

Analisis Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Sektor Utama yang Terdaftar di Indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia

Arizca Kusuma Wardani

Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Manajemen
Institut Pertanian Bogor
Kampus Darmaga Bogor 16680

Farida Ratna Dewi

Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Manajemen
Institut Pertanian Bogor
Kampus Darmaga Bogor 16680
e-mail: reidadewi@gmail.com

ABSTRACT

The main sectors (industries producing raw materials) of Indonesian Stock Exchange consist of agriculture and mining sectors. The number of primary sector companies listed in LQ45 tend to decrease in each period. Companies included into LQ45 are those with relatively good performance. On the other hand, the proper capital structure policy can optimize the performance of finance companies. The purposes of this research are: 1) to analyze capital structure of the main sector companies; 2) to analyze financial performance of the main sector companies; 3) to analyze the influence of capital structure on financial performance of the main sector companies. This research uses primary data from 2009-2013 sector companies with sample selection purposive of sampling technique. Data were analyzed using Structural Equation Modelling. Debt to Assets Ratio, Debt to Equity Ratio, and Long Term Debt to Equity Ratio are the loading factors of latent capital structure. Current Ratio, Quick Ratio, and Cash Turnover Ratio are the loading factors of latent liquidity. Profit Margin, Return on Asset, and Return on Equity are the loading factors of latent profitability. Assets Turnover Ratio, Inventory Turnover Ratio, and Working Capital Turnover Ratio are the loading factors of latent activity. Price Earning Ratio is a loading factor of latent market value. The results show that capital structure has positive and significant effects on activity, negative but not significant effects on liquidity, and significantly negative effects on profitability, but no effect on market value.

Keywords: activity, capital structure, liquidity, market value, profitability

ABSTRAK

Sektor utama (industri penghasil bahan baku) pada Bursa Efek Indonesia (BEI) terdiri dari sektor pertanian dan sektor pertambangan. Jumlah perusahaan sektor utama yang tercatat dalam indeks LQ45 cenderung mengalami penurunan di setiap periodenya. Perusahaan yang termasuk ke dalam indeks LQ45 ini secara relatif merupakan perusahaan yang memiliki kinerja yang baik. Kebijakan struktur modal yang tepat dapat mengoptimalkan kinerja keuangan perusahaan. Tujuan dari penelitian ini adalah: 1) Menganalisis struktur modal perusahaan sektor utama; 2) Menganalisis kinerja keuangan perusahaan sektor utama; 3) Menganalisis pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor utama. Penelitian ini menggunakan data perusahaan sektor utama pada tahun 2009-2013 dengan teknik pemilihan sampel *purposive sampling* yang dianalisis dengan menggunakan *Structural Equation Modelling*. *Debt to Assets Ratio*, *Debt to Equity Ratio*, dan *Long Term Debt to Equity Ratio* merupakan faktor loading dari laten struktur modal. *Current Ratio*, *Quick Ratio*, dan *Cash Turnover Ratio* merupakan faktor loading dari laten likuiditas. *Profit Margin*, *Return on Asset*, dan *Return on Equity* merupakan faktor loading dari laten profitabilitas. *Assets Turnover Ratio*, *Inventory Turnover Ratio*, dan *Working*

Capital Turnover Ratio merupakan faktor loading dari laten aktivitas. *Price Earning Ratio* merupakan faktor loading dari laten nilai pasar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap aktivitas, pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap likuiditas dan pengaruh negatif yang signifikan terhadap profitabilitas sedangkan terhadap nilai pasar tidak memiliki pengaruh.

Kata kunci : aktivitas, likuiditas, nilai pasar, profitabilitas, struktur modal

I. Pendahuluan

Indonesia adalah negara yang kaya dengan potensi sumber daya alam, baik yang terbarukan (hasil bumi) maupun yang tidak terbarukan (hasil tambang dan mineral). Di mata dunia, Indonesia terkenal dengan sumber daya alamnya yang melimpah. Sumber daya alam yang tersebar di seluruh daerah Indonesia seperti kekayaan hayati, merupakan urutan terbesar kedua di dunia. Saat ini, Indonesia menurut Survei Geologi Amerika Serikat (USGS) menduduki peringkat keenam sebagai negara yang kaya akan sumber daya tambang. Dengan melimpahnya sumber daya alam yang dimiliki, sektor utama mempunyai potensi besar dan menjadi sektor yang penting dan strategis bagi perkembangan ekonomi Indonesia. Namun produk domestik bruto (%) sektor utama (industri penghasil bahan baku) cenderung mengalami penurunan pada tahun 2010-2014 (BPS 2015).

Sektor utama (industri penghasil bahan baku) pada Bursa Efek Indonesia (BEI) terdiri dari sektor pertanian dan sektor pertambangan. Indeks LQ45 adalah indeks yang terdiri dari 45 saham perusahaan tercatat yang dipilih berdasarkan pertimbangan likuiditas dan kapitalisasi pasar, dengan kriteria-kriteria yang sudah ditentukan. *Review* dan penggantian saham dilakukan setiap 6 bulan. Dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang termasuk ke dalam indeks LQ45 ini secara relatif merupakan perusahaan yang memiliki kinerja yang baik. Jumlah perusahaan sektor utama yang tercatat dalam indeks LQ45 cenderung mengalami penurunan dari setiap periodenya (BEI 2014).

