company performance.

Kata Kunci: struktur kepemilikan, struktur modal, ukuran perusahaan, kinerja perusahaan

A. Pendahuluan

Kemampuan Indonesia merupakan negara terbesar ke 6 di Asia dengan luas wilayah 1.910.931 km² dan menempati urutan terbesar ke 14 di dunia berdasarkan luas wilayah serta negara ke empat di dunia dengan jumlah penduduk mencapai 263.991.379 juta jiwa pada akhir tahun 2017. Pertumbuhan ekonomi Indonesia telah semakin berkembang, terbukti dari peningkatan Produk Domestik Bruto (PDB) yang cukup stabil dari tahun 2015 hingga tahun 2017 lalu. Selain itu, World Bank juga memproyeksikan PDB Indonesia akan tetap mengalami kenaikan hingga tahun 2020. Lajunya pertumbuhan ekonomi Indonesia, menjadikan suatu daya tarik bagi investor asing untuk menanamkan modal. Faktor lain yang mendukung dan menjadi faktor utama bagi jalan masuknya investasi adalah dengan ketersediaan infrastruktur yang memadai.

Pembangunan dan ketersediaan infrastruktur menjadi hal penting bagi suatu negara karena merupakan pondasi utama suatu negara untuk menggerakkan dan memperkuat roda perekonomian agar dapat berjalan. Dengan adanya infrastruktur yang baik, maka akan mempermudah pertukaran informasi, percepatan pergerakan arus barang, peningkatan tingkat taraf hidup dan kesejahteraan masyarakat. Selain itu, kondisi pembangunan dapat membuka percepatan ekonomi, isolasi masyarakat, isolasi informasi dan daerah masyarakat sehingga akan memiliki akses dengan pembangunan.

Dengan kemajuan teknologi dan informasi membuat sektor infrastruktur semakin atraktif dari yang sebelumnya berfokus pada jalan dan tempat pelayanan umum kini mengalami pertumbuhan dan pergeseran sehingga mencakup energi, transportasi, telekomunikasi, konstruksi non bangunan, sumber daya air, hingga permukiman. Saat ini, pemerintah Indonesia berkomitmen terhadap perbaikan infrastruktur negara demi peningkatan daya saing, perbaikan konektivitas dan pemerataan ekonomi yang menjadi prospek bagus bagi perusahaan sektor infrastruktur.

Adapun total kebutuhan anggaran infrastruktur pada tahun 2015 hingga 2019 mencapai Rp 4.197 triliun, dimana 42 persen pembiayaan Anggaran Pendapatan Belanja Negara dan dana Badan Usaha Milik Negara sedangkan sisanya dari investasi swasta. Berdasarkan data Kementerian Keuangan, hingga 2017 dana yang telah dihabiskan untuk pembangunan infrastruktur adalah sebesar Rp 913,5 triliun. Dilihat dari alokasi dananya, APBN 2018 adalah sebesar Rp 2.220,7 triliun dan hanya sekitar 18,5 persen di alokasikan untuk pembangunan infrastruktur negara atau sebesar Rp 410,7 triliun. Dibandingkan alokasi dana untuk pembangunan infrastruktur pada tahun 2017 yang sebesar Rp 388,3 triliun, anggaran tahun ini memang mengalami peningkatan.

Menurut Harjito (2005), ada tiga tujuan pendirian perusahaan oleh investor yaitu, memperoleh keuntungan maksimum, mensejahterahkan pemilik, dan memaksimalkan nilai perusahaan. Untuk mencapai tujuan perusahaan, maka perusahaan harus mampu meningkatkan kinerja perusahaan secara optimal. Pengukuran terhadap kinerja perusahaan merupakan proses yang penting sebagai penilaian terhadap kondisi, prestasi perusahaan di masa lalu dan prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Kinerja perusahaan dapat diukur menggunakan rasio keuangan, namun adapula pengaruh dari faktor lain yang non rasio.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peran penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham karena perbedaan kepentingan yang mungkin terjadi. Perubahan dalam perilaku investor institusional dapat memengaruhi hubungan kekuasaan di perusahaan dan kemudian kinerja perusahaan (Chaganti dan Damanpour, 1991). Dengan jumlah kepemilikan yang semakin besar, investor institusional lebih dapat menyuarakan ketidaksetujuannya terhadap keputusan yang diambil oleh manajemen. Investor institusional juga dapat menjadi pemantau untuk meningkatkan kinerja perusahaan menjadi lebih efektif.

Struktur modal merupakan proporsi pendanaan yang digunakan oleh perusahaan untuk mengoptimalkan kinerja perusahaan. Pendanaan perusahaan dapat berupa pendanaan internal maupun eksternal. Menurut teori *trade off*, perusahaan akan mencari lebih banyak utang selama nilai sekarang dari perisai pajak lebih besar daripada nilai sekarang dari kebangkrutan, biaya agensi dan semua biaya lain yang terkait dengan *leverage* yang lebih tinggi. Berdasarkan teori biaya agensi, ketika utang dijual, biaya agensi utang juga meningkat dengan *leverage*, sementara proporsi ekuitas dan biaya agensi ekuitas menurun.. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa ada jumlah *leverage* optimal yang akan dikaitkan dengan jumlah minimum total biaya agensi. Sebab menurut teori agensi, manajer tidak memilih struktur modal yang optimal karena adanya perbedaan kepentingan.

