



ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN

Ika Puspita Kristianti

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN Yogyakarta

ikapuspita@stieykpn.ac.id

ABSTRACT

The objective of this study is to empirically identify the impacts of capital structure chosen by company on firm's financial performances. This research examining the effects of variable Debt to Asset Ratio (DR) and Debt to Equity Ratio (DER), partially and simultaneously to Return on Assets and Return on Equity. This research analyzing secondary data using cross sectional method. The research specifically choose multi-finance companies that listed in Indonesia Stock Exchange as research population, with consideration of the characteristics and unique business risk level. The result of hypotheses tests proves that capital structure has a significant effect to firm's financial performance. The added of debt proportion will affect added interest expense, which will lower the asset's effectivity to earn income. On contrary, higher debt also gives positive impact for income. Higher debt means more resources that could be used by firm in maximizing business opportunity. This result is relevant with firm's business process that provides financial services to its customers. The more funds that firms could provide for its customers, then there will be higher opportunities for the firm to get higher interest income.

INFO ARTIKEL

Diterima: 6 Februari 2018

Direview: 8 Februari 2018

Disetujui: 29 Februari 2018

Terbit: 30 April 2018

Keyword:

capital structure, financial performance, profitability.

PENDAHULUAN

Struktur modal merupakan faktor yang sangat penting bagi pertumbuhan dan daya tahan perusahaan. Struktur modal memberikan pengaruh strategis bagi pencapaian tujuan jangka panjang perusahaan. Namun di sisi lain, keputusan pendanaan perusahaan merupakan proses yang sangat kompleks. Terdapat berbagai tahapan variasi dan pilihan pendanaan yang dapat menimbulkan pengaruh terhadap kondisi perusahaan di masa yang akan datang.

Pemilihan sumber pendanaan yang tepat merupakan kunci utama dalam pengoptimalan struktur modal perusahaan. Struktur modal secara signifikan berpengaruh terhadap beban dan ketersediaan modal sehingga mempengaruhi kinerja perusahaan. Sementara itu, struktur modal yang kurang optimal mempengaruhi kinerja dan meningkatkan risiko kegagalan bisnis. Perusahaan membutuhkan struktur modal yang optimal untuk memaksimalkan laba serta mempertahankan kemampuan perusahaan dalam menghadapi lingkungan yang kompetitif.

Industri jasa pembiayaan merupakan salah satu sektor industri yang mengalami perkembangan yang dinamis. Tingkat pertumbuhan ekonomi nasional dan tingkat penjualan di

bidang otomotif merupakan faktor utama yang mendorong perkembangan dalam industri ini. Pada tahun 2016, industri jasa pembiayaan menghadapi tekanan berupa pertumbuhan ekonomi nasional yang belum pulih dan penjualan otomotif yang menurun. Tekanan kompetisi yang semakin tinggi menimbulkan interaksi pasar antara perusahaan-perusahaan yang bertahan dengan perusahaan pendatang baru. Permintaan dan karakteristik lingkungan turut menentukan kestabilan laba dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Dalam menghadapi kondisi tersebut, perusahaan pembiayaan harus berusaha untuk mempertahankan kualitas asetnya dalam upaya mempertahankan kinerja keuangan dengan cara masuk ke market dengan risiko tinggi.

Penelitian tentang struktur modal merupakan sebuah topik penelitian dalam bidang keuangan korporat yang menarik untuk dikembangkan. Struktur modal perusahaan mengacu pada cara perusahaan mendanai kegiatan operasional bisnisnya dengan bauran utang dan ekuitas modal (Martis, 2013). Struktur modal merupakan proporsi sumber daya yang diatribusikan pada perusahaan melalui berbagai sumber, yaitu pendanaan dari eksternal dan internal. Terdapat berbagai variasi yang beragam atas bauran pendanaan dalam satu industri maupun pada industri yang berbeda. Hal ini terjadi karena struktur modal turut dipengaruhi oleh tingkat risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan, sedangkan tingkat risiko bisnis dipengaruhi oleh karakter jenis bisnis yang dioperasikan oleh perusahaan. Perusahaan yang bergerak dalam bisnis produk konsumsi, perkebunan dan industri manufaktur relatif lebih sedikit dalam menggunakan utang karena industri tersebut bersifat siklus. Di sisi lain, perusahaan dagang, properti, dan jasa keuangan cenderung menggunakan utang lebih banyak karena aset tetap pada industri tersebut menjadi jaminan atas utang obligasi serta kondisi penjualan yang relatif stabil sehingga lebih aman untuk mengajukan utang di atas rata-rata.

Menurut teori struktur modal, setiap penambahan utang pada saat posisi struktur modal berada di atas target struktur modal optimalnya, akan menimbulkan penurunan atas nilai perusahaan. Berbagai peneliti terdahulu telah berupaya mengidentifikasi pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan, Meskipun demikian, hasil dari penelitian-penelitian tersebut belum menunjukkan hasil yang konsisten. Hal yang dapat menjelaskan ketidakkonsistenan hasil tersebut antara lain adalah adanya variasi jenis dan karakteristik industri yang mengakibatkan perbedaan risiko bisnis, sehingga turut mempengaruhi komposisi struktur modal yang optimal.

Berdasarkan sudut pandang perusahaan, mencari dan beroperasi pada struktur modal yang optimal merupakan hal yang sangat penting. Kinerja keuangan merupakan indikator penting yang diperhatikan oleh investor karena menunjukkan pencapaian manajemen dalam menyejahterakan para pemegang saham serta menunjukkan kinerja perusahaan dalam rentang waktu tertentu. Kinerja keuangan mengukur tingkat profitabilitas dan likuiditas sehingga para pemegang saham dapat membandingkan dan mengevaluasi kinerja keuangan masa lampau dengan kinerja perusahaan pada tahun berjalan (Siro, 2013).