Penurunan ini perlu diteliti apakah ada pengaruh dari struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan data statistik Bank Indonesia, aliran investasi langsung di Indonesia menurut sektor ekonomi pada tahun 2010-2014 mengalami peningkatan pada sektor pertanian dan pertambangan. Berdasarkan data statistik Bank Indonesia, posisi investasi internasional Indonesia pun mengalami peningkatan pada tahun 2010-2013, hal ini menunjukkan besarnya dana yang tersedia untuk modal. Seharusnya sektor utama mempunyai pendanaan yang memadai dengan potensi melimpahnya sumber daya alam yang dimiliki Indonesia. Namun kenyataannya, kinerja keuangan perusahaan sektor utama mengalami penurunan dilihat dari berkurangnya jumlah perusahaan sektor utama yang tercatat dalam indeks LQ45. Penelitian terdahulu yang berkaitan tentang struktur modal menghasilkan kesimpulan yang bertentangan. Disertasi yang ditulis oleh Munawar (2012) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan perkebunan di Indonesia.

Sumber pendanaan perusahaan dapat berasal dari sumber internal atau eksternal. Namun kedua sumber tersebut mempunyai kelebihan dan kelemahan tersendiri bagi tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan laba, meningkatkan

kesejahteraan *stakeholders*, dan meningkatkan nilai perusahaan. Sumber dana yang berbeda ini mengakibatkan timbulnya perdebatan antara bauran penggunaan sumber dana internal dan eksternal yang disebut dengan struktur modal. Struktur modal adalah campuran sumber-sumber dana jangka panjang yang digunakan perusahaan (Keown *et al.* 2010). Struktur modal merupakan hal yang penting bagi keberlangsungan usaha suatu perusahaan karena aktivitas dan perkembangan perusahaan diawali dengan adanya modal. Inti persoalan teori struktur modal adalah menemukan keseimbangan antara manfaat dan biaya dari penggunaan utang.

Permasalahan tentang kelemahan dan kelebihan dari penggunaan sumber dana dapat menyebabkan kontroversi. Hal ini menyebabkan manajemen struktur modal menjadi bahasan penting pada tingkat manajemen puncak perusahaan. Perdebatan tentang struktur modal ini menarik untuk diteliti dan diharapkan akan memberikan manfaat bagi perusahaan dan pemegang saham atau investor. Menilai kinerja keuangan perusahaan dapat dianalisis dari laporan keuangan perusahaan. Menurut Kasmir (2010), analisis laporan keuangan merupakan salah satu cara untuk mengetahui kinerja perusahaan dalam suatu periode. Analisis rasio keuangan dapat dimanfaatkan untuk menilai kinerja keuangan perusahaan (Mardiyanto 2009). Pada penelitian ini akan digunakan rasio keuangan solvabilitas untuk mengetahui kondisi struktur modal perusahaan dan rasio keuangan likuiditas, profitabilitas, aktivitas, serta nilai pasar untuk mengetahui kondisi kinerja keuangan perusahaan.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, maka masalah yang diangkat dalam penelitian ini adalah 1) bagaimana komposisi struktur modal perusahaan sektor utama; 2) bagaimana kinerja keuangan perusahaan sektor utama; dan 3) bagaimana pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor utama. Adapun tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut : 1) Menganalisis struktur modal perusahaan sektor utama; 2) Menganalisis kinerja keuangan perusahaan sektor utama; dan 3) Menganalisis pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor utama.

II. Metode Penelitian

Sektor utama (industri penghasil bahan baku) mempunyai potensi dan peran yang strategis bagi perkembangan ekonomi Indonesia. Potensi dan peran strategis ini sudah seharusnya didukung oleh pendanaan yang memadai. Namun jumlah perusahaan sektor utama yang tercatat dalam indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia (BEI) yang merupakan indeks dengan perusahaan terpilih berdasarkan pertimbangan likuiditas dan kapitalisasi pasar cenderung mengalami penurunan. Struktur modal merupakan hal yang sangat penting bagi perusahaan karena menyangkut kebijakan penggunaan sumber dana yang paling menguntungkan, sumber dana yang nantinya akan digunakan perusahaan untuk operasionalnya agar mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan laba, meningkatkan nilai perusahaan serta memuaskan seluruh *stakeholders*.

Penelitian ini menggunakan analisis kuantitatif dan kualitatif yaitu analisis rasio keuangan yang terdiri dari rasio solvabilitas untuk mengukur struktur modal. Kemudian rasio likuiditas, rasio profitabilitas, rasio aktivitas, dan rasio nilai pasar untuk mengukur

