



P-ISSN : 1978-2853
E-ISSN : 2302-8890

MATRIK: JURNAL MANAJEMEN, STRATEGI BISNIS DAN KEWIRAUSAHAAN

Homepage: <https://ojs.unud.ac.id/index.php/jmbk/index>

Vol. 13 No. 2, Agustus 2019, 184 - 193



Karakteristik Perusahaan dan Struktur Kepemilikan sebagai Determinan Struktur Modal, Kinerja Keuangan, serta Nilai Perusahaan

Ida Bagus Purbawangsa¹⁾, I Wayan Suana²⁾

^{1,2)}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali

email : gidabagus@yahoo.com



SINTA 2

DOI : <https://doi.org/10.24843/MATRIK:JMBK.2019.v13.i02.p06>

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui peran karakteristik perusahaan dan struktur kepemilikan sebagai determinan struktur modal, kinerja keuangan, serta nilai perusahaan pada perusahaan sektor barang konsumsi di Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI pada periode 2009 hingga 2016. Sampel penelitian ditentukan berdasarkan teknik *purposive sampling*. Teknik analisis data dengan *generalized structured component analysis*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa karakteristik perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal. Karakteristik perusahaan berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan, tetapi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Struktur kepemilikan berpengaruh negatif terhadap struktur modal, tetapi berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: investor, karakteristik perusahaan, nilai perusahaan

Corporate Characteristic and Ownership Structure as Determinants of Capital Structure, Financial Performance and Firm Value.

ABSTRACT

The objective of this research was to determine the role of firm characteristics and ownership structure as determinants of capital structure, financial performance, and firm value in consumer goods sector companies on the Indonesia Stock Exchange (IDX). The population of this study is all consumer goods industry sector companies listed on the Stock Exchange in the period 2009 to 2016. The study sample was determined based on the purposive sampling technique. Data analysis techniques with generalized structured component analysis. Test results show that company characteristics have no significant effect on capital structure. Company characteristics have a negative effect on financial performance, but have a positive effect on firm value. The ownership structure has a negative effect on the capital structure, but it has no significant effect on financial performance and firm value. Capital structure has a positive effect on financial performance and company value. Financial performance has a positive effect on firm value.

Keywords: investor, company characteristics, company value

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Karakteristik perusahaan merupakan ciri mendasar dan melekat mengenai eksistensi suatu perusahaan. Istilah lain dari karakteristik perusahaan adalah faktor internal perusahaan, merupakan faktor yang ada dalam kendali manajemen. Salah satu faktor yang menentukan struktur modal adalah karakteristik

perusahaan. Struktur modal dapat dipengaruhi oleh penjualan, struktur aktiva, pertumbuhan, profitabilitas, pajak, perilaku manajemen, sikap kreditor, keadaan internal perusahaan dan profitabilitas (Brigham dan Houston, 2011). Manajer dapat mengerahkan kemampuannya untuk meningkatkan karakteristik perusahaan. Karakteristik perusahaan mencerminkan kualitas perusahaan, sehingga dapat berdampak pada

kinerja keuangan selanjutnya berdampak pada nilai perusahaan. Struktur kepemilikan mempunyai peranan yang sangat penting dalam meminimalkan konflik yang terjadi manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Semakin tinggi *agency conflict* maka akan semakin besar *agency cost* yang dapat berdampak pada penurunan kinerja dan nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan model persamaan struktural untuk menguji pengaruh karakteristik perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap struktur modal, kinerja keuangan, serta nilai perusahaan.

Pada penelitian ini, indikator karakteristik perusahaan adalah ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, laba ditahan dan pembayaran pajak. Ukuran perusahaan berhubungan erat dengan biaya-biaya dan risiko berupa kebangkrutan. Perusahaan besar mempunyai utang yang lebih besar karena struktur aktiva dapat digunakan sebagai jaminan utang (Brigham dan Houston, 2011). Perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi ada kecenderungan menggunakan utang lebih banyak daripada dengan perusahaan yang mempunyai *growth* rendah (Halim, 2007). Perusahaan yang mempunyai penjualan yang relatif stabil akan dapat memperoleh pinjaman yang lebih besar karena memiliki kemampuan untuk membayar angsuran dan bunga (Brigham dan Houston, 2011). Laba ditahan (*retained earning*) merupakan laba bersih yang tidak dibagikan sebagai dividen dan menjadi tambahan penyertaan pemegang saham. Menurut *pecking order theory*, laba ditahan merupakan pilihan pertama untuk memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan (Myers dan Majluf, 1984). Penghematan pajak akan diperoleh apabila perusahaan menggunakan utang (Modigliani dan Miller, 1963). Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis pertama yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₁: Karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal

Pengaruh karakteristik perusahaan terhadap kemampuan mengakses sumber dana internal dan sumber eksternal juga dapat berimplikasi terhadap kinerja. Perusahaan yang memiliki dana untuk mengejar proyek-proyek dengan NPV positif akan mampu menghasilkan keuntungan lebih tinggi.