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi secara empiris pengaruh struktur modal yang dipilih oleh perusahaan yang bergerak dalam bidang jasa keuangan pembiayaan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi positif bagi pengembangan lingkup teoritis maupun praktis. Pada lingkup teoritis, hasil dari penelitian ini dapat mendukung/memperkuat argumen tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Sementara itu, pada lingkup praktis, penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi keputusan pemilihan sumber pendanaan bagi kinerja dan pertumbuhan perusahaan dengan mempertimbangkan jenis industri serta tingkat risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Struktur Modal

Struktur modal perusahaan adalah bauran atau proporsi pendanaan jangka panjang perusahaan yang direpresentasikan dalam bentuk liabilitas, saham preferen, dan saham biasa (Van Horne & Wachowicz jr., 2005). Utang dan ekuitas merupakan dua kategori utama dari sumber

pendanaan, sedangkan kreditur dan pemegang saham merupakan dua tipe investor perusahaan. Masing-masing kategori memiliki asosiasi level yang berbeda terkait dengan risiko, manfaat, dan kendali atas perusahaan. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi atau struktur dari liabilitas perusahaan (Siro, 2013)

Perusahaan mendanai asetnya dengan berbagai kombinasi komposisi ekuitas dan likuiditas, yaitu dengan bauran atas utang jangka panjang, utang spesifik jangka pendek, saham biasa maupun saham preferen. Struktur modal merupakan bauran atas pendanaan yang dipilih untuk membiayai keseluruhan operasional dan pertumbuhan perusahaan dengan menggunakan berbagai variasi sumber dana. Utang dapat berupa penerbitan obligasi atau utang wesel jangka panjang, sementara ekuitas dapat diklasifikasikan dalam saham biasa, saham preferen, maupun laba ditahan.

Menurut Brigham, et al, (2014), struktur modal aktual perusahaan berubah seiring dengan waktu. Hal tersebut dipengaruhi oleh dua faktor, yaitu: *deliberate actions*, dan perilaku pasar. *Deliberate actions* adalah tindakan/perilaku yang dilakukan perusahaan sebagai respon untuk meningkatkan jumlah uang sehingga menggerakkan struktur aktual ke arah yang diharapkan. Sementara itu, perilaku pasar terjadi ketika perusahaan mengalami keuntungan atau kerugian tinggi, yang menimbulkan perubahan signifikan pada nilai buku modal yang terdapat pada laporan posisi keuangan dan untuk menurunkan harga saham. Perubahan pada nilai pasar akibat utang atau ekuitas dapat menimbulkan perubahan besar pada struktur modal.

Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang memaksimalkan harga saham perusahaan. Harga saham perusahaan terpengaruh secara positif atas laba yang diharapkan, namun berhubungan negatif dengan risiko. Semakin tinggi pencapaian atas laba yang diperoleh perusahaan, maka akan semakin tinggi harga sahamnya. Namun, ketika tingkat risiko bisnis yang dihadapi perusahaan semakin tinggi, maka harga saham akan semakin turun. Risiko bisnis merupakan penentu penting atas struktur modal yang optimal. Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan pada industri yang berbeda memiliki risiko bisnis yang berbeda, sehingga diperkirakan memiliki struktur modal optimal yang sangat bervariasi.

Teori Struktur Modal

Teori struktur modal menjelaskan pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan, apabila keputusan investasi dan kebijakan dividen tidak berubah/konstan. Struktur modal optimal adalah struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham. Sumber pendanaan yang bersumber dari utang memunculkan biaya yang mudah teridentifikasi, yaitu biaya bunga. Sementara itu, sumber pendanaan yang berasal dari modal memunculkan biaya yang bersifat implisit dan bersifat oportunistik. Biaya tersebut merupakan tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik dana tersebut sebelum menyerahkan dananya ke perusahaan. Tingkat keuntungan ini belum tentu lebih kecil apabila dibandingkan dengan bunga pinjaman.

Balancing theories merupakan sebuah teori struktur modal yang bertujuan untuk menyeimbangkan komposisi utang dan modal sendiri. Esensi dari *balancing theories* adalah untuk menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan utang. Namun, kondisi ini hanya dapat terjadi pada pasar modal sempurna dan dalam kondisi tidak ada pajak penghasilan. Asumsi-asumsi tersebut tentu tidak relevan untuk diterapkan dalam kondisi nyata, namun demikian, teori ini merupakan dasar asumsi yang digunakan untuk merumuskan biaya modal untuk masing-masing sumber pendanaan.

a) Pendekatan Tradisional

Berdasarkan pendekatan tradisional, pada kondisi pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, nilai perusahaan atau biaya modal perusahaan dapat diubah dengan cara merubah struktur modalnya. Pendekatan ini dominan dianut pada awal tahun 1950.

b) Teori Modigliani & Miller

Teori struktur modal modern bermula pada tahun 1958 ketika Professor Franco Modigliani & Merton Miller mempublikasikan sebuah artikel yang membuktikan bahwa dalam serangkaian kondisi dan asumsi tertentu, nilai sebuah perusahaan seharusnya tidak terpengaruh oleh struktur modalnya. Apapun cara sebuah perusahaan mendanai kegiatan operasionalnya, struktur modal tidak akan relevan mempengaruhi nilai perusahaan tersebut.