Secara teoritis, perusahaan besar cenderung memiliki sumber daya yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan dengan skala atau ukuran yang kecil, sehingga perusahaan besar akan cenderung memiliki kinerja keuangan yang lebih baik. Dari sisi investor, perusahaan besar juga cenderung mendapatkan kepercayaan akan prospek yang akan dicapai kedepannya.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji bagaimana pengaruh tata kelola perusahaan yang baik dan independent, pengelolaan aset yang efektif dan efisien, serta penggunaan utang yang optimal terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi di Bursa Efek Indonesia.

B. Tinjauan Teori

1. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan merupakan gambaran dari aktivitas ekonomi perusahaan dalam menghasilkan laba bagi perusahaan serta investor yang ditampilkan secara utuh selama periode waktu tertentu. Kinerja merupakan indikator dari baik

buruknya keputusan manajemen dalam pengambilan keputusan. Penilaian kinerja keuangan juga dapat menjadi salah satu cara yang digunakan manajemen agar dapat memenuhi kewajiban dan tujuan perusahaan. Jika diukur dari aspek eksternal dan internal, kinerja perusahaan dilihat dari penilaian pasar. Apabila nilai pasar tinggi menunjukkan *stakeholder* mempunyai harapan yang tinggi terhadap kinerja perusahaan seperti yang dapat diukur dengan Q rasio atau Tobin's Q.

2. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain (Tarjo, 2008). Dengan adanya kepemilikan institusional dalam struktur kepemilikan perusahaan, maka akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen agar menjalankan segala sesuatu sesuai dengan tujuan awal perusahaan dan penggunaan dana juga akan sesuai. Struktur tata kelola perusahaan yang efektif juga dapat membantu mencegah konflik kepentingan antara direktur dan pemegang saham dengan membuat konformasi dan keseimbangan informasi (Alipour dan Amjadi, 2011).

3. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah perbandingan besar kecilnya usaha dari suatu perusahaan yang dapat diukur dengan berbagai cara, seperti total aset, total penjualan, nilai saham, dan sebagainya. Perusahaan besar memiliki kredibilitas yang lebih tinggi sehingga akan memiliki tingkat kepercayaan dari investor yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil. Dengan adanya akses lebih yang dimiliki, maka perusahaan besar akan lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan dan sumberdaya yang dibutuhkan. Umumnya, perusahaan besar lebih menguntungkan daripada kecil ukuran perusahaan karena akses mudah ke teknologi yang lebih baru, memiliki bisnis yang terdiversifikasi dan memperoleh utang dengan mudah di tempat yang lebih rendah biaya bunga (Awais et al., 2016).

4. Struktur Modal

Menurut Fahmi (2014), Struktur modal merupakan gambaran dari bentuk proporsi finansial perusahaan yaitu antara modal yang dimiliki yang bersumber dari hutang jangka panjang dan modal sendiri yang menjadi sumber pembiayaan suatu perusahaan. Struktur modal suatu perusahaan akan berbeda dengan perusahaan lain sebab masing-masing mencari kombinasi yang sesuai untuk meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan. Ketika perusahaan mampu menggunakan dana yang dimiliki untuk memperkuat struktur modal perusahaan, berarti perusahaan telah mampu menggunakan modal yang dimiliki secara efektif dan efisien.

5. Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Struktur kepemilikan yang independen dalam perusahaan cenderung membuat setiap tindakan yang diambil oleh satu pihak adalah untuk kepentingan perusahaan dan kepentingan bersama, bukan untuk kepentingan pribadinya. Salah satu pengukuran struktur kepemilikan adalah dengan kepemilikan institusional dalam perusahaan. Kepemilikan institusional dalam perusahaan akan memengaruhi struktur modal perusahaan sebab pada umumnya investor tidak terlalu menyukai penggunaan utang yang besar oleh perusahaan. Penggunaan utang akan meningkatkan bunga dan dengan demikian akan menurunkan laba bersih perusahaan. Sehingga investor institusional cenderung akan membatasi penggunaan utang perusahaan. Penelitian mengenai hubungan kepemilikan

institusional dan struktur modal sudah banyak diteliti namun dengan hasil yang berbeda. Seperti pada hasil penelitian Bajaj *et al.* (1998) yang menyatakan bahwa kepemilikan berkorelasi positif dengan berbagai ukuran rasio utang, menyiratkan bahwa struktur kepemilikan memiliki korelasi dengan struktur keuangan perusahaan. Pindado dan de la Torre (2005) menunjukkan bahwa ada hubungan positif antara konsentrasi kepemilikan dan utang, sehingga semua hal menjadi sama, konsentrasi kepemilikan mendorong pembiayaan utang. Driffield *et al.* (2005) berpendapat bahwa, konsentrasi kepemilikan yang lebih tinggi dikaitkan dengan *leverage* yang lebih tinggi terlepas dari apakah suatu perusahaan adalah milik keluarga atau tidak. Donaldson (1985) berpendapat bahwa ketergantungan pada utang atau ekuitas berubah ketika kepemilikan saham perusahaan berubah dan menghasilkan perubahan dalam tujuan keuangan perusahaan.

Berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya, Chaganti dan Damanpour (1991), Bathala *et al.* (1994) dan Crutchley dan Jensen (1996) menemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dan *leverage*. Al-Najjar dan Taylor (2008) dalam penelitiannya mengungkapkan adanya hubungan negatif dan signifikan antara kepemilikan institusional dan utang, dimana mereka menyatakan hasilnya konsisten dengan teori agensi yaitu investor institusional akan lebih suka berinvestasi di perusahaan dengan rasio *leverage* rendah.

Menurut Al-Najjar dan Taylor (2008), ukuran perusahaan merupakan peran penting dalam keputusan struktur modal, sebab perusahaan besar cenderung lebih terdiversifikasi dan kurang rentan terhadap kebangkrutan. Perusahaan besar memiliki sumber daya yang dibutuhkan dan kemampuan untuk meminimalkan risiko investasi saham mereka dan karenanya kurang tunduk pada kesulitan keuangan dan risiko kebangkrutan. Perusahaan besar juga memiliki tingkat kepercayaan yang tinggi oleh pihak kreditur di dibandingkan dengan perusahaan kecil. Dengan demikian, perusahaan besar mampu meminjam lebih banyak dibandingkan perusahaan kecil. Terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang mengukur hubungan antara ukuran perusahaan dengan tingkat utang, seperti pada hasil penelitian Al-Najjar dan Taylor (2008) menunjukkan adanya hubungan positif yang signifikan kuat antara ukuran perusahaan dan utang. Bukti menunjukkan bahwa investor institusional akan lebih suka berinvestasi di perusahaan besar. Bhaduri (2002) dalam penelitiannya menemukan bahwa perusahaan besar lebih bergantung pada utang jangka panjang sedangkan perusahaan kecil lebih banyak bergantung pada utang jangka pendek. Studi lain dalam literatur keuangan menemukan hasil yang sama. Voulgaris *et al.* (2004) menemukan bahwa ukuran perusahaan berkorelasi positif dengan total utang sejalan dengan teori informasi asimetris dan menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar memiliki akses yang lebih baik ke pembiayaan bank baik dalam bentuk utang jangka panjang ataupun jangka pendek karena kredibilitasnya yang lebih tinggi dan penggunaan agunan. Berdasarkan studi sebelumnya, hipotesis yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

H₁: Terdapat pengaruh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal

6. Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan

Konsentrasi kepemilikan saham yang besar oleh investor institusional memungkinkan adanya pemantauan manajer yang lebih baik (Jensen & Meckling 1976). Dengan demikian, pengambilan keputusan oleh perusahaan akan lebih baik dan meningkatkan kinerja perusahaan. Dengan adanya kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan, investor institusional akan memberikan pengawasan

lebih sebab memperhatikan pengembalian yang akan mereka dapatkan dari investasinya pada perusahaan tersebut. Investor institusional juga akan lebih menjaga harga saham dipasar karena salah satu keuntungan yang bisa diperoleh investor adalah dari *capital gain*. Dampak kepemilikan institusional terhadap kinerja telah banyak diteliti. Kapopoulos dan Lazaretou (2007) menyimpulkan bahwa perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan yang lebih besar memiliki profit yang lebih besar pula. Chaganti dan Damanpour (1991) dan Lowenstein (1991), menemukan sedikit bukti bahwa kepemilikan institusional berkorelasi dengan kinerja perusahaan. Wang (2003) dalam penelitiannya mengungkapkan adanya hubungan positif antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. McConnell and Servaes (1990), menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan oleh investor institusional dan kinerja perusahaan yang diukur dengan proksi Q. Hal ini disebabkan oleh fakta investor institusional membeli saham dari perusahaan yang telah berkinerja baik. Seifert *et al.* (2005) menyimpulkan bahwa pengaruh investor institusional terhadap kinerja perusahaan adalah spesifik lokasi. Demsetz dan Villanonga (2001) dengan hipotesis bahwa kepemilikan dianggap sebagai multidimensi dan sebagai variabel endogen, tidak menemukan hubungan statistik yang bermakna antara struktur kepemilikan dan kinerja perusahaan. Di sisi lain, hasil penelitian Namazi dan Kermani (2008), Charfeddine dan Elmarzougui (2010) serta Alipour dan Amjadi (2011) menemukan adanya pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan.