Ukuran perusahaan menunjukkan skala ekonomi yang dijalankan perusahaan. Perusahaan yang mampu mewujudkan skala ekonomi yang tinggi akan dapat meningkatkan efisiensinya, sehingga akan mampu meningkatkan kinerja keuangan (Audretsch *et al.*, 1999). Skala ekonomi yang tinggi juga merupakan suatu penghalang bagi kompetitor baru untuk masuk ke dalam industri. Pertumbuhan penjualan yang stabil, laba ditahan yang terus meningkat dan adanya penghematan pajak akan menjadi keuntungan bagi perusahaan, sehingga kinerja keuangan perusahaan akan meningkat. Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis kedua yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₂: Karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan

Karakteristik perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Investor akan mempertimbangkan perkembangan perusahaan untuk melakukan investasi. Perusahaan yang membesar dan berkembang mencerminkan kinerja yang baik, sehingga mendapat penilaian yang tinggi oleh investor di pasar modal. Adanya keuntungan akan mendorong investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan. Laba ditahan mencerminkan perusahaan tersebut bekerja secara efisien dan mempunyai prospek yang bagus. Penelitian (Septiono *et al.*, 2013) menemukan bahwa karakteristik perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. (Sudarma, 2004) menunjukkan bahwa ukuran dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan pajak berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Penghematan pajak dapat meningkatkan nilai perusahaan (Modigliani dan Miller, 1963). Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis ketiga yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₃: Karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

Pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal dilandasi oleh *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976). Konflik kepentingan antara pemilik dan manajer dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional (Jensen, 2002). Para manajer akan mengembangkan bisnis cenderung

lebih banyak mementingkan kepentingan sendiri dan kurang memikirkan kepentingan pemilik saham. Semakin besar saham yang dimiliki oleh manajer akan memotivasi manajer untuk bekerja optimal untuk kepentingan pemegang saham. Penggunaan utang dapat mengurangi kecenderungan manajemen memanfaatkan akses kas secara terdiskresi. Adanya kas menganggur berlebihan akan menyebabkan kemungkinan penyimpangan perilaku manajer. Keputusan-keputusan yang diambil manajer akan lebih cenderung tidak menguntungkan pemegang saham. Pengambilan utang oleh perusahaan akan membuat manajer bertindak lebih efisien dan hati-hati. Utang dan kepemilikan dapat digunakan sebagai alat yang saling melengkapi untuk mendorong manajer tidak melakukan investasi yang mempunyai *net present value* negatif (Jensen *et al.*, 1992). Penelitian (Ruan, *et al.*, 2011) pada perusahaan di China menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis keempat yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₄: Struktur kepemilikan saham berpengaruh signifikan terhadap struktur modal

Pemegang saham dapat memberikan kepemilikan saham kepada manajer sebagai insentif bagi manajer untuk meningkatkan kinerja saham perusahaan sesuai kepentingan pemegang saham. Kepemilikan institusional dan publik dapat digunakan sebagai sarana pengendalian perilaku manajer yang oportunistik, sehingga dapat mengurangi *agency cost*. Penelitian (Gedajlovic dan Shapiro, 2002) pada perusahaan Jepang menemukan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Penelitian (Fauzi dan Locke, 2012) pada perusahaan di New Zealand menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis kelima yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₅: Struktur kepemilikan saham berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan.