Teori M&M menunjukkan bahwa dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, maka keputusan pendanaan menjadi tidak relevan, sehingga penggunaan utang maupun modal sendiri akan memberi dampak yang sama bagi kemakmuran pemilik perusahaan. Asumsi atas penelitian M&M tersebut mencakup kondisi-kondisi tidak ada beban broker, tidak ada pajak, tidak ada beban kebangkrutan, investor dapat meminjam dengan tingkat bunga yang sama dengan korporasi, semua investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen mengenai kesempatan investasi masa depan perusahaan, serta laba sebelum pajak (EBIT) tidak terpengaruh oleh jumlah utang. Dengan kata lain, teori M&M menyatakan bahwa struktur modal bersifat independen (Supriyanto, 2017). Namun, meski asumsi-asumsi yang mendasari teori M&M sangat tidak realistis, hasil yang tidak relevan dari teori tersebut sangatlah penting. Dengan mengindikasikan kondisi-kondisi yang menunjukkan struktur modal yang tidak relevan, M&M menyediakan petunjuk tentang kondisi yang memungkinkan struktur modal relevan dan dengan demikian mempengaruhi nilai perusahaan.

c) *Pecking Order Theory*

Pecking order theory adalah teori yang menjelaskan tahapan yang dilakukan perusahaan dalam upaya meningkatkan jumlah pendanaan dan mempengaruhi keputusan struktur modal melalui utang, laba ditahan, utang lainnya, dan menerbitkan saham biasa. Secara ringkas, teori ini menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal, karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu membuka diri terhadap pihak eksternal. Dalam kondisi perusahaan harus memperoleh pendanaan dari eksternal, maka pendanaan dalam bentuk utang lebih disukai dibandingkan pendanaan dalam bentuk modal sendiri. Beberapa pertimbangan yang mempengaruhi keputusan tersebut adalah antara lain terkait biaya emisi penerbitan utang yang lebih murah dibandingkan biaya emisi penerbitan saham baru. Dengan timbulnya beban untuk penerbitan saham yang cukup tinggi dan munculnya asimetri informasi antara manajemen dan pihak eksternal dapat menimbulkan *signaling effects* yang dapat menurunkan harga saham. Oleh karena itu, perusahaan semakin tidak mengharapkan pendanaan dengan penerbitan saham baru.

Dasar pemikiran logis bagi sebuah perusahaan untuk mengikuti tahapan-tahapan tersebut adalah karena tidak ada beban yang harus ditanggung untuk meningkatkan modal dengan menggunakan pendanaan bentuk utang secara spontan maupun laba ditahan, serta beban akan relatif rendah ketika perusahaan menerbitkan utang yang baru. Dengan demikian, teori *pecking order* merupakan hal yang logis dan dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan meski masih ada perdebatan terkait tingkat pentingnya teori ini.

Variasi pada Struktur Modal

Terdapat variasi yang sangat beragam atas bauran pendanaan yang bersumber dari utang, baik pada perusahaan dalam satu industri maupun pada industri yang berbeda. Perusahaan yang bergerak pada bisnis produk konsumsi, perkebunan, dan industri produksi relatif lebih sedikit menggunakan utang karena kegiatan operasional pada industri-industri tersebut bersifat siklus. Di sisi lain, perusahaan dagang, penyedia layanan jasa, pembangunan properti, dan perusahaan keuangan cenderung menggunakan utang lebih banyak karena aset tetap pada industri tersebut menjadi jaminan atas utang obligasi dan kondisi penjualan yang relatif stabil sehingga lebih aman untuk mengajukan utang di atas rata-rata.

Struktur modal merupakan kunci peningkatan produktivitas dan kinerja perusahaan, yang bertujuan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Adanya variasi yang beragam atas bauran struktur modal dalam satu industri maupun pada industri yang berbeda terjadi karena struktur modal turut dipengaruhi oleh tingkat risiko bisnis yang dihadapi oleh bisnis perusahaan. Tingkat risiko bisnis dipengaruhi oleh karakter jenis bisnis yang dioperasikan oleh perusahaan. Dengan demikian, setiap jenis industri berpeluang untuk memiliki tingkat struktur modal optimal yang berbeda.

Kondisi pasar modal yang bervariasi dan perilaku pasar yang tidak sempurna merupakan dua faktor yang menjadikan struktur modal optimal sebagai kondisi yang sangat sulit untuk dicapai. Hal tersebut mendukung munculnya pendapat bahwa struktur modal yang optimal hanya bersifat teoritis. Di samping itu, sifat pendanaan yang dinamis membuat perusahaan kesulitan untuk mempertahankan proporsi struktur modal yang pasti (Van Horne & Wachowicz Jr., 2005).

Menurut Van Horne & Wachowicz Jr. (2005) terdapat beberapa hal yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal yang optimal, antara lain pajak, kemampuan arus kas, biaya keagenan, sinyal keuangan, *timing* serta tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan.

Sumber pendanaan yang berasal dari utang menimbulkan kewajiban pembayaran yang timbul akibat beban bunga. Hal ini berpengaruh terhadap jumlah pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Semakin besar jumlah beban bunga yang harus dibayarkan, maka semakin besar jumlah pengurang pajak sehingga perusahaan akan membayar pajak dalam jumlah yang lebih sedikit. Namun, di sisi lain, peningkatan proporsi utang pada perusahaan akan meningkatkan risiko kebangkrutan. Perusahaan dapat memilih alternatif pendanaan yang berbentuk utang, namun keputusan tersebut akan mempengaruhi kondisi arus kas, terutama terhadap fleksibilitas perusahaan dalam menanggapi peluang keuangan yang mungkin akan timbul di masa yang akan datang.

Biaya keagenan adalah biaya yang timbul atas upaya monitoring manajemen untuk memastikan bahwa manajemen berperilaku konsisten dengan kesepakatan kontraktual antara kreditur dan pemegang saham. Dengan semakin meningkatnya proporsi utang, maka terjadi peningkatan biaya monitoring yang harus ditanggung oleh perusahaan. Semakin tinggi biaya monitoring, maka tingkat beban bunga akan semakin meningkat, sedangkan nilai perusahaan bagi pemegang saham semakin menurun, dengan mengasumsikan hal lainnya bersifat konstan. Pada perusahaan tidak memiliki utang atau sedikit utang, kreditur akan melakukan monitoring secara terbatas, sebaliknya kreditur akan melakukan monitoring yang bersifat luas pada perusahaan yang memiliki proporsi utang besar.