Menurut Sawir (2004), Perusahaan dengan ukuran besar mempunyai berbagai kelebihan, salah satunya adalah ukuran perusahaan yang lebih besar dapat memperoleh lebih banyak laba. Perusahaan besar memiliki asset yang lebih banyak daripada perusahaan kecil, sehingga perusahaan dapat memperoleh laba yang lebih optimal di banding perusahaan kecil. Dengan demikian, kinerja perusahaan akan meningkat serta meningkatkan kepercayaan investor dalam menanamkan dananya. Penelitian Ramaswamy, 2001; dan Ebaid, 2009, menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dapat memengaruhi kinerjanya sebab perusahaan yang lebih besar memiliki kapasitas dan kemampuan yang lebih besar. Lin (2006) serta Wright *et al.* (2009) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja. Calisir *et al.* (2010) juga menemukan pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan sektor teknologi informasi dan komunikasi di Turki. Sama halnya dengan Sarkaria dan Shergill (1999), yaitu terdapat hubungan positif dan signifikan antara kinerja perusahaan dan ukurannya di perusahaan-perusahaan India. Tetapi hasil yang berbeda ditemukan pada penelitian Huang (2002), di mana tidak terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan Taiwan yang berada di China. Demikian juga Talebria *et al.* (2010), tidak menemukan pengaruh ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang terdaftar di Tehran *Stock Exchange*. Dikutip dari Affes dan Hakim (2013), penelitian yang dilakukan dalam manajemen keuangan menunjukkan bahwa ukuran besar dapat menyebabkan munculnya masalah koordinasi dari tim manajemen juga konflik kepentingan yang membuat perusahaan besar ini tidak lagi efisien dan kemudian menjadi rendah tingkat kinerja.

Keputusan struktur modal sangat penting dalam suatu perusahaan karena keputusan ini memiliki dampak terhadap kemampuan organisasi untuk menghadapi lingkungan yang kompetitif (Abor dan Biekpe, 2005). Setiap perusahaan memiliki tingkat utang dan manajemen yang berbeda dalam mencapai struktur modal yang optimal. Penggunaan utang pada suatu perusahaan merupakan risiko keuangan yang harus di tanggung pemilik dan investor. Terkait dengan proporsi utang, Myers (1977) dalam *Balancing theory* menjelaskan bahwa proporsi penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan pada tingkat

tertentu, akan tetapi setelah melewati batas optimal penggunaan utang dapat menurunkan nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa pengelolaan utang yang dilakukan secara optimal, akan meningkatkan kinerja perusahaan. Akan tetapi, apabila utang menjadi beban perusahaan, maka akan menurunkan kinerja.

Hasil penelitian Salim dan Yadav (2012) menunjukkan bahwa struktur modal secara signifikan dan positif terkait dengan kinerja perusahaan yang diukur oleh Tobin's Q. Sama halnya dengan Saedi dan Mahmoodi (2011) yang meneliti hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan penelitian ini menggunakan sampel dari 320 perusahaan yang terdaftar di bursa saham Tehran menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara struktur modal dan Tobin's Q. Menurut Holz, hubungan yang signifikan dan positif ditemukan di antara tingkat leverage perusahaan dan kinerjanya pada perusahaan di China. Hasil yang sama ditemukan oleh Abdullah *et al.* (2003) pada studinya di perusahaan di Asia Timur. Sebagian besar hasil penelitian yang mengukur hubungan antara utang dan kinerja menunjukkan hasil positif, namun Opler dan Titman (1994) menunjukkan bahwa hutang berlebih dapat menyebabkan kebangkrutan dan biaya langsung dan tidak langsung yang menyebabkan hilangnya kepercayaan yang tercermin dalam hilangnya pelanggan bahkan sebelum periode curator. Penelitian Pouraghajan dan Malekian (2012) menemukan hubungan signifikan dan negatif antara utang dan kinerja perusahaan. Sama halnya dengan penelitian Ebaid (2009) dan Olokoyo (2013) menemukan pengaruh negatif signifikan antara utang perusahaan terhadap kinerja. Berdasarkan studi sebelumnya, hipotesis yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

H₂: Terdapat pengaruh kepemilikan institusional, ukuran perusahaan dan struktur modal terhadap kinerja perusahaan.

7. Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Perusahaan Melalui Struktur Modal

Di atas telah disebutkan bahwa kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan dapat berpengaruh terhadap struktur modal. Struktur modal yang diproksikan dengan *debt ratio* juga dapat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan mungkin akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan melalui struktur modal sebagai variabel intervening. Artinya semakin banyak kepemilikan institusional dan semakin besar ukuran perusahaan dapat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan jika dikaitkan dengan struktur modal yang diproksikan dengan *debt ratio*. Maksudnya adalah jika dengan meningkatnya kepemilikan institusional dalam perusahaan dapat meningkatkan kontrol terhadap penggunaan utang agar dialokasikan sesuai dengan kegunaan, maka kinerja perusahaan akan meningkat. Akan tetapi jika tidak mampu memberikan kontrol terhadap penggunaan utang maka akan menurunkan kinerja perusahaan. Demikian juga apabila ukuran perusahaan yang besar dapat membiayai kegiatan operasionalnya sendiri dan tidak terlalu bergantung pada penggunaan utang maka kinerja perusahaan akan meningkat. Sebaliknya, apabila ukuran perusahaan yang besar menyebabkan peningkatan pinjaman dan beban pinjaman, maka akan menurunkan kinerja perusahaan. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis yang dikembangkan adalah:

H₃: Terdapat pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan melalui struktur modal sebagai variabel intervening.

C. Metode Penelitian

1. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi di Bursa Efek Indonesia dengan jumlah 63 perusahaan. Penentuan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan yang memiliki ketersediaan dan kelengkapan laporan keuangan selama periode 2013 hingga 2017 serta terdapat kepemilikan institusional pada perusahaan selama tahun yang diteliti. Berdasarkan kriteria pengambilan sampel, maka jumlah sampel pada penelitian ini adalah sebanyak 36 perusahaan.