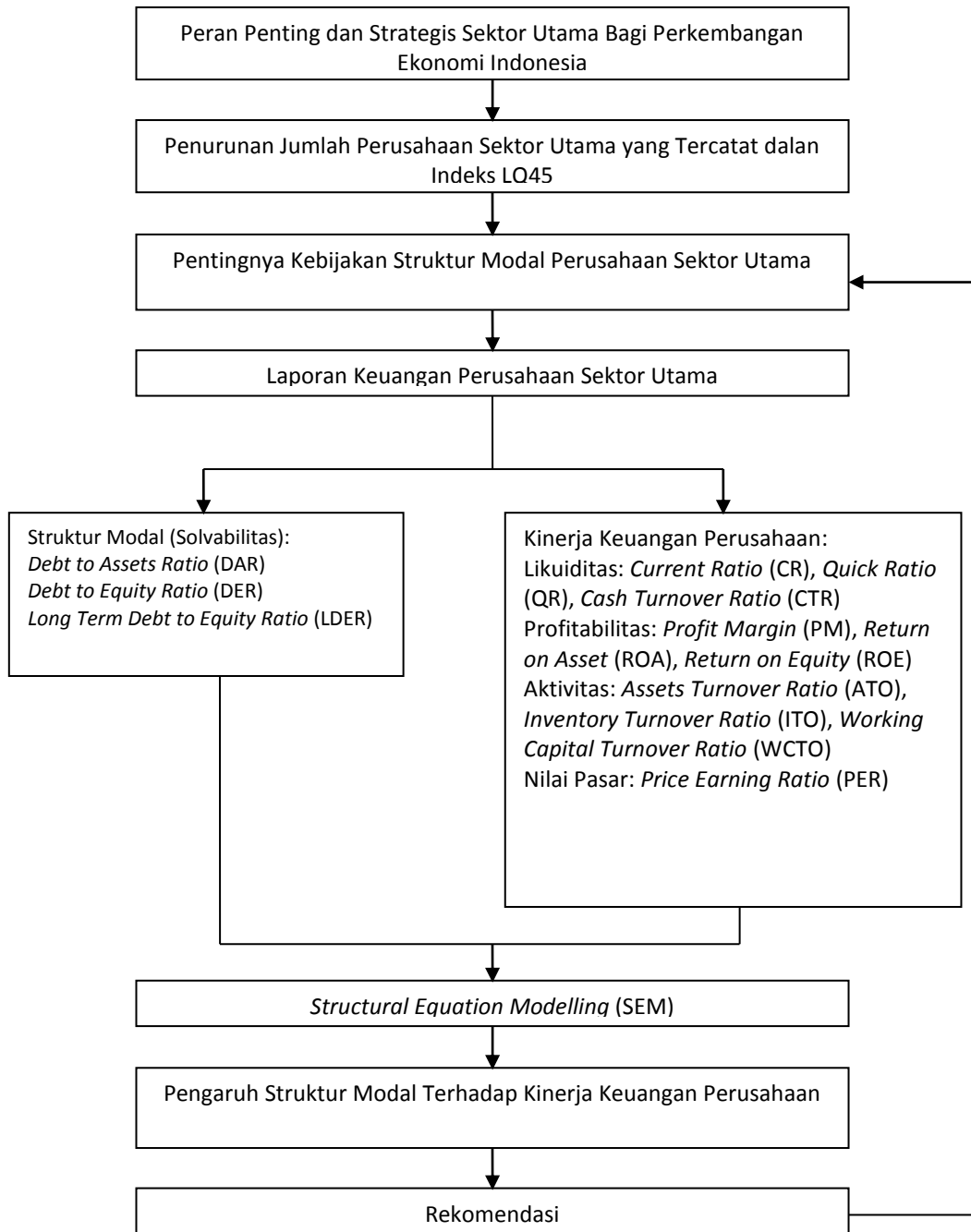
kinerja keuangan perusahaan. Selanjutnya rasio keuangan ini akan dianalisis menggunakan *Structural Equation Modelling* (SEM) untuk mengetahui pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor utama yang tercatat dalam indeks LQ45 Bursa Efek Indonesia.

Penelitian dilakukan pada perusahaan sektor utama (industri penghasil bahan baku) yang tercatat (*listing*) dalam indeks LQ45 BEI. Penelitian dilakukan pada bulan Januari 2015. Jenis data yang digunakan pada penelitian adalah data sekunder yang berasal dari studi literatur, laporan keuangan, dan laporan tahunan perusahaan yang didapatkan dari BEI. Sampel pada penelitian ini berdasarkan teknik pengambilan sampel *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan sektor utama tercatat dalam indeks saham LQ45 BEI dan tidak pernah *delisting* dan *relisting* pada indeks LQ45 di setiap periode dari tahun 2009 hingga 2013. Berdasarkan kriteria tersebut, terpilih sampel penelitian sebanyak 5 perusahaan. Dari sektor pertanian terdapat 2 perusahaan yaitu Astra Agro Lestari Tbk. dan PP London Sumatera Tbk., dari sektor pertambangan terdapat 3 perusahaan yaitu Adaro Energy Tbk., Indo Tambangraya Megah Tbk., dan Tambang Batubara Bukit Asam Tbk.

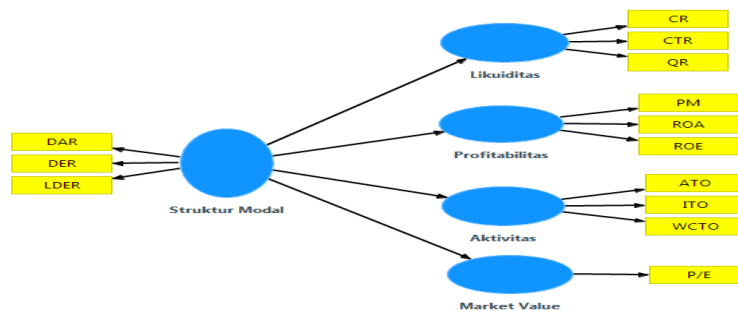
Penelitian ini menggunakan SmartPLS 3 untuk pengujian model. Tujuan *Partial Least Square* (PLS) adalah membantu peneliti untuk mendapatkan nilai variabel laten untuk tujuan prediksi. PLS merupakan metode analisis yang *powerfull* karena tidak mengasumsikan data harus dengan pengukuran skala tertentu dan sampel penelitian yang digunakan tidak harus besar. PLS dapat digunakan untuk mengkonfirmasi teori dan menjelaskan ada atau tidaknya hubungan antar variabel laten (Ghozali 2015).