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh lembaga seperti asuransi atau bank, perusahaan investasi. Kepemilikan institusional mempunyai peranan yang sangat penting dalam

meminimalkan konflik yang terjadi manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Keberadaan kepemilikan institusional dianggap merupakan sarana monitoring yang kuat dan efektif terhadap keputusan-keputusan yang diambil oleh manajer perusahaan. Monitoring tersebut akan membantu peningkatan nilai perusahaan yang akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka akan semakin kuat pengawasan yang dapat mengurangi perilaku oportunistik manajer. Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis keenam yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₆: Struktur kepemilikan saham berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan *signaling theory* (Ross, 1977), penggunaan utang merupakan sinyal bahwa perusahaan berkinerja tinggi. Perusahaan yang kurang kinerjanya rendah tidak akan mengambil risiko untuk menggunakan utang dalam jumlah besar karena dapat meningkatkan probabilitas kebangkrutan perusahaan akibat tidak mampu membayar kewajibannya. Penelitian (Karyawati, 2012; Jensen *et al.*, 2012) pada perusahaan otomotif di BEI menemukan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Penelitian (Mujahid dan Akhtar, 2014) menemukan bahwa pada perusahaan tekstil di Pakistan, struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis ketujuh yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₇: Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan.

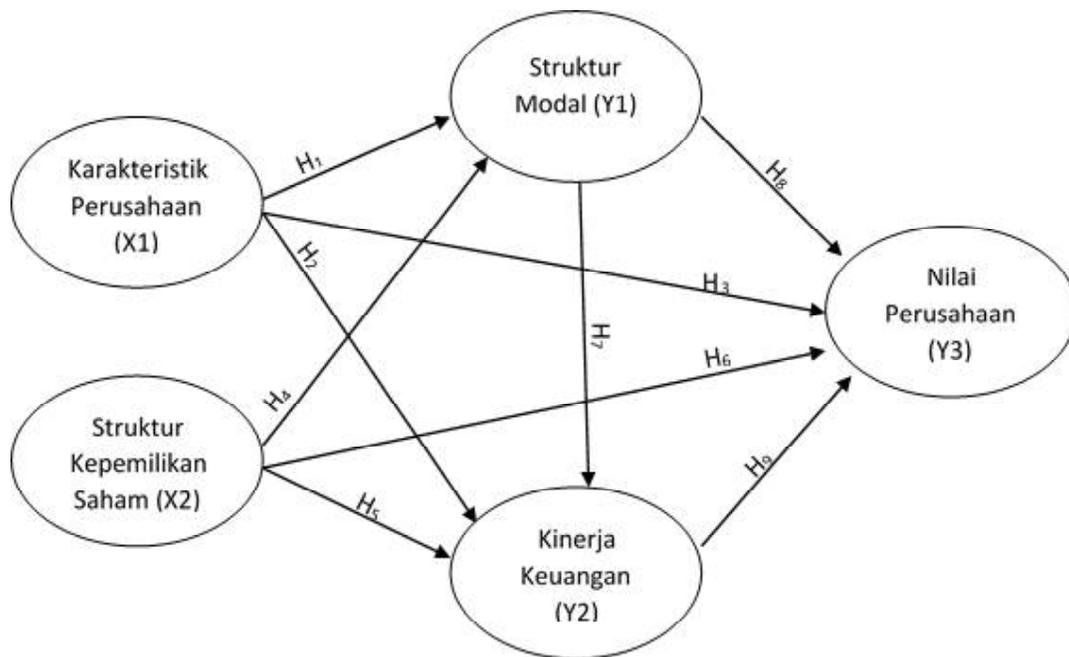
Berdasarkan *signaling theory* (Ross, 1977), penggunaan utang merupakan sinyal bahwa manajemen meyakini bahwa investasi akan berhasil memberikan tingkat pengembalian yang tinggi. Berdasarkan teori ini, perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru dengan cara yang lain termasuk penggunaan utang. Menurut (Lundstrum, 2009) struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang menaikkan nilai perusahaan. Penelitian (San dan Heng, 2011) di Malaysia menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian (Mujahid dan Akhtar,

2014) di Pakistan menemukan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis kedelapan yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₈: Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kinerja keuangan merupakan salah satu dasar penilaian kondisi keuangan perusahaan (Munawir, 2012). Berbagai pihak membutuhkan laporan keuangan untuk sumber informasi atau alat analisa yang digunakan untuk mengambil keputusan selanjutnya. Upaya memenuhi tujuan perusahaan, manajer keuangan harus menggunakan laporan keuangan untuk analisis dan perencanaan keuangan. Investor apabila ingin melakukan investasi akan menganalisis laporan keuangan

perusahaan, bagaimana kesehatan perusahaan, Profitabilitas yang diperoleh dan risiko yang dihadapi perusahaan. Kinerja keuangan merupakan penentuan ukuran-ukuran tertentu yang dapat mengukur keberhasilan suatu organisasi atau perusahaan dalam menghasilkan laba. Dari analisa laporan keuangan dapat diketahui apakah kinerja keuangan perusahaan pada posisi baik atau sebaliknya. Kinerja keuangan merupakan pencapaian prestasi (Mulyadi, 2007). Penelitian (Sudiyatno *et al.*, 2012) pada perusahaan manufaktur di BEI menemukan bahwa kinerja keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, maka dapat hipotesis kesembilan yang diajukan adalah sebagai berikut: H₉: Kinerja keuangan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