2. Variabel Penelitian

a. Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan yang diukur dengan menggunakan tobin's q. Menurut Kapopoulos dan Lazaretou (2007), tobin's q merupakan rasio berdasarkan evaluasi investor mengenai kemungkinan profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang. Rasio tobin's q yang tinggi menunjukkan kesuksesan dalam arti bahwa perusahaan telah menyebarkan investasinya untuk membangun perusahaan yang dihargai kini lebih tinggi di pasar daripada nilai bukunya. Tobin's q diukur oleh investor dan oleh karena itu, dipengaruhi oleh psikologi investor mengenai perkiraan peristiwa masa depan dan prospek perusahaan ke depan. Menurut Chung dan Pruitt (1994), rumus tobin's q dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Kapitalisasi Pasar} + (\text{UL} - \text{AL} + \text{U Jk.Panjang})}{\text{Total Aset}}$$

b. Variabel Independen

1) Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan indikator persentase jumlah saham yang dimiliki pihak institusional dari seluruh jumlah saham perusahaan (Boediono, 2005). Adapun rumus perhitungan kepemilikan institusional adalah sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

2) Ukuran Perusahaan (Size)

Menurut Riyanto (1999: 313), ukuran perusahaan yaitu: "Besarnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai ekuitas, nilai total penjualan, atau nilai total aset". Pada penelitian ini, ukuran perusahaan diprosikan dengan logaritma natural dari total aset.

$$\text{Size} = \text{Ln}(\text{Total Assets})$$

c. Variabel Intervening

Penelitian ini menggunakan variabel intervening struktur modal. Menurut Sutrisno (2013: 263), struktur modal perusahaan merupakan imbalan antara utang dan modal sendiri. Dalam mengukur struktur modal, penulis menggunakan *debt ratio*. Menurut Sutrisno (2013: 224), *debt ratio* dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}}$$

3. Teknik Analisis

Penelitian ini menggunakan metode analisis jalur. Menurut Ghozali (2016): Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linear berganda, atau analisis jalur adalah penggunaan analisis regresi untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel (model *casual*) yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori.

Persamaan struktural untuk pengujian hipotesis pertama:

$$Y_1 = \rho_{Y_1X_1}X_1 + \rho_{Y_1X_2}X_2 + \epsilon_1$$

Keterangan:

- Y_1 = variabel endogen struktur modal
- X_1 = variabel eksogen kepemilikan institusional
- X_2 = variabel eksogen ukuran perusahaan
- $\rho_{Y_1X_1}$ = koefisien jalur X_1 ke Y_1
- $\rho_{Y_1X_2}$ = koefisien jalur X_2 ke Y_1
- ϵ_1 = koefisien jalur variabel *error* 1

Persamaan struktural untuk pengujian hipotesis kedua:

$$Y_2 = \rho_{Y_2X_1}X_1 + \rho_{Y_2X_2}X_2 + \rho_{Y_2Y_1}Y_1 + \epsilon_2$$

Keterangan:

- Y_2 = variabel endogen kinerja perusahaan (Tobin's Q)
- Y_1 = variabel endogen struktur modal
- X_1 = variabel eksogen kepemilikan institusional
- X_2 = variabel eksogen ukuran perusahaan
- $\rho_{Y_2X_1}$ = koefisien jalur X_1 ke Y_2
- $\rho_{Y_2X_2}$ = koefisien jalur X_2 ke Y_2
- $\rho_{Y_2Y_1}$ = koefisien jalur Y_1 ke Y_2
- ϵ_2 = koefisien jalur variabel *error* 2

Perhitungan pengaruh tidak langsung untuk pengujian hipotesis ketiga:

- Pengaruh tidak langsung X_1 ke Y_2 melalui $Y_1 = \rho_{Y_1X_1} \times \rho_{Y_2Y_1}$
- Pengaruh tidak langsung X_2 ke Y_2 melalui $Y_1 = \rho_{Y_1X_2} \times \rho_{Y_2Y_1}$

D. Hasil Penelitian

Pengujian asumsi klasik berupa uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas dan uji multikolinearitas telah memenuhi syarat yang ditentukan setelah mengeluarkan 30 data *outlier*. Data penelitian awal berjumlah 180 data, setelah data *outlier* dikeluarkan maka tersisa 150 data. Data yang tersisa kemudian dilakukan uji statistik deskriptif. Berikut disajikan hasil uji statistik dari 150 data penelitian.

TABEL 1
DESCRIPTIVE STATISTICS

Variable	Mean	SD	Minimum	Maximum
KI	62,8909	19,79780	2,83	88,72
SIZE	29,2191	1,95700	22,42	32,92
DR	61,2644	27,11215	7,50	238,11
TOBIN'S_Q	1,3186	1,1835	0,11	9,99

Berdasarkan Tabel 1, dapat dilihat bahwa nilai rata-rata kepemilikan institusional (KI) sebesar 62,8909 persen yang menunjukkan rata-rata perusahaan yang diteliti dimiliki oleh investor institusional dalam jumlah yang cukup besar. Variabel ukuran perusahaan (SIZE) adalah sebesar 29,2191. Nilai rata-rata utang perusahaan (DR) adalah sebesar 61,2644 persen yang menunjukkan rata-rata perusahaan hanya menggunakan utang untuk membiayai kurang lebih setengah asetnya. Nilai rata-rata tobin's q adalah sebesar 1,3186 persen. Dilihat dari nilai standari deviasi semua variabel yang lebih kecil dari nilai rata-rata menunjukkan data yang diteliti berdistribusi secara normal.