Hipotesis dari penelitian ini adalah :

- H₀₁ : Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap likuiditas perusahaan
- H₁₁ : Struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap likuiditas perusahaan
- H₀₂ : Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas perusahaan
- H₁₂ : Struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas perusahaan
- H₀₃ : Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap aktivitas perusahaan
- H₁₃ : Struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap aktivitas perusahaan
- H₀₄ : Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai pasar perusahaan
- H₁₄ : Struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai pasar perusahaan



Gambar 1. Kerangka pemikiran penelitian



Gambar 2. Model SEM

III. Hasil dan Pembahasan

III.1. Gambaran Umum Perusahaan

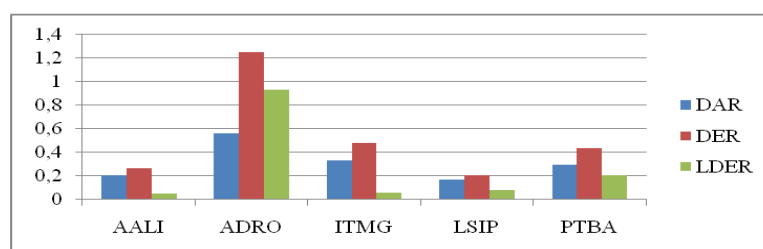
Astra Agro Lestari Tbk. (AALI) adalah produsen minyak kelapa sawit yang mempunyai visi menjadi perusahaan agribisnis yang paling produktif dan paling inovatif di dunia. Misi perusahaan ini adalah menjadi panutan dan berkontribusi untuk pembangunan serta kesejahteraan bangsa. Asset perusahaan mencapai 14.96 triliun rupiah. PP London Sumatera Tbk. (LSIP) mempunyai visi menjadi perusahaan agribisnis terkemuka yang berkelanjutan dalam hal tanaman, biaya, lingkungan (*3C/Crops, Cost, Conditions*) yang berbasis penelitian dan pengembangan. Misi perusahaan adalah menambah nilai bagi “*stakeholders*” di bidang agribisnis. Kegiatan usaha perusahaan ini adalah pemuliaan tanaman, penanaman, pemanenan, pengolahan dan penjualan produk-produk kelapa sawit, karet, kakao, dan teh. Adaro Energy Tbk. (ADRO) adalah perusahaan yang berfokus pada bisnis pertambangan batubara yang terintegrasi melalui anak-anak perusahaannya. Visi perusahaan menjadi kelompok perusahaan tambang dan energi Indonesia yang terkemuka. Misi perusahaan Adaro adalah bergerak di bidang pertambangan dan energi untuk memuaskan kebutuhan pelanggan, mengembangkan karyawan, menjalin kemitraan dengan pemasok, mendukung pembangunan masyarakat dan negara, mengutamakan keselamatan dan kelestarian lingkungan, dan memaksimalkan nilai bagi pemegang saham.

Indo Tambangraya Megah Tbk. (ITMG) produsen batubara berusaha dalam bidang pertambangan, pembangunan, pengangkutan, perbengkelan, perdagangan, perindustrian, dan jasa. Visi perusahaan adalah menjadi perusahaan energi batubara terkemuka di Indonesia dengan pertumbuhan berkesinambungan yang dicapai melalui profesionalisme dan kepedulian terhadap karyawan, masyarakat dan lingkungan. Misi perusahaan yaitu 1) Mengembangkan keunggulan pada semua lini operasi untuk melayani pelanggan dengan kualitas dan kuantitas produk dan jasa yang konsisten; 2) Mengembangkan karyawan yang piawai, sistem dan infrastruktur yang efisien berdasarkan budaya yang berinovasi, berintegritas, berkepedulian, dan bersinergi; 3) Berinvestasi dalam bisnis energi berbasis batubara yang secara berkesinambungan memperkuat posisi ITMG; 4) Untuk mendorong dan berkontribusi bagi perkembangan masyarakat dengan bertindak sebagai warga yang baik dan berkontribusi terhadap ekonomi dan masyarakat. Tambang Batubara Bukit Asam Tbk. (PTBA) adalah perusahaan dengan kegiatan usaha produksi dan penjualan batubara, bidang pembangkitan listrik, dan benefiasi batubara. Visi perusahaan adalah menjadi perusahaan energi kelas dunia yang peduli lingkungan. Misi perusahaan adalah mengelola sumber energi dengan mengembangkan kompetensi korporasi dan keunggulan insani untuk memberikan nilai tambah maksimal bagi *stakeholder* dan lingkungan (BEI 2014).