Signalling effect mengasumsikan bahwa terdapat asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham. Ketika perusahaan membutuhkan tambahan pendanaan jangka panjang, maka alternatif yang dapat dipilih adalah dengan menerbitkan utang obligasi atau menerbitkan saham biasa. Manajemen akan memilih menerbitkan saham biasa apabila manajemen yakin bahwa saham yang beredar adalah *overvalued*, di sisi lain manajemen akan memilih menerbitkan utang apabila manajemen yakin bahwa saham yang beredar *undervalued*. Pihak investor memahami fenomena ini, sehingga investor menganggap penerbitan utang sebagai kabar baik, sedangkan penerbitan saham biasa sebagai kabar buruk.

Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan perusahaan adalah kondisi keuangan yang dipengaruhi oleh proses pengambilan keputusan manajemen. Kinerja keuangan merupakan hal yang kompleks karena menyangkut efektivitas pemanfaatan modal, dan efisiensi dari kegiatan perusahaan. Di sisi lain, pemegang saham melakukan investasi bisnis dengan tujuan utama mencapai peningkatan kesejahteraan. Dengan demikian, pengukuran kinerja keuangan perusahaan harus mampu memberikan indikator atas perubahan tingkat kesejahteraan para pemegang saham sebagai hasil dari investasi pada jangka waktu tertentu.

Pemegang saham mengukur kinerja keuangan perusahaan dengan cara membandingkan kondisi pemegang saham pada akhir periode dengan kondisi pemegang saham pada awal periode. Kinerja keuangan dapat diukur dengan menggunakan rasio yang berasal dari laporan keuangan atau menggunakan data atas harga pasar saham (Berger and Patti, 2002). Rasio tersebut akan menunjukkan beberapa hal, antara lain menilai pencapaian manajemen dalam menyejahterakan para pemegang saham, menjadi ukuran pembanding dengan perusahaan lain serta menunjukkan kinerja perusahaan dalam rentang waktu tertentu.

Dalam kegiatan operasional perusahaan, laba merupakan elemen yang penting dalam kelangsungan perusahaan. Kemampuan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan sumber-sumber daya yang dimiliki akan memungkinkan perusahaan untuk mencapai tujuan-tujuan perusahaan baik jangka pendek maupun jangka panjang. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan selama periode tertentu melalui kegiatan operasionalnya disebut profitabilitas. Profitabilitas merupakan hasil dari berbagai kebijakan dan keputusan, yang menunjukkan likuiditas, efektivitas pengelolaan aset, dan pengelolaan utang atas aset operasional (Brigham & Houston, 2014).

Rasio profitabilitas adalah rasio yang mengukur tingkat efektifitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang dihasilkan dari penjualan dan investasi. Rasio profitabilitas terdiri dari rasio profit margin (*operating profit margin* dan *net profit margin*), *basic earning power*, *return on asset* dan *return on equity*. Dalam penelitian ini, rasio profitabilitas diukur dengan *return on asset* dan *return on equity*.

Return on asset (ROA) adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang tersedia bagi para pemegang saham dengan menggunakan aset yang dimiliki. Nilai ROA menunjukkan tingkat efektivitas manajemen dalam menggunakan aset perusahaan untuk menghasilkan laba. ROA dihitung dengan membagi laba setelah bunga dan pajak dengan total aset perusahaan, yang bersumber dari modal pinjaman (liabilitas) dan modal sendiri. Semakin besar nilai ROA menunjukkan semakin besar laba yang dihasilkan dari total aset perusahaan. Dengan demikian, semakin tinggi nilai ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik.

Return on equity (ROE) adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dengan menggunakan modal sendiri. ROE merupakan suatu pengukuran dari perhitungan laba yang tersedia bagi pemilik perusahaan, baik pemegang saham biasa maupun pemegang saham preferen, atas modal yang telah diinvestasikan dalam perusahaan. ROE mempunyai arti penting bagi para pemegang saham, karena ROE menunjukkan kemampuan manajemen dalam menghasilkan laba bersih dengan mengoptimalkan modal yang tersedia. ROE menunjukkan seberapa banyak perusahaan yang telah memperoleh dana atas dana yang diinvestasikan oleh pemegang saham.

Struktur Modal dan Kinerja Keuangan

Berbagai peneliti terdahulu telah berupaya mengidentifikasi pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan, Meskipun demikian, hasil dari penelitian-penelitian tersebut belum menunjukkan hasil yang konsisten. Hal yang dapat menjelaskan ketidakkonsistenan hasil tersebut, antara lain adalah adanya variasi jenis dan karakteristik industri yang mengakibatkan perbedaan risiko bisnis, sehingga turut mempengaruhi komposisi struktur modal yang optimal.

Penelitian Siro (2013) yang menguji pengaruh struktur modal terhadap 61 perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Nairobi, menemukan bahwa DR berpengaruh negatif terhadap ROE. Hal ini menunjukkan bahwa pendanaan yang berasal dari modal sendiri merupakan pilihan yang lebih baik dibandingkan dengan menambah pendanaan yang bersumber dari utang pada 61 sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Nairobi.

Penelitian Kusumajaya (2011) yang menguji pengaruh struktur modal dan pertumbuhan perusahaan manufaktur terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan, menunjukkan hasil bahwa peningkatan dan penurunan pengambilan utang jangka panjang dalam struktur modal perusahaan berpengaruh positif dengan nilai laba bersih. Peningkatan utang akan mempengaruhi besar kecilnya laba bagi perusahaan yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya. Hal ini menunjukkan bahwa semakin meningkat pendanaan yang berasal dari utang akan meningkatkan nilai laba bersih yang akan diperoleh perusahaan.

Penelitian Margaritis & Psillaki (2010) mengidentifikasi pengaruh struktur modal, kepemilikan modal dan kinerja perusahaan pada berbagai industri dengan mengambil sampel perusahaan-perusahaan manufaktur di Perancis. Hasil penelitian mereka menemukan bahwa efisiensi utang yang lebih kuat ditunjukkan pada jenis industri kimia dan tekstil. Hal ini menegaskan bahwa utang memiliki peranan fundamental yang berbeda pada masing-masing perusahaan dengan variasi pertumbuhan yang berbeda. Namun, di sisi lain, penelitian ini menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah dianjurkan untuk memilih komposisi utang yang lebih banyak dalam struktur modal mereka.