METODE PENELITIAN

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor barang konsumsi yang terdaftar di BEI selama periode 2009-2016 sebanyak 38 perusahaan. Data dikumpulkan dari laporan keuangan tahunan perusahaan. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria penentuan sampel yaitu: menerbitkan laporan keuangan mulai tahun 2008 sampai 2016, dan selama periode 2008-2016 tidak mengalami kerugian. Data

tahun 2008 dibutuhkan karena untuk menghitung pertumbuhan penjualan dibutuhkan data satu tahun sebelumnya. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 20 perusahaan sampel.

Alat analisis yang digunakan untuk menguji pengaruh antar variabel adalah *Structural Equation Modelling* dengan pendekatan *generalized Structural Component Analysis* (GSCA). Pada alat uji tersebut disarankan besarnya sampel antara 30 sampai 150 (Hwang dan Takane, 2004).

Tabel 1. Identifikasi Variabel

Variabel	Indikator	Cara Pengukuran
Karakteristik perusahaan	1) Ukuran perusahaan	Ln (total aset)
	2) Pertumbuhan penjualan	$\frac{Penjualan_t - Penjualan_{t-1}}{Penjualan_{t-1}}$
	3) Laba ditahan	Ln (Laba ditahan)
	4) Pembayaran pajak	$\frac{Pembayaran pajak}{Laba sebelum pajak}$
Struktur Kepemilikan	1) Kepemilikan manajerial	$\frac{Saham yang dimiliki manajemen}{jumlah saham yang beredar}$
	2) Kepemilikan institusional	$\frac{Saham yang dimiliki oleh institusi}{jumlah saham yang beredar}$
	3) Kepemilikan publik	$\frac{Saham yang dimiliki oleh publik}{jumlah saham yang beredar}$
Struktur modal	1) <i>Debt to asset ratio</i>	$\frac{Total debt}{Total asset}$
	2) <i>Debt to equity ratio</i>	$\frac{Total debt}{Total equity}$
	3) <i>Short term debt to asset ratio</i>	$\frac{Short term debt}{Total asset}$
	4) <i>Long term debt to asset ratio</i>	$\frac{Long term debt}{Total asset}$
Kinerja keuangan	1) <i>Return on equity</i>	$\frac{Net income}{Equity}$
	2) <i>Gross profit margin</i>	$\frac{Gross profit}{Sales}$
	3) <i>Net profit margin</i>	$\frac{Net profit}{Sales}$
Nilai perusahaan	1) <i>Price earning ratio</i>	$\frac{Harga pasar per lembar saham}{Laba per lembar saham}$
	2) <i>Price to book ratio</i>	$\frac{Harga pasar per lembar saham}{Nilai buku per lembar saham}$
	3) Harga penutupan saham	Ln (harga penutupan saham)

Sumber: Konsep yang dikembangkan dalam penelitian ini, 2018

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian asumsi linearitas hubungan variabel dalam pemodelan GSCA menggunakan *curve fit* (Solimun, 2013) yang ditunjukkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Uji Linearitas

NO	Variabel	Keterangan
1	X1 Y1	Sig Model Linear 0.001 < 0.05, Hubungan Linier
2	X1 Y2	Sig Model Linear 0.001 < 0.05, Hubungan Linier
3	X1 Y3	Sig Model Linear 0.001 < 0.05, Hubungan Linier
4	X2 Y1	Sig Model Linear 0.001 < 0.05, Hubungan Linier
5	X2 Y2	Sig Model Linear 0.001 < 0.05, Hubungan Linier
6	X2 Y3	Sig Model Linear 0.001 < 0.05, Hubungan Linier
7	Y1 Y2	Sig Model Linear 0.001 < 0.05, Hubungan Linier
8	Y1 Y3	Sig Model Linear 0.001 < 0.05, Hubungan Linier
9	Y2 Y3	Sig Model Linear 0.001 < 0.05, Hubungan Linier

Sumber: Data diolah, 2018

Pengujian model keseluruhan yang melibatkan model pengukuran dan model struktural berdasarkan

kalkulasi GSCA diperoleh melalui *bootstrapping* ditunjukkan pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Goodness of Fit