III.2. Struktur Modal Perusahaan Sektor Utama

Rasio solvabilitas mengukur dua hal, yaitu proporsi utang perusahaan yang digunakan untuk membiayai investasi dan kemampuan perusahaan dalam membayar utangnya (khususnya dalam jangka panjang). Pada *Debt to Assets Ratio* (DAR), Adaro Energy Tbk. (ADRO) mempunyai nilai rasio yang tinggi dibandingkan perusahaan lainnya yaitu 0.56 yang berarti bahwa 56% dari total asset yang dimiliki perusahaan

dibiayai menggunakan utang. DAR yang tinggi menunjukkan penggunaan utang yang tinggi untuk membiayai aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Dengan kata lain, investasi pada aktiva perusahaan tinggi, yang dapat meningkatkan operasional perusahaan. Perusahaan pada sektor pertambangan mempunyai nilai DAR yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan pada sektor pertanian. Hal ini dikarenakan prospek perusahaan di mata publik yang lebih baik dibandingkan sektor pertanian. Walaupun kedua sektor ini mempunyai tingkat risiko yang tinggi, namun sektor pertambangan di mata publik dirasa lebih aman sehingga sektor pertambangan mempunyai jumlah utang yang lebih besar (Gambar 3).



Sumber : BEI (2014)

Gambar 3. Average rasio solvabilitas perusahaan sektor utama 2009-2013

Nilai *Debt to Equity Ratio* (DER) tertinggi dimiliki oleh Adaro Energy Tbk. (ADRO) yaitu 1.25 yang menunjukkan bahwa total utang perusahaan sebesar 1.25 kali dari total ekuitasnya. Nilai DER yang tinggi menunjukkan utang yang lebih besar dibandingkan dengan ekuitas. Astra Agro Lestari Tbk. (AALI), PP London Sumatera Tbk. (LSIP), Indo Tambangraya Megah Tbk. (ITMG), dan Tambang Batubara Bukit Asam Tbk. (PTBA) memiliki nilai DER yang rendah karena jumlah ekuitas yang dimilikinya lebih besar dari jumlah utang yang dimilikinya. Perusahaan lebih memilih menggunakan ekuitas dalam jumlah yang tinggi karena ingin memaksimalkan kepuasan pemegang saham. Selain itu, dikarenakan risiko dari penggunaan utang yaitu tidak mempunya perusahaan melunasi utang tersebut pada waktu jatuh tempo (Gambar 3).

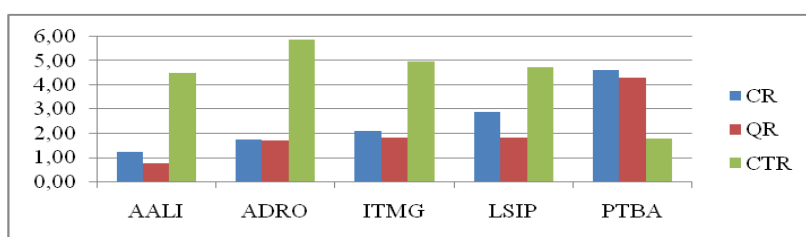
Nilai DER yang tinggi pada sektor pertambangan menunjukkan modal sendiri yang dijadikan jaminan utang lebih besar dibandingkan nilai DER yang rendah pada sektor pertanian. Dengan kata lain, DER yang tinggi menunjukkan tingkat pendanaan yang tinggi bagi perusahaan sehingga dengan dana yang besar dapat meningkatkan operasional perusahaan. Selain itu, utang yang tinggi dapat meningkatkan beban bunga yang dapat dikurangi dalam perhitungan pajak terhadap laba. Tarif pajak penghasilan yang lebih tinggi bagi perusahaan pertambangan mendorong perusahaan untuk mendapatkan manfaat yang lebih besar atas penggunaan utang dalam struktur modalnya. Namun hanya Adaro Energy Tbk. (ADRO) yang mempunyai jumlah utang melebihi ekuitasnya, sedangkan perusahaan lain pendanaan lebih besar menggunakan ekuitas karena beberapa faktor di antaranya adalah sifat dan karakteristik industri yang sarat risiko. Tahapan awal pada bisnis perusahaan memiliki ketidakpastian yang tinggi dan memerlukan modal yang sangat besar.

Nilai *Long Term Debt to Equity Ratio* (LDER) tertinggi adalah Adaro Energy Tbk. (ADRO). LDER yang tinggi menunjukkan komposisi utang jangka panjang yang lebih besar dibandingkan komposisi ekuitas pada perusahaannya yaitu 0.93 atau 93%

(Gambar 3). Jumlah utang jangka panjang yang tinggi disebabkan perusahaan mempunyai rentang waktu eksplorasi hingga penjualan yang cukup lama, sehingga keuntungan yang didapat dari utang tersebut membutuhkan waktu yang cukup panjang. Indo Tambangraya Megah Tbk. (ITMG), Astra Agro Lestari Tbk. (AALI), PP London Sumatera Tbk. (LSIP), dan Tambang Batubara Bukit Asam Tbk. (PTBA) memiliki nilai LDER yang rendah karena jumlah utang jangka panjang yang dimilikinya lebih rendah dibandingkan jumlah ekuitas yang dimilikinya. Proporsi utang jangka panjang pada Adaro Energy Tbk. (ADRO) hampir sebesar proporsi ekuitas, kondisi ini berbeda dengan perusahaan lain yang proporsi ekuitasnya jauh lebih besar dibandingkan proporsi utang jangka panjangnya.