Penelitian Ruspandi & Asma (2014) berusaha menguji faktor-faktor yang mempengaruhi profitabilitas perusahaan pendanaan di Indonesia yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2007-2012. Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap ROA, namun DER berpengaruh positif signifikan terhadap ROE. Penelitian ini pun berhasil menunjukkan bukti bahwa pada perusahaan pembiayaan yang berada dalam situasi yang sulit, pendanaan yang berasal dari hutang dapat berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan.

Hipotesis

Penelitian ini ditujukan untuk menguji dan mengidentifikasi pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan pada perusahaan yang bergerak pada sektor jasa pendanaan. Melalui penelitian ini, peneliti ingin menganalisa aspek-aspek pada struktur modal dan kinerja perusahaan dengan menjawab hipotesis berikut:

- H1: *Variabel DR dan DER secara simultan berpengaruh signifikan terhadap ROA*
- H2: *Variabel DR dan DER secara simultan berpengaruh signifikan terhadap ROE*
- H3: *Variabel DR dan DER secara parsial berpengaruh signifikan terhadap ROA*
- H4: *Variabel DR dan DER secara parsial berpengaruh signifikan terhadap ROE*

METODOLOGI PENELITIAN

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode kuantitatif, yaitu penelitian yang berawal dari teori untuk kemudian menggunakan logika deduktif dalam menurunkan hipotesis penelitian serta pengukuran dan pengujian empiris secara statistik, agar dapat memperoleh hasil penelitian.

Prosedur Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa *Debt to Assets Ratio* (DR), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Return on Asset* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE). Penelitian ini merupakan studi *cross sectional*, yaitu studi untuk mengetahui hubungan komparatif beberapa subyek yang diteliti pada satu waktu tertentu. Data-data tersebut diperoleh dari laporan keuangan perusahaan pendanaan yang terdaftar di BEI pada periode 2016.

Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel Penelitian

Populasi merupakan kumpulan dari keseluruhan elemen yang menjadi dasar dalam menarik beberapa kesimpulan. Populasi mengacu pada keseluruhan grup berupa manusia, kejadian, atau hal yang hendak diinvestigasi oleh peneliti. Setiap industri memiliki karakteristik yang berbeda.

Operasional bisnis dan risiko sangat bervariasi tergantung pada tipe bisnis (Lim, dkk, 2010). Penelitian ini mengambil populasi atas seluruh perusahaan pendanaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pemilihan populasi perusahaan pendanaan dalam penelitian ini dipilih karena perusahaan pendanaan bergerak dalam bidang jasa keuangan dengan tingkat risiko tertentu sehingga memiliki karakteristik kondisi keuangan yang unik jika dibandingkan perusahaan pada umumnya.

Sampel adalah sekumpulan sebagian anggota dari obyek yang diteliti. Adapun teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* jenis *judgement sampling* yaitu sampel dipilih dengan menggunakan pertimbangan tertentu disesuaikan dengan tujuan penelitian atas masalah penelitian yang dikembangkan. Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

1. Perusahaan pendanaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan pengklasifikasian tahun 2016
2. Perusahaan pendanaan yang menerbitkan laporan keuangan secara lengkap pada tahun 2016
3. Perusahaan pendanaan dengan total aset lebih dari Rp 1 Triliun

Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut maka jumlah sampel dari penelitian ini dapat dijelaskan sbb:

Tabel 1
Karakteristik Sampel Penelitian

No	Karakteristik Sampel	Jumlah
1	Perusahaan pembiayaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan pengklasifikasian tahun 2016	171
2	Perusahaan dengan laporan keuangan kurang lengkap pada tahun 2016	(8)
3	Perusahaan pembiayaan dengan total aset di bawah dari Rp 1 Triliun	(95)
Jumlah sampel penelitian		68

Berdasarkan tabel di atas diketahui bahwa jumlah sampel dari penelitian ini adalah sebanyak 68 perusahaan. Penelitian ini menggunakan teknik analisis deskriptif dan analisis inferensial atas data penelitian dengan menggunakan program SPSS. Pengujian analisis inferensial dalam penelitian ini meliputi uji asumsi, analisis regresi berganda, uji F dan uji T.

Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Variabel adalah suatu simbol yang berisi nilai. Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel dependen dan variabel independen.

Tabel 2
Variabel Penelitian

Jenis Variabel	Nama Variabel	Struktur Variabel
Variabel Dependen	Kinerja Keuangan Perusahaan	<i>Return on Assets</i>
		<i>Return on Equity</i>
Variabel Independen	Struktur Modal	<i>Debt to Assets Ratio</i>
		<i>Debt to Equity Ratio</i>

Definisi Operasional Variabel

1. *Debt to Assets Ratio (DR)*

Rasio Utang merupakan salah satu rasio *leverage* yang menunjukkan seberapa besar pendanaan perusahaan yang bersumber dari komponen utang. Besarnya hasil perhitungan DR menunjukkan besarnya total utang yang dapat dijamin dengan total aktiva. Rasio DR menunjukkan besarnya dana yang disediakan oleh kreditur terhadap aktiva total yang dimiliki perusahaan. Dengan porsi penggunaan utang yang semakin tinggi, maka risiko perusahaan

akan meningkat karena utang menimbulkan beban bunga yang bersifat tetap pada perusahaan. DR dirumuskan sebagai berikut:

$$DR = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

2. Debt to Equity Ratio (DER)

DER merupakan salah satu rasio *leverage* yang menunjukkan perbandingan antara total utang dengan modal sendiri. Rasio ini digunakan untuk mengetahui proporsi jumlah dana yang disediakan oleh kreditur maupun pemilik saham, sehingga rasio ini pun berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan atas utang. *Debt to equity ratio* dihitung dengan membandingkan total utang yang dimiliki perusahaan dengan total ekuitas. Pengukuran DER dalam persentase dihitung dengan cara:

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

3. Return on Assets (ROA)

ROA merupakan salah satu rasio profitabilitas yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dengan mengoptimalkan sumber daya yang telah dimiliki. ROA merupakan ukuran yang sangat penting dalam mengevaluasi efektifitas dan efisiensi manajemen perusahaan dalam pengelolaan aset perusahaan. Semakin tinggi ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik. ROA dihitung dengan cara:

$$ROA = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Total Aset}}$$

4. Return on Equity (ROE)

Return on Equity (ROE) adalah rasio profitabilitas atau rentabilitas modal sendiri. ROE mempunyai arti penting bagi para pemegang saham, karena ROE menunjukkan kemampuan manajemen dalam menghasilkan laba bersih dengan mengoptimalkan modal yang tersedia. ROE merupakan suatu pengukuran dari perhitungan laba yang tersedia bagi pemilik perusahaan, baik pemegang saham biasa maupun pemegang saham preferen, atas modal yang telah diinvestasikan dalam perusahaan. ROE dihitung dengan cara:

$$ROE = \frac{\text{Laba setelah pajak (EAT)}}{\text{Modal sendiri}}$$

Metode Analisis Data

Tahapan metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi analisis statistik deskriptif dan analisis inferensial. Langkah-langkah analisis inferensial dalam penelitian ini melibatkan berbagai pengujian data dengan menggunakan bantuan program SPSS 22, yaitu: 1) uji asumsi klasik (yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas), 2) analisis regresi berganda, 3) uji F, dan 4) uji T. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linear dengan menggunakan tingkat signifikan (*alpha*) 0,05. Jika P value adalah kurang dari 0,05, maka H_0 tidak diterima.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Statistik Deskriptif

Penelitian ini menggunakan nilai ROA dan ROE sebagai variabel dependen, serta nilai *Debt to Assets Ratio* dan *Debt to Equity Ratio* sebagai variabel independen. Berikut ini merupakan statistik deskriptif untuk masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 3
Hasil Uji Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean
DR	68	,44	1,11	,7641
DER	68	-10,51	13,57	3,9761
ROA	68	-,20	,14	,0151
ROE	68	-,70	1,92	,0936
Valid N (listwise)	68			

Uji Asumsi Klasik

Hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa model telah memenuhi semua asumsi klasik atas normalitas dan heteroskedastisitas seperti yang disyaratkan oleh metode regresi linear.

Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis yang diuji dalam penelitian ini adalah sebanyak empat hipotesis. Untuk menerima hipotesis alternatif bahwa terdapat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, peneliti melakukan uji F dan uji t. Uji F digunakan untuk pengujian pengaruh simultan, sedangkan uji t digunakan untuk pengujian pengaruh parsial. Pada uji F, hipotesis alternatif diterima apabila nilai F hitung > F tabel, sedangkan pada uji t, hipotesis alternatif diterima apabila t hitung > t tabel.

Hasil analisa data untuk pengujian hipotesis secara ringkas disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 4
Hasil Uji Hipotesis

Hubungan Kausalitas	H	Nilai Kritis	Nilai Hitung	Keputusan	Adj. R ²
DR & DER (simultan) → ROA	H1	3,14	11,872	Menerima Ha	0,245
DR & DER (simultan) → ROE	H2	3,14	46,816	Menerima Ha	0,578
DR → ROA	H3	1,99	-4,650	Menerima Ha	-
DER → ROA		1,99	2,960	Menerima Ha	-
DR → ROE	H4	1,99	5,792	Menerima Ha	-
DER → ROE		1,99	-9,226	Menerima Ha	-

Hipotesis pertama menyatakan bahwa variabel *Debt to Assets Ratio*, *Debt to Equity Ratio* secara simultan signifikan berpengaruh terhadap *Return on Assets*. Pengujian hipotesis pertama dilakukan dengan menggunakan uji F. Uji F menunjukkan pengaruh semua variabel independen terhadap variabel dependen. Berdasarkan hasil analisis, diperoleh nilai F hitung sebesar 11,872 dan F tabel sebesar 3,14 ($\alpha=0,05$, db regresi=2; db residual=65). Nilai F hitung > F tabel (11,872 > 3,14), dan nilai Sig F sebesar 0,000 ($P<0,05$), maka analisis regresinya adalah signifikan, sehingga H_0 tidak diterima sedangkan H_a diterima. Dengan demikian, hipotesis pertama menyatakan bahwa variabel DR dan DER secara simultan berpengaruh signifikan terhadap ROA dapat diterima.

Hipotesis dua menyatakan bahwa variabel *Debt Ratio*, *Debt to Equity Ratio* secara simultan signifikan pengaruhnya terhadap *Return on Equity*. Pengujian hipotesis kedua dilakukan dengan menggunakan uji F. Uji F menunjukkan pengaruh semua variabel independen terhadap variabel dependen. Berdasarkan hasil analisis, diperoleh nilai F hitung sebesar 46,816 dan F tabel sebesar 3,14 ($\alpha=0,05$, db regresi=2; db residual=65). Nilai F hitung > F tabel (46,816 > 3,14), dan nilai Sig F sebesar 0,000 ($P<0,05$), maka analisis regresinya adalah signifikan, sehingga H_0 tidak diterima dan H_a diterima. Dengan demikian, hipotesis kedua menyatakan bahwa variabel DR dan DER secara simultan berpengaruh signifikan terhadap ROE dapat diterima.