Model Fit	
FIT	0.589 > 0.5 (model fit)
AFIT	0.571 > 0.5 (model fit)

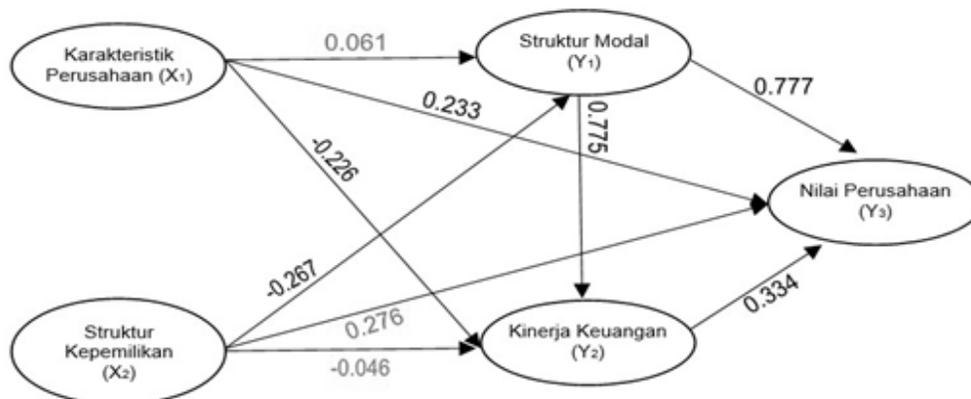
Sumber: Data diolah, 2018

Hasil uji hipotesis berdasarkan *output* program GSCA dapat dilihat pada Tabel 4. *Output* GSCA menghasilkan model struktur yang ditunjukkan pada Gambar 2.

Tabel 4. Pengujian Hipotesis

Pengaruh	Path Coefficients				Keputusan
	Estimate	SE	CR		
X1 → Y1	0,061	0,120	0,51		Tidak Signifikan
X1 → Y2	-0,226	0,065	3,50*		Signifikan
X1 → Y3	0,233	0,050	4,68*		Signifikan
X2 → Y1	-0,267	0,114	2,35*		Signifikan
X2 → Y2	-0,046	0,053	0,87		Tidak Signifikan
X2 → Y3	0,276	0,054	1,78		Tidak Signifikan
Y1 → Y2	0,775	0,075	3,48*		Signifikan
Y1 → Y3	0,777	0,072	4,40*		Signifikan
Y2 → Y3	0,334	0,063	11,67*		Signifikan

Sumber: Data diolah, 2018

**Gambar 2. Hasil Koefisien Jalur**

Hasil pengujian GSCA yang ditampilkan pada Tabel 3 menunjukkan bahwa estimasi koefisien jalur pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal sebesar 0,061 dan CR 0,51 lebih kecil dari t tabel 1,96, pada level $P = 0,05$. Hasil pengujian secara empiris tidak cukup bukti untuk menerima hipotesis 1, maka hipotesis 1 ditolak. Koefisien jalur bertanda positif tidak signifikan dapat diartikan antara karakteristik perusahaan dengan struktur modal mempunyai pengaruh yang searah, namun tidak nyata. Pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal tidak sesuai dengan prediksi semula bahwa karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini

mengindikasikan bahwa karakteristik perusahaan tidak merupakan faktor penentu struktur modal. Karakteristik perusahaan memberikan kontribusi terhadap struktur modal pada perusahaan sektor industri barang konsumsi sebesar 6,1persen, namun tidak dapat digeneralisir pada populasi penelitian. Perusahaan sektor industri barang konsumsi mempunyai aset yang cukup dan laba ditahan yang memadai, sehingga perusahaan memutuskan untuk tidak mengambil utang. Perusahaan menggunakan dana internal untuk pendanaan investasi. Ini sesuai dengan *pecking order theory* (Myers, 1984), yang menyatakan bahwa prioritas pemenuhan kebutuhan dana perusahaan yang pertama adalah dana internal

perusahaan yang berupa laba ditahan, yang kedua dana eksternal yang berupa utang dan yang ketiga adalah emisi saham.