III.3. Kinerja Keuangan Perusahaan Sektor Utama

Rasio likuiditas mengukur kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban (utang) jangka pendek tepat pada waktunya, termasuk melunasi bagian utang jangka panjang yang jatuh tempo pada tahun bersangkutan. Rata-rata nilai *Current Ratio* (CR) tertinggi adalah Tambang Batubara Bukit Asam Tbk. (PTBA) dan rata-rata nilai CR terendah adalah Astra Agro Lestari Tbk. (AALI). Nilai CR yang tinggi ini menunjukkan baiknya kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendeknya atau utang yang segera jatuh tempo. Semakin tinggi nilai CR maka perusahaan dikatakan semakin likuid. Tambang Batubara Bukit Asam Tbk. (PTBA) mempunyai nilai CR yang tinggi karena rencana strategis perusahaan mendorong perusahaan untuk melakukan investasi pada asset perusahaan. Seiring dengan meningkatnya asset perusahaan, maka asset lancar perusahaan pun akan meningkat dan menyebabkan utang lancar pun ikut meningkat untuk membiayai asset lancar. Kelima perusahaan ini tergolong perusahaan yang likuid, karena aktiva lancar yang dimiliki perusahaan dapat menutupi kewajiban jangka pendek yang segera jatuh tempo (utang lancar). Nilai CR yang tinggi pula menunjukkan tingkat keamanan (*margin of safety*) perusahaan yang baik (Gambar 4).



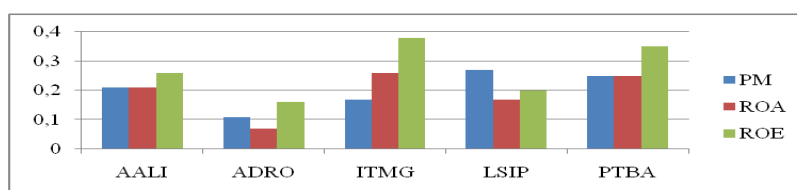
Sumber : BEI (2014)

Gambar 4. Average rasio likuiditas perusahaan sektor utama 2009-2013

Nilai rasio cepat (*Quick Ratio*/QR) merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan memenuhi atau membayar kewajiban atau utang lancar (utang jangka pendek) dengan aktiva lancar tanpa memperhitungkan nilai persediaan (*inventory*). Secara garis besar, perusahaan sektor utama ini tergolong likuid karena rata-rata nilai QR yang dimiliki tinggi, kecuali pada Astra Agro Lestari Tbk. (AALI) yang memiliki rata-rata nilai QR dibawah 1.0.

Rata-rata nilai rasio perputaran kas (*Cash Turnover Ratio*/CTR) tertinggi adalah Adaro Energy Tbk. (ADRO) dan terendah adalah Tambang Batubara Bukit Asam Tbk.

(PTBA). Nilai CTR yang tinggi menunjukkan tercukupinya modal kerja yang tersedia dalam perusahaan untuk membayar tagihan (utang) dan biaya-biaya yang berkaitan dengan penjualan. Nilai CTR Adaro Energy Tbk. (ADRO) tinggi karena skala perusahaan yang besar menyebabkan tingkat penjualan tinggi. Nilai CTR perusahaan sektor pertambangan lebih stabil dibandingkan sektor pertanian. Hal ini dapat dikarenakan oleh faktor komoditas. Komoditas pertanian cenderung memiliki hasil produksi yang lebih sulit diprediksikan dibandingkan pertambangan sehingga berimbas pada tingkat penjualan. Secara garis besar, perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang baik dari sisi likuiditas adalah Tambang Batubara Bukit Asam Tbk. (PTBA).



Sumber : BEI (2014)

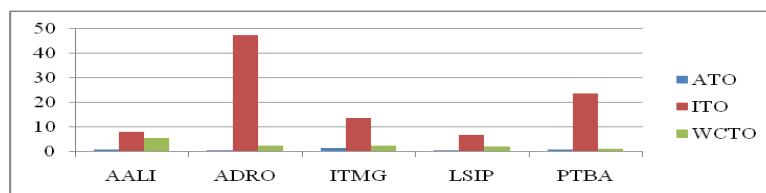
Gambar 5. Average rasio profitabilitas perusahaan sektor utama 2009-2013

Rasio profitabilitas mengukur kesanggupan perusahaan untuk menghasilkan laba dan mencerminkan tingkat efektivitas dan efisiensi manajemen perusahaan yang ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari penjualan dan pendapatan investasi. Rata-rata nilai *Profit Margin* (PM) tertinggi adalah PP London Sumatera Tbk. (LSIP) dan terendah adalah Adaro Energy Tbk. (ADRO). LSIP memiliki rata-rata nilai PM yang tinggi disebabkan tingkat penjualan perusahaan lebih rendah dibandingkan perusahaan lain sehingga rasio yang dihasilkan tinggi. Tingkat penjualan yang rendah disebabkan oleh kondisi perekonomian global pada tahun-tahun akhir ini memburuk sehingga harga komoditas baik pertanian maupun pertambangan mengalami penurunan. Rata-rata nilai PM yang rendah pada ADRO dikarenakan jumlah penjualan perusahaan setiap tahunnya sangat fluktuatif dibandingkan perusahaan lainnya (Gambar 5).