TABEL 2
ANALISIS JALUR

Variabel	Model 1	Model 2
Independen		
KI	-0,314*** (0,000)	-0,001 (0,891)
SIZE	-3,308*** (0,006)	-0,131*** (0,003)
Intervening		
DR		0,024*** (0,000)
R square	0,068	0,393
Adjusted R Square	0,055	0,381
F	5,330	31,551

Hasil pengujian analisis jalur dapat dilihat pada Tabel 2. Hipotesis pertama yang dibangun oleh penulis adalah terdapat pengaruh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Seperti yang terlihat pada Model 1 Tabel 2, tampak kepemilikan institusional (KI) dan ukuran perusahaan (SIZE) menjelaskan perubahan *debt ratio* (DR) sebesar 5,5 persen. Hasil pengujian menunjukkan kedua variabel berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio utang perusahaan. Kepemilikan institusional yang berpengaruh negatif terhadap *debt ratio* menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan institusi maka akan mengurangi penggunaan utang perusahaan karena pada prinsipnya penggunaan utang membagikan bagian laba yang dapat diperoleh perusahaan kepada kreditur melalui beban bunga, sehingga institusi memiliki tujuan untuk mengoptimalkan laba yang dapat diperoleh dengan mengendalikan manajemen dalam penataan struktur modalnya. Semakin besar perusahaan maka akan memiliki kemampuan membiayai operasional ataupun ekspansi bisnis perusahaan. Sehingga penggunaan pinjaman utang akan dikurangi untuk meminimalkan biaya bunga yang harus dibayar.

Hipotesis kedua yang dibangun oleh penulis adalah terdapat pengaruh kepemilikan institusional, ukuran perusahaan dan struktur modal terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian yang terlihat pada Model 2 Tabel 2 dapat dilihat bahwa kepemilikan institusional (KI), ukuran perusahaan (SIZE) dan *debt ratio* (DR) menjelaskan perubahan kinerja perusahaan yang diukur dengan tobin's q sebesar 38,1 persen. Hasil pengujian menunjukkan variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap tobin's q, ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tobin's q, sedangkan *debt ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap tobin's q. Kepemilikan institusional dari tahun ke tahun cenderung stabil dan hanya berubah sedikit proporsinya, sedangkan rasio tobin cenderung fluktuatif karena

menilai perusahaan dari aspek internal dan eksternal sehingga tidak terdapat pengaruh antara proporsi kepemilikan institusional dan tobin's q.

Perusahaan yang bergerak di bidang infrastruktur cenderung akan mendapatkan bayaran ketika proyek yang dikerjakan telah selesai dan dengan ukuran perusahaan yang diukur dengan total aset bisa saja menunjukkan keuntungan perusahaan masih berada pada pihak ketiga atau masih berupa piutang sehingga investor akan lebih menghindari perusahaan yang besar yang kemudian berdampak negatif terhadap pengukuran kinerja perusahaan yang diukur dengan tobin's q. *Debt ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap tobin's q menunjukkan bahwa kinerja perusahaan akan di respon positif oleh investor karena pada perusahaan yang bekerja di sektor infrastruktur, cenderung akan melakukan pinjaman ketika mendapat proyek untuk dijalankan sehingga akan menarik respon positif dari investor.

Pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan melalui *debt ratio* sebagai variabel intervening dapat dilihat di bawah ini:

- Pengaruh tidak langsung (*indirect effect*) kepemilikan institusional terhadap tobin's q melalui *debt ratio* = $-0,314 \times 0,024 = -0,0075$
- Pengaruh tidak langsung (*indirect effect*) ukuran perusahaan terhadap tobin's q melalui *debt ratio* = $-3,308 \times 0,024 = -0,0794$

Struktur modal yang diukur dengan *debt ratio* tampak berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan sehingga struktur modal dapat menjadi variabel intervening. Namun dapat dilihat bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan tobin's q baik secara langsung maupun tidak langsung. Investor institusional lebih mengharapkan *return* jangka panjang dan dividen daripada jangka pendek, sehingga peningkatan dan penurunan utang perusahaan tidak terlalu memengaruhi persepsi investor yang telah menanamkan modalnya dalam jumlah besar pada perusahaan. Selain itu, perubahan tingkat kepemilikan institusional perusahaan cenderung stabil, berbeda dengan nilai tobin's q yang fluktuatif sehingga tingkat kepemilikan institusional tidak dapat memberikan gambaran akan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan.

Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Dengan melalui variabel *debt ratio*, ukuran memberikan pengaruh tidak langsung sebesar $-0,0794$ terhadap tobin's q. Artinya, perusahaan besar akan lebih sulit dalam mewujudkan kinerja perusahaan, karena dalam keputusan manajemen perusahaan besar dan kecil, pengambilan keputusan akan lebih cepat di perusahaan kecil. Sedangkan pada perusahaan besar, memiliki jenjang dan pertimbangan yang lebih kompleks sehingga memunculkan pengaruh negatif. Untuk aspek permodalan, perusahaan besar akan membatasi struktur modal eksternal atau lebih berfokus pada permodalan internal, sementara menurut Myers (1977) utang merupakan instrumen yang mampu meningkatkan nilai perusahaan, pertimbangan investor yang diukur dengan tobin's q menangkap sesuai referensi bahwa kreditur percaya dengan perusahaan, yang artinya perusahaan mempunyai prospek dan investor lebih menyukai perusahaan memiliki utang untuk mengendalikan kepentingan *agency* (*agency cost*).

E. Kesimpulan

Penemuan utama yang diperoleh adalah terdapat hubungan tidak langsung ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan melalui *debt ratio*, di mana perusahaan besar sulit mewujudkan kinerja perusahaan, namun penggunaan utang dapat menarik minat investor. Hasil pengujian menunjukkan kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio utang, artinya investor institusional akan lebih mengontrol penggunaan dana dan

mengurangi pinjaman utang bila diperlukan, serta perusahaan besar cenderung telah memiliki kemampuan pembiayaan operasional yang lebih baik dan stabil sehingga penggunaan utang juga akan lebih sedikit.

Penelitian ini juga menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kinerja, ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, serta terdapat hubungan positif rasio utang terhadap kinerja. Hubungan negatif antara ukuran dan kinerja perusahaan menunjukkan bahwa besarnya ukuran perusahaan tidak dapat secara langsung akan menarik minat investor, sedangkan penggunaan utang akan memberikan sinyal positif terhadap investor dan meningkatkan kinerja perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, H. H., Herrera, dan Warokka, A. J. 2003. "East Asian Corporate Governance: A test of The Relation Between Capital Structure and Firm Performance". *Int. J. Econ. Finance. Studies*, 3 (2), 1-10.
- Abor, J. and Biekpe, N. 2005. "What Determines The Capital Structure of Listed Firms in Ghana". *African Finance Journal*, Vol. 7 No. 1, pp. 37-48.
- Alipour Mehrdad dan Hossein Amjadi. 2011. "The Effect of Ownership Structure on Corporate Performance of Listed Companies in Theran Stock Exchange: An Emphirical Evidence of Iran". *International Journal of Business and Social Science*, 2(13): 49-55.
- Al-Najjar, Basil dan Peter Taylor. 2008. "The Relationship Between Capital Structure and Ownership Structure: New Evidence from Jordanian Panel Data". *Managerial Finance*, Vol. 34 Issue: 12, pp.919-933.
- Awais, Mustabsar, Wateen Iqbal, Tehrim Iqbal dan Aisha Khursheed. 2016. "Impact of Capital Structure on the Firm Performance: Comprehensive Study of Karachi Stock Exchange". *Sci Int (Lahore)*, 28 (1), 501-507.
- Bajaj, M., Chan, Y. dan Dasgupta, S. 1998. "The Relationship Between Ownership, Financing Decisions and Firm Performance: A Signalling Model". *International Economic Review*, Vol. 39 No. 3, pp. 723-44.
- Bathala C T, Moon K P dan Rao R P. 1994. "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective". *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, pp. 38-50.
- Bhaduri, Saumitra N. 2012. "Determinants of Capital Structure Choise: A Study of The Indian Corporate sector". *Applied Financial Economics*, 12(9): 655-665.
- Boediono, Gideon. 2005. Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Dampak Manajemen Laba dengan Menggunakan Analisis Jalur. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VIII Solo.
- Calisir, Fethi, Cigdem Altin Gumussoy, A. Elvan Bayraktaroglu, dan Ece Deniz. 2010. "Intellectual Capital in The Quoted Turkish ITC Sector", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. II(4), page 537-553.