Hasil pengujian GSCA pada Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai koefisien jalur pengaruh karakteristik perusahaan terhadap kinerja keuangan sebesar -0,226 dan CR 3,50 lebih besar dari t tabel 1,96, pada level $P = 0,05$. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis 2. Karakteristik perusahaan mempunyai pengaruh signifikan negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan. Peningkatan karakteristik perusahaan tidak searah dan nyata terhadap kinerja keuangan. Hasil penelitian ini mengindikasikan meningkatnya Karakteristik perusahaan akan menurunkan kinerja keuangan perusahaan sektor industri barang konsumsi. Karakteristik perusahaan mampu memberikan kontribusi terhadap kinerja keuangan sebesar -22,6 persen. Karakteristik perusahaan meningkat, tetapi menurunkan kinerja keuangan menunjukkan bahwa perusahaan sektor industri barang konsumsi dalam penggunaan aset dan pemanfaatan laba ditahan belum optimal.

Hasil pengujian GSCA pada Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai koefisien jalur pengaruh karakteristik perusahaan terhadap nilai perusahaan sebesar 0,233 dan CR sebesar 4,68 lebih besar dari t tabel 1,96 pada level $P = 0,05$. Hasil pengujian menunjukkan cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis 3. Koefisien jalur yang bertanda positif berarti karakteristik perusahaan mempunyai pengaruh yang searah terhadap nilai perusahaan. Karakteristik perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mengindikasikan peningkatan karakteristik perusahaan menyebabkan peningkatan terhadap nilai perusahaan. Karakteristik perusahaan mempunyai kontribusi kepada nilai perusahaan sektor industri barang konsumsi sebesar 23,3 persen. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa karakteristik perusahaan sektor industri barang konsumsi di BEI direpson positif oleh investor, sehingga dapat meningkatkan minat investor melakukan investasi ke perusahaan. Tingginya investor yang melakukan investasi, maka perusahaan mempunyai kesempatan untuk meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan *signalling theory*, bahwa karakteristik perusahaan merupakan signal positif peningkatan nilai perusahaan.

Hasil pengujian GSCA pada Tabel 3 menunjukkan bahwa koefisien jalur pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal sebesar -0,267, nilai CR 2,35 lebih besar dari t tabel 1,96 pada level $P = 0,05$. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis 4. Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal. Temuan penelitian ini bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan pendanaan dan nilai perusahaan, sesuai dengan *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976). Kepemilikan institusional dan kepemilikan publik pada perusahaan sektor industri barang konsumsi merupakan bentuk mekanisme monitoring terhadap kebijakan manajer yang terdiskresi, sehingga penggunaan mekanisme tersebut akan mengurangi kebutuhan terhadap mekanisme monitoring lainnya yaitu penggunaan utang.

Hasil analisa GSCA pada Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai koefisien jalur struktur kepemilikan terhadap kinerja keuangan sebesar -0,046 dan CR 0,87 lebih kecil dari t tabel 1,96 pada level $P = 0,05$. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan tidak cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis 5, maka hipotesis 5 ditolak. Struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang tidak searah. Hasil temuan ini tidak sesuai dengan prediksi semula bahwa struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan. Hasil temuan ini mengindikasikan struktur kepemilikan tidak signifikan negatif terhadap kinerja keuangan, peningkatan struktur kepemilikan akan menurunkan kinerja keuangan. Struktur kepemilikan memberikan kontribusi terhadap kinerja keuangan perusahaan Konsumsi sebesar -04,6 persen, namun tidak bisa digeneralisir pada populasi penelitian. Hasil penelitian ini menunjukkan pada perusahaan sektor industri barang konsumsi, proporsi terbesar kepemilikan institusional dimiliki oleh perusahaan keluarga yang berupa berupa *holding compay* pemilik atau pendiri. Manajer yang mengelola perusahaan merupakan kepanjangan tangan (mempunyai afiliasi) kepemilikan Institusional. Hal ini menunjukkan adanya intervensi oleh kepemilikan Institusional yang cukup tinggi terhadap manajer, meski adanya campur tangan kepemilikan mayoritas cukup tinggi, tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Hasil pengujian GSCA pada Tabel 3 menunjukkan nilai estimasi koefisien jalur pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan

sebesar 0,276 dan CR 1,78 lebih kecil dari 1,96, pada level $P = 0,05$. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan tidak cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis 6, maka hipotesis 6 ditolak. Hasil pengujian membuktikan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, berarti struktur kepemilikan bukan merupakan faktor penentu nilai perusahaan. Struktur kepemilikan memberi kontribusi terhadap nilai perusahaan sektor industri barang konsumsi sebesar 27,6 persen, hasil ini tidak dapat digeneralisir terhadap populasi. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan prediksi semula bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional mempunyai tugas sebagai agen monitoring terhadap manajer, sehingga manajer dapat mengambil keputusan dengan tepat. Ketepatan pengambilan keputusan oleh manajer dapat mengurangi *agency cost* dan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini dapat dimaknai pada perusahaan sektor industri barang konsumsi rata-rata persentase kepemilikan institusional sebesar 76,49 persen dan kepemilikan publik sekitar 21,45 persen tidak direspon positif oleh investor, sehingga tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976).