Tingkat pengembalian atas total aktiva (*Return on Asset/ROA*) merupakan rasio yang menunjukkan hasil (*return*) atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan. ROA juga mencerminkan tingkat efektivitas manajemen dalam mengelola investasinya. Rata-rata nilai ROA tertinggi dimiliki oleh Indo Tambangraya Megah Tbk. (ITMG) dan rata-rata nilai ROA terendah adalah Adaro Energy Tbk. (ADRO). Dengan begitu, ITMG mempunyai kemampuan yang baik dalam menghasilkan laba yang berasal dari aktivitas investasi yaitu di tengah banyaknya tantangan dari perekonomian global yang tidak stabil, ITMG tetap mampu mempertahankan upayanya untuk meningkatkan penjualan batubara sehingga nilai ROA tinggi. Sektor pertambangan memiliki pola peningkatan dan penurunan laba bersih yang sama, begitu pula pada sektor pertanian. Pola yang sama ini disebabkan oleh faktor perekonomian global (Gambar 5).

Tingkat pengembalian atas total ekuitas (*Return on Equity/ROE*) merupakan rasio untuk mengukur laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri yang menunjukkan efisiensi penggunaan modal sendiri. Rata-rata nilai ROE tertinggi dimiliki oleh Indo Tambangraya Megah Tbk. (ITMG) dan terendah oleh Adaro Energy Tbk. (ADRO). Nilai ROE yang tinggi menunjukkan ITMG mempunyai posisi pemilik perusahaan yang kuat karena jumlah ekuitasnya yang tinggi sedangkan ADRO relatif mempunyai posisi

pemilik perusahaan yang lemah karena ekuitas yang dimiliki perusahaan rendah dan lebih banyak menggunakan utang untuk pendanaan perusahaan. Secara garis besar perusahaan dengan profitabilitas yang baik adalah ITMG. Dengan kata lain, ITMG mempunyai tingkat efektivitas dan efisiensi perusahaan yang baik.



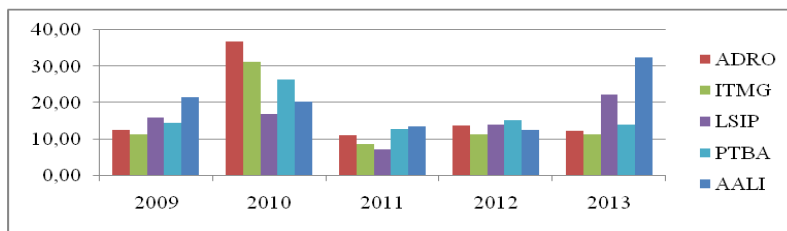
Sumber : BEI (2014)

Gambar 6. Average rasio aktivitas perusahaan sektor utama 2009-2013

Rasio aktivitas mengukur kemampuan aktiva perusahaan dalam menghasilkan pendapatan (penjualan). Rata-rata nilai *Assets Turnover Ratio* (ATO) tertinggi adalah Indo Tambangraya Megah Tbk. (ITMG) dan terendah adalah Adaro Energy Tbk. (ADRO). Nilai ATO yang tinggi menunjukkan tingginya jumlah penjualan yang diperoleh ITMG dari tiap rupiah aktiva yang dimiliki perusahaan. Nilai ATO yang tinggi ini berkaitan dengan nilai ROA dan ROE ITMG yang juga tertinggi. Pada dasarnya, kelima perusahaan mempunyai rata-rata nilai ATO yang tidak jauh berbeda yaitu di atas 0.5 dan hanya ITMG yang mempunyai rata-rata nilai ATO di atas 1.5. Hal ini menunjukkan aktiva yang dimiliki ITMG relatif lebih produktif dalam menghasilkan pendapatan (penjualan) dibandingkan perusahaan lainnya.

Rasio perputaran persediaan (*Inventory Turnover Ratio*/ITO) merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur berapa kali dana yang ditanam dalam persediaan berputar dalam suatu periode. Rata-rata nilai ITO tertinggi adalah Adaro Energy Tbk. (ADRO) dan terendah adalah PP London Sumatera Tbk. (LSIP). Rata-rata nilai ITO ADRO tinggi karena harga pokok penjualan yang tinggi disebabkan oleh skala perusahaan yang besar. Nilai ITO yang tinggi menunjukkan seringnya barang persediaan ADRO diganti dalam satu tahun dibandingkan perusahaan lainnya yang berarti pula menunjukkan semakin cepatnya barang dagangan laku terjual. Sektor pertanian mempunyai nilai ITO yang rendah dibandingkan perusahaan sektor pertambangan karena karakteristik produk yang ditawarkan perusahaan adalah produk perkebunan yang tidak tahan lama sehingga jumlah persediaan yang dimiliki perusahaan rendah untuk mengurangi risiko kerusakan produk (Gambar 6).

Rasio perputaran modal kerja (*Working Capital Turnover Ratio*/WCTO) merupakan salah satu rasio untuk mengukur atau menilai keefektifan modal kerja perusahaan selama periode tertentu dengan membandingkan antara penjualan dan modal kerja (aktiva lancar). Rata-rata nilai WCTO tertinggi adalah Astra Agro Lestari Tbk. (AALI) dan terendah adalah Tambang Batubara Bukit Asam Tbk. (PTBA). Nilai WCTO yang tinggi pada AALI menunjukkan tingginya modal kerja berputar pada suatu periode (Gambar 6).