- Chaganti Rajeswaroroo dan Fariborz Damanpour. 1991. "Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance". *Strategic Management Journal*, 12: 479-491.
- Charfeddine, Lanouar dan Abdelaziz Elmarzougui. 2010. "Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France". *The IUP Journal of Behavioral Finance*, 7(4).
- Crutchley, C.E. dan Jensen, M.R.H. 1996. "Changes in Corporate Debt Policy: Information Asymmetry and Agency Factors". *Managerial Finance*, Vol. 22, pp. 1-16.
- Demsetz H dan Villalonga B. 2001. "Ownership Structure and Corporate Performance". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, No. 3, pp. 209-233.
- Donaldson, G. 1961. Corporate Debt Capacity: "A Study of Corporate Debt Policy and The Determination of Corporate Debt Capacity". *Harvard Graduate School of Business Administration, Division of Research, Harvard University, Boston, MA*.
- Driffield, N., Vidya, M. dan Sarmistha, P. 2005. "How Ownership Structure Affects Capital Structure and Firm Performance?". *Recent evidence from East Asia, Finance Economics Working Paper Archive EconWPA*.
- Ebaid, I E. 2009. "The Impact of Capital Structure Choice on Firm Performance: Empirical Evidence from Egypt". *The Journal of Risk Finance*, 10(5): 477 -487.
- Fahmi, Irham. 2014. *Manajemen Keuangan Perusahaan dan Pasar Modal*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Ghozali, Imam. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: BPF Universitas Diponegoro.
- Harjito, Agus dan Martono. 2011. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedua, Cetakan Pertama, Ekonisia, Yogyakarta.
- Holz, C. A. 2002. "The Impact of The Liability-Asset Ratio on Profitability in China's Industrial State-Owned Enterprises". *China Econ. Rev*, 1 (26).
- Huang, Lan-Ying. 2002. FDI Scale and Firm Performance of Taiwanese Firms in China. Dissertation. H. Wayne Huizenga School of Business and Entrepreneurship. Nova Southeastern University.
- Jensen, Michael C dan William H. Meckling. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Finance Economics*, 3 (4), 305-360.
- Kapopoulos, Panayotis dan Sophia Lazaretou. 2007. "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms". *Corporate Governance*, 15(2) : 144-158.
- Lin, Kun Lin. 2006. Study on Related Party Transaction with Mainland China in Taiwan Enterprises, Dissertation, Departemen Manajemen, Universitas Guo Li Cheng Gong, China.

- Lowenstein, L. 1991. "Why Managers Should (and Should Not) Have Respect for Their Shareholders". *Journal of Corporation Law*, Vol. 17, pp. 1-27.
- McConnell, J J. dan Servaes H (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value". *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 2, pp. 595-612.
- Namazi. M, Kermani. A. 2008. "The Effect of Ownership Structure on The Performance of Accepted Companies in Tehran stock Exchange". *Auditing Review Journal*, Vol,8 Iran.
- Olokoyo, F.O. 2013. "Capital Structure and Corporate Performance of Nigerian Quoted Firms: A Panel Data Approach". *African Development Review*, 25(3), 358-369.
- Opler, Tim C. dan Sheridan Titman, 1994. "Financial Distress and Corporate Performance". *Journal of Finance*, 49 (3), 1015-1040.
- Pindado, J. dan de la Torre, C. 2005. "A Complementary Approach to The Financial and Strategy Views of Capital Structure: Theory and Evidence from The Ownership Structure". *Working Paper No. 666167, Social Science Research Network*.
- Pouraghajan, A., dan Malekian, E. 2012. "The Relationship Between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from The Tehran Stock Exchange". *International Journal of Business and Commerce*, 1(9), 166-181.
- Ramaswamy, K. 2001. "Organizational Ownership, Competitive Intensity, and Firm Performance: An Empirical Study of Indian Manufacturing Sectors". *Strategic Management Journal*, 22: 989-998.
- Riyanto, Bambang. 1999. *Dasar-dasar Pembelanjaan*. BPFE.Yogyakarta.
- Saedi, A. dan I. Mahmoodi. 2011. "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Iranian Companies". *Int Res J. Finance Econ.*, 70: 20-30.
- Salim, Mahfuzah dan Dr. Raj Yadav. 2012. "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies". *Social and Behavioral Sciences*, 65: 156-166.
- Sarkaria, M., dan Shergill, J. 1999. "Impact of Industry Type and Firm Characteristics on Firm-Financial Performance-Evidence from Indian Industry Level". *Journal of Entrepreneurship*, 8 (1).
- Sawir, Agnes. 2004. *Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*, Jakarta : Gramedia Pustaka Utama.
- Seifert B, Gonenc H and Wright J. 2005. "The International Evidence on Performance and Equity Ownership by Insiders, Blockholders, and Institutions". *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 15, No. 2, pp. 171-191.
- Sutrisno. 2013. *Manajemen Keuangan: Teori Konsep dan Aplikasi*, edisi revisi. Yogyakarta: Ekonesia.
- Talebria, G., Mahdi, S., Hashem V., dan Shahram S. 2010. "Empirical Study of The Relationship between Ownership Structure and Firm Performance: Some Evidence

of Listed Companies in Tehran Stock Exchange". *Journal of Sustainable Development*, 3(2), 264-270.

Tarjo. 2008. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta Cost of Equity Capital. Simposium Nasional Akuntansi XI Pontianak.

Taylor W. 1990. "Can Big Owners Make A Big Difference?". *Harvard Business Review*, Vol. 68, No. 5, pp. 70-82.

Voulgaris, F., D. Asteriou dan G. Agiomirgianakis. 2004. "Size and Determinants of Capital Structure in The Greek Manufacturing Sector". *International Review of Applied Economics*, 18(2): 247-262.

Wang, W. 2003. "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Taiwan". *Asia Pacific Management Review*, 8(2), 135-160.

Wright, Peter, Mark Kroll, Ananda Mukherji dan Michael Pettus, 2009. "Do the Contingencies of External Monitoring, Ownership Incentives, or free Cash Flow Explain Opposing Firm Performance Expectations?". *Journal of Management & Governance, Springer; Accademia Italiana di Economia Aziendale (AIDEA)*, vol. 13(3), pages 215-243.

www.kemenkeu.go.id

www.worldbank.org