Hipotesis tiga menyatakan bahwa variabel *Debt Ratio* dan *Debt to Equity Ratio* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *Return on Assets*. Pengujian ini menggunakan uji t untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen, yaitu variabel *Debt Ratio* dan *Debt to Equity Ratio* terhadap variabel dependen *Return on Assets*. Berdasarkan hasil analisis, diperoleh nilai t hitung DR terhadap ROA sebesar -4,650 dengan nilai t tabel 1,99 ($\alpha=0,05$, db regresi=2; db residual=65). Nilai absolut t hitung > t tabel ($4,650 > 1,9974$) dan mempunyai nilai signifikansi $0,000 < 0,05$, maka DR secara parsial signifikan berpengaruh negatif terhadap *Return on Assets*. Nilai negatif pada t hitung menunjukkan bahwa DR berpengaruh negatif terhadap ROA. Dengan demikian, H_0 tidak diterima sedangkan H_a diterima sehingga hasil penelitian menunjukkan bahwa *Debt Ratio* secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap *Return on Assets*. Pada pengujian pengaruh parsial DER terhadap ROA, diperoleh nilai t-hitung sebesar 2,960 dan t tabel 1,99 ($\alpha=0,05$, db regresi=2; db residual=65). Nilai t hitung > t tabel ($2,960 > 1,9974$) dan mempunyai nilai signifikansi $0,004 < 0,05$, maka DER secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap ROA. Dengan demikian, H_0 diterima sedangkan H_a tidak diterima. Dengan demikian, hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa variabel DR dan DER secara parsial berpengaruh signifikan terhadap ROA dapat diterima.

Hipotesis empat menyatakan bahwa variabel *Debt Ratio* dan *Debt to Equity Ratio* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *Return on Equity*. Pengujian ini menggunakan uji t untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen, yaitu variabel *Debt Ratio* dan *Debt to Equity Ratio* terhadap variabel dependen *Return on Equity*. Berdasarkan hasil analisis, diperoleh nilai t-hitung DR terhadap ROE sebesar 5,792 dan t tabel 1,99 ($\alpha=0,05$, db regresi=2; db residual=65). Nilai t hitung > t tabel ($5,792 > 1,9974$) dan mempunyai nilai signifikansi $0,000 < 0,05$, maka DR secara parsial signifikan berpengaruh terhadap *Return on Equity*. Dengan demikian, H_0 diterima sedangkan H_a tidak diterima, sehingga hasil penelitian menunjukkan bahwa *Debt Ratio* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *Return on Equity*. Sementara itu, pada pengujian variabel DER secara parsial terhadap ROE, diperoleh nilai t-hitung sebesar -9,266 dan t tabel 1,99 ($\alpha=0,05$, db regresi=2; db residual=65). Nilai absolut t hitung > t tabel ($9,266 > 1,9974$) dan mempunyai nilai signifikansi $0,000 < 0,05$, maka DER secara parsial berpengaruh signifikan namun negatif terhadap ROE. Dengan demikian, H_0 ditolak sedangkan H_a diterima. Dengan demikian, hipotesis empat yang menyatakan bahwa variabel DR dan DER secara parsial berpengaruh signifikan terhadap ROE dapat diterima.

Analisis Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi menunjukkan peranan/kontribusi variabel independen terhadap variabel dependen. Pada hasil pengujian regresi, diperoleh nilai R^2 dan *adjusted R square*, yang menggambarkan besarnya pengaruh variabel *Debt Ratio* dan *Debt to Equity Ratio* terhadap variabel *Return on Assets* dan *Return on Equity*. Berdasarkan hasil pengujian regresi atas variabel *Debt Ratio* dan *Debt to Equity Ratio* terhadap variabel *Return on Assets*, diperoleh nilai *adjusted R²* sebesar 0,245 atau 24,5%. Hasil tersebut menunjukkan bahwa sebesar 24,5% hasil variabel ROA dapat dijelaskan oleh variabel *Debt Ratio* dan *Debt to Equity Ratio*, sementara 75,5% sisanya dipengaruhi oleh variabel-variabel lain yang tidak diuji dalam penelitian ini. Hasil pengujian regresi variabel *Debt Ratio* dan *Debt to Equity Ratio* terhadap *Return on Equity* menunjukkan nilai *adjusted R²* sebesar 0,578 atau sebesar 57,8%. Hasil ini menunjukkan bahwa 57,8% hasil variabel ROE ditentukan oleh variabel *Debt Equity* dan *Debt to Equity Ratio*, sedangkan 42,2% sisanya dipengaruhi oleh variabel-variabel lain yang tidak dibahas dalam penelitian ini.

Hasil temuan dari penelitian ini menunjukkan bahwa proporsi sumber pendanaan yang dipilih oleh perusahaan berpengaruh secara signifikan pada tingkat profitabilitas perusahaan. Proporsi sumber pendanaan menentukan 24,5% keberhasilan perusahaan dalam mengelola aset secara efektif dan efisien, serta menentukan 57,8% keberhasilan manajemen dalam mengoptimalkan modal sehingga dapat menghasilkan laba bersih.

Hasil analisis data menunjukkan bahwa DR mempunyai hubungan negatif signifikan terhadap ROA. Perusahaan dengan nilai DR yang tinggi cenderung menghasilkan nilai ROA yang rendah, demikian pula sebaliknya. Hasil tersebut menunjukkan bahwa penambahan proporsi utang terhadap total aset akan menurunkan tingkat efektivitas aset dalam menghasilkan laba. Penambahan proporsi utang terhadap total aset menimbulkan tambahan beban berupa beban bunga yang harus ditanggung perusahaan, yang merupakan komponen pengurang laba. Kenaikan beban akibat timbulnya beban bunga akan menurunkan laba sehingga mempengaruhi nilai ROA. Dengan demikian, peningkatan proporsi utang terhadap aset akan mengakibatkan penurunan ROA.

Di sisi lain, hasil penelitian menunjukkan bahwa DER mempunyai hubungan positif signifikan terhadap nilai ROA. Perusahaan dengan nilai DER yang tinggi cenderung menghasilkan ROA yang tinggi, dan demikian pula sebaliknya. DER menunjukkan setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan atas utang kepada pihak luar. Ketika terjadi peningkatan proporsi utang terhadap modal, maka total aset pun akan mengalami peningkatan. Pada saat jumlah total aset perusahaan mengalami peningkatan, maka perusahaan akan memiliki kesempatan yang lebih besar dalam memanfaatkan asetnya secara lebih maksimal.