Sumber : BEI (2014)

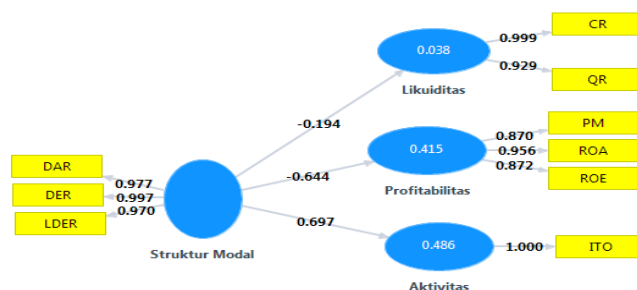
Gambar 7. Rasio nilai pasar (*Price Earning Ratio*) perusahaan sektor utama

Rasio nilai pasar mengukur kinerja saham perusahaan di pasar modal. *Price earning ratio* (P/E) perusahaan fluktuatif, tetapi dapat dilihat pada tahun 2011 dan 2012 *price earning ratio* seluruh perusahaan cenderung rendah pada dua tahun tersebut (Gambar 7). Makin rendah rasio P/E, makin murah harga saham suatu perusahaan (relatif terhadap laba per lembarnya). Rendahnya harga saham menunjukkan rendahnya nilai saham di mata investor dan hal ini dapat menarik minat calon pembeli. Harga saham yang fluktuatif ini disebabkan oleh harga komoditas yang tidak stabil akibat perekonomian global yang tidak stabil sehingga penawaran dan permintaan pasar terhadap komoditas terganggu.

III.4. Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Sektor Utama

1. Evaluasi *Measurement (Outer)* Model

Convergent validity dari *measurement model* dengan indikator refleksif dapat dilihat dari korelasi antara *score item*/indikator dengan *score* konstraknya. Pada penelitian ini, terdapat indikator yang dikeluarkan dari model karena memiliki *loading* kurang dari 0.70 yaitu CTR, ATO, dan WCTO. Setelah melakukan *dropping* atau penghapusan indikator, nilai *R-square* dari *market value* adalah 0.000 yang berarti variabilitas konstruk *market value* yang dapat dijelaskan oleh variabilitas konstruk struktur modal sebesar 0%, karena struktur modal tidak dapat menjelaskan *market value*, maka variabel laten *market value* dihapus dari model. Selain melihat pada nilai *R-square*, dilakukan uji lain dengan merefleksikan langsung indikator ITO dan P/E dari variabel laten struktur modal, setelah dilakukan *re-calculate* indikator P/E memiliki nilai kurang dari 0.70 sehingga indikator P/E harus dihapuskan dari model. Setelah itu dilakukan *re-calculate* kembali.



Gambar 8. Model SEM akhir

Discriminant validity digunakan untuk menentukan valid atau tidaknya masing-masing variabel laten atau konstruk. *Discriminant validity* indikator refleksif dapat

dilihat pada *cross-loading* antara indikator dengan konstruknya. Konstruk aktivitas, likuiditas, profitabilitas, dan struktur modal memprediksi indikator pada masing-masing bloknnya lebih baik dibandingkan dengan indikator di blok lainnya. Uji lainnya adalah menilai validitas dari konstruk dengan melihat nilai AVE. Hasil output AVE menunjukkan nilai AVE yang baik pada semua konstruk yaitu di atas 0.50 sehingga dapat disimpulkan bahwa masing-masing konstruk mempunyai nilai yang valid.

Uji reliabilitas konstruk diukur dengan dua kriteria yaitu *composite reliability* dan *cronbach alpha* dari blok indikator yang mengukur konstruk. Hasil output *composite reliability* maupun *cronbach alpha* baik pada semua konstruk yaitu di atas 0.70. Jadi dapat disimpulkan bahwa masing-masing konstruk memiliki reliabilitas yang baik atau bersifat reliabel.

2. Evaluasi Model Struktural (*Inner Model*)

Pengujian terhadap model struktural dilakukan dengan melihat nilai *R-square* yang merupakan uji *goodness-fit* model. Model pengaruh struktur modal terhadap aktivitas memberikan nilai *R-square* sebesar 0.486 yang dapat diinterpretasikan bahwa variabilitas konstruk aktivitas yang dapat dijelaskan oleh variabilitas konstruk struktur modal sebesar 48.6% sedangkan 51.4% dijelaskan oleh variabel lain. Selain itu, struktur modal juga dapat menjelaskan tingkat likuiditas sebesar 3.8% dan sisanya 96.2% dijelaskan oleh variabel lain. Kemudian struktur modal dapat menjelaskan tingkat profitabilitas sebesar 41.5% sedangkan sisanya 58.5% dijelaskan oleh variabel lain.

Uji yang kedua adalah melihat signifikansi pengaruh struktur modal terhadap aktivitas, likuiditas, dan profitabilitas dengan melihat nilai koefisien parameter dan nilai signifikansi t-statistik serta *p-value*. Besarnya koefisien parameter 0.697 yang berarti terdapat pengaruh positif struktur modal terhadap aktivitas. Semakin tinggi tingkat struktur modal dalam hal ini adalah semakin tinggi penggunaan utang maka semakin tinggi pula tingkat aktivitas perusahaan dengan nilai t-statistik sebesar 3.653 yang berarti pengaruhnya signifikan karena lebih besar dari t tabel signifikansi 5% yaitu 1.96. Selain itu nilai *p-value* adalah 0.000 yang berarti pengaruhnya signifikan karena berada