Hasil pengujian GSCA pada Tabel 3 menunjukkan nilai estimasi koefisien jalur pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan sebesar 0,775 dengan titik kritis 3,48 lebih besar t tabel 1,96 pada level $P = 0,05$. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan cukup bukti untuk menerima hipotesis 7. Struktur modal berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja keuangan. Artinya kenaikan struktur modal, akan meningkatkan kinerja keuangan. Hasil penelitian ini juga mengindikasikan bahwa struktur modal merupakan salah satu penentu kinerja keuangan perusahaan sektor industri barang konsumsi. Struktur modal mempunyai kontribusi terhadap kinerja keuangan sebesar 77,5 persen. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa utang yang diambil perusahaan sektor industri barang konsumsi di BEI masih memberikan *return* kepada perusahaan. Biaya utang yang dibayarkan lebih kecil dari keuntungan yang diperoleh perusahaan sehingga, dapat meningkatkan kinerja keuangan. Pada penelitian ini mekanisme yang digunakan untuk mengurangi masalah *agency* antara Kreditor dan manajer adalah teori *convenant*.

Hasil pengujian GSCA pada Tabel 3 menyatakan bahwa nilai koefisien jalur pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan sebesar 0,777, nilai titik kritis CR 4,40 lebih besar dari t tabel 1,96 pada level $P = 0,05$. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis 8. Tanda koefisien jalur yang positif berarti pengaruh antara struktur modal dan nilai perusahaan searah. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa kenaikan Struktur modal akan menaikkan nilai perusahaan. Struktur modal merupakan salah satu penentu nilai perusahaan sektor industri barang konsumsi. Struktur modal memberikan kontribusi sebesar 77,7 persen terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan *signalling theory* (Ross, 1977) bahwa penggunaan utang direspon positif oleh investor di pasar modal karena dianggap sebagai sinyal positif akan prospek perusahaan yang baik.

Hasil pengujian GSCA pada Tabel 3 menyatakan bahwa nilai koefisien jalur pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan sebesar 0,334 dan titik kritis sebesar 11,67 lebih besar dari t tabel 1,96 pada level $P = 0,05$. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan cukup bukti empiris untuk menerima hipotesis 9. Tanda koefisien jalur yang positif berarti kinerja keuangan dengan nilai perusahaan memiliki pengaruh yang searah. Dapat dimaknai bahwa kinerja keuangan merupakan penentu nilai perusahaan. Kenaikan kinerja keuangan akan meningkatkan nilai perusahaan. Kinerja keuangan memberikan kontribusi kepada nilai perusahaan sektor industri barang konsumsi sebesar 33,4 persen. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa semakin baik kinerja keuangan, maka akan semakin baik nilai perusahaan. Kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan mengindikasikan bahwa profit perusahaan/ peningkatan kinerja keuangan (*return on equity*, *gross profit margin*, dan *net profit margin*) direspon positif oleh investor, sehingga dapat berpengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan.

SIMPULAN

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui peran karakteristik perusahaan dan struktur kepemilikan sebagai determinan struktur modal, kinerja keuangan, serta nilai perusahaan. Hasil pengujian tidak mendukung seluruh hipotesis yang diajukan. Karakteristik perusahaan ternyata tidak signifikan sebagai determinan struktur modal,

tetapi signifikan sebagai determinan kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Sedangkan struktur kepemilikan terbukti signifikan sebagai determinan struktur modal, tetapi tidak signifikan sebagai determinan kinerja keuangan dan nilai perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa karakteristik perusahaan mempengaruhi kinerja dan nilai perusahaan, sedangkan struktur kepemilikan mempengaruhi struktur modal. Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory*, *agency theory* dan *signalling theory*.

Suatu kewajiban bagi manajemen perusahaan sektor barang konsumsi untuk memelihara rasio-rasio keuangan perusahaan pada suatu kondisi yang baik. Perusahaan yang mempunyai rasio-rasio keuangan baik yang tertuang dalam laporan keuangan akan mencerminkan kinerja perusahaan. Kinerja keuangan tersebut dapat diketahui oleh masyarakat, investor dan kreditor. Bagi investor kinerja keuangan yang baik merupakan sarana informasi dan sinyal positif dalam memutuskan investasi.