Hasil analisis data menunjukkan bahwa DR mempunyai hubungan positif signifikan dengan ROE. Perusahaan dengan nilai DR yang tinggi cenderung menghasilkan ROE yang tinggi, demikian pula sebaliknya. Peningkatan proporsi total utang terhadap total aset akan mempengaruhi jumlah ekuitas sehingga akan mempengaruhi tingkat pengembalian atas ekuitas. Saat total utang meningkat dengan asumsi total aset yang tetap, maka proporsi ekuitas akan berkurang. Dalam kondisi tersebut, tingkat pengembalian ekuitas akan meningkat. Dengan demikian, dengan adanya penambahan utang, akan mendorong efektivitas ekuitas dalam menghasilkan keuntungan bagi perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian, DER mempunyai hubungan negatif signifikan dengan ROE. Perusahaan dengan nilai DER yang tinggi cenderung menghasilkan nilai ROE yang rendah, demikian pula sebaliknya. Peningkatan proporsi total utang terhadap ekuitas akan berpengaruh negatif terhadap efektivitas ekuitas dalam menghasilkan laba perusahaan. Ketika terjadi peningkatan proporsi utang maka akan timbul beban bunga atas utang yang akan menambah komponen pengurang laba. Dengan demikian, laba yang dihasilkan perusahaan akan mengalami penurunan, sehingga rasio tingkat pengembalian terhadap ekuitas akan menurun. Sebaliknya, ketika perusahaan menurunkan proporsi hutang terhadap ekuitas, maka beban bunga yang harus dibayarkan perusahaan akan berkurang, sehingga tingkat pengembalian terhadap ekuitas akan meningkat.

SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi secara empiris mengenai pengaruh struktur modal yang dipilih oleh perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan pembiayaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2016 dengan total aset di bawah Rp 1 triliun. Penelitian ini mendukung penelitian Kusumajaya (2011) yang menemukan bahwa peningkatan dan penurunan pengambilan utang jangka panjang dalam struktur modal perusahaan berpengaruh positif dengan nilai laba bersih. Dengan semakin meningkatnya pendanaan yang berasal dari utang maka akan meningkatkan nilai laba bersih yang akan diperoleh perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Margaritis & Psillaki (2010) yang meneliti struktur modal dan kinerja perusahaan manufaktur di Perancis. Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa utang memiliki peranan yang fundamental pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang berbeda-beda. Penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Siro (2013), dan Ruspandi & Asma (2014).

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Pada perusahaan pembiayaan, peningkatan proporsi utang

memberikan pengaruh yang menarik terhadap kinerja keuangan perusahaan. Di satu sisi, penambahan proporsi utang menimbulkan tambahan beban berupa beban bunga, sehingga akan mengurangi efektivitas aset dalam menghasilkan laba. Namun di sisi lain, peningkatan utang akan memberikan pengaruh positif terhadap laba. Penambahan utang meningkatkan jumlah sumber daya yang dapat dimanfaatkan oleh perusahaan dalam memaksimalkan peluang bisnis. Hal ini terkait dengan proses bisnis perusahaan sebagai penyedia jasa keuangan, semakin besar dana yang dapat disediakan oleh perusahaan bagi konsumen, maka akan semakin besar kemungkinan perusahaan memperoleh keuntungan dari pendapatan bunga yang diperoleh.

Penelitian ini menggunakan data *cross section* yang tidak memungkinkan untuk melihat pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan secara jangka panjang. Penelitian mendatang dapat menggunakan jangka waktu yang berbeda untuk mengamati pengaruh perubahan struktur modal terhadap perubahan kinerja keuangan perusahaan. Selain itu, penelitian mendatang dapat memasukkan indikator tingkat pertumbuhan perusahaan sebagai variabel penentu struktur modal optimal. Sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah perusahaan pembiayaan, sehingga diharapkan hasil penelitian ini dapat digeneralisir untuk perusahaan yang bergerak dalam jasa keuangan lainnya.

REFERENSI

- Berger, Allen, dan Patti, Emilia Bonaccorsi di (2002). *Capital Structure and Firm Performance: A new approach to testing agency theory and an application to the Banking Industry*.
- Brigham, Eugene F., Houston, Joel F. Jun-Ming, Hsu. Kee, Kong Yoon. Bany-Arifin, A.N. 2014. *Essential of Financial Management Thrid Edition*. Cengage Learning Asia.
- Kusumajaya, Dewa K. Oka. 2011. *Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbn Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*. Tesis: Universitas Udayana
- Lim, Chee Youw. Hun- Tong Tan, dan Qiang Cheng. 2010. *Does Audit Tenure Improve Audit Quality? Moderating Effects of Industry Specialization and Fee Dependence*. School of Accountancy Research Paper Series. 2 (1), 1-43
- Margaritis, Dimitris. Psillaki, Maria. 2010. *Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance*. Journal of Banking and Finance 34 (3), 621-632
- Martis, Roanne. 2013. *Capital Structure and Firms's Financial Performance: An Empirical Analysis of the Standar & Poor 500*. Master Thesis: Universiteit van Tilburg
- Ruspandi, Hasan. Asma, Rusdayanti. 2014. *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Profitabilitas Perusahaan Pendanaan di Indonesia*. Jurnal Wawasan Management 2 (1) 97-118.
- Sekaran, U. 2003. *Research Methods for Business: A Skill Building Approach* 4th edition. John Willey & Sons, Inc.
- Siro, Robert Oginda. 2013. *Effect of Capital Strucuture on Financial Performance of Firms Listed at The Nairobi Securities Exchange*. Thesis. University of Nairobi.
- Supriyanto, Y., Wardhani, Sita Lusi. Wulandari, Retno. 2017. *Manajemen Keuangan: Metode Pembelajaran Berbasis Student Centre Learning*. Yogyakarta: STIE YKPN.