REFERENSI

- Audretsch, D. B., Prince, Y. M. dan Thurik, A. R. (1999) "Do small firms compete with large firms?," *Atlantic Economic Journal*, 27(2), hal. 201–209. doi: 10.1007/BF02300239.
- Brigham, E. F. dan Houston, J. F. (2011) *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- Fauzi, F. dan Locke, S. (2012) "Board structure, ownership structure and firm performance: A study of New Zealand listed-firms," *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(2), hal. 43–67.
- Gedajlovic, E. dan Shapiro, D. M. (2002) "Ownership structure and firm profitability in Japan," *Academy of Management Journal*, 45(3), hal. 565–575. doi: 10.2307/3069381.
- Halim, A. (2007) *Akuntansi Sektor Publik: Akuntansi Keuangan Daerah*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hwang, H. dan Takane, Y. (2004) "Generalized Structured Component Analysis," *Psychometrika*, 69(1), hal. 81–82.
- Jensen, M. C. (2002) "Value Maximization, Stakeholder Theory, And The Corporate Objective Function Michael C. Jensen," *Business Ethics Quarterly*, 12(2), hal. 235–256.
- Jensen, M. C. dan Meckling, W. H. (1976) "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3, hal. 305–360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X.
- Jensen, Solberg, D. P. dan Zorn, and T. S. (1992) "Simultaneous Determination of Insider Ownership , Debt , and Dividend Policies Author (s): Gerald R . Jensen , Donald P . Solberg and Thomas S . Zorn Published by/ : Cambridge University Press on behalf of the University of Washington School of Business," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), hal. 247–263. doi: <https://doi.org/10.2307/2331370>.
- Karyawati, E., Alhabsyi, T. dan Darminto (2012) "Pengaruh karakteristik perusahaan, faktor eksternal dan struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan," *Profit*, 6(2), hal. 69–82.
- Lundstrum, L. L. (2009) "Entrenched management, capital structure changes and firm value," *Journal of Economics and Finance*, 33(2), hal. 235–256. doi: 10.1007/s12197-008-9037-3.
- Modigliani, F. dan Miller, M. H. (1963) "Income Taxes and the Cost of Capital," *The American Economic Review*, 53(3), hal. 433–443.
- Mujahid, M. dan Akhtar, K. (2014) "Impact of Capital Structure on Firms Financial Performance and Shareholders Wealth: Textile Sector of Pakistan," *International Journal of Learning and Development*, 4(2), hal. 27. doi: 10.5296/ijld.v4i2.5511.
- Mulyadi (2007) *Sistem Perencanaan dan Pengendalian Manajemen*. Jakarta: Salemba Empat.
- Munawir, S. (2012) *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Liberty.
- Myers, S. C. (1984) "The Capital Structur Puzzle," *The American Economic Review*, 39(3), hal. 575–592.
- Myers, S. C. dan Majluf, N. S. (1984) "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have," *Journal of Financial Economics*, 13(2), hal. 187–221. doi: 10.1016/0304-405X(84)90023-0.
- Ross, S. A. (1977) "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach," *The Bell Journal of Economics*, 8(1), hal. 23–40.

- Ruan, W., Tian, G. dan Shiguang, M. (2011) "Managerial Ownership and Firm Value/ : Evidence from China's Civilian-run Firms Managerial," *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 5(3), hal. 73–2.
- San, O. T. dan Heng, T. B. (2011) "Capital Structure and Corporate Performance of Malaysian Construction Sector," *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(2), hal. 28–36. Tersedia pada: www.ijhssnet.com.
- Septiono, R. W., Suhadak dan Darminto (2013) "Analisis faktor mikro terhadap struktur modal dan nilai perusahaan," *Jurnal Administrasi Bisnis*, 2(1), hal. 138–151.
- Solimun (2013) "Penguatan Metodologi Penelitian, Generalized Structural Component Analysis–GSCA," in *Pelatihan GSCA dan Software Aplikasi GSCA. Disampaikan pada Diklat Program Doktor Ilmu Administrasi Bisnis FIA Universitas Brawijaya*. Malang.
- Sudarma, M. (2004) *Pengaruh Struktur Kepemilikan saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan*. Universitas Brawijaya Malang.
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E. dan Kartika, A. (2012) "The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange," *American International Journal of Contemporary Research*, 2(12), hal. 30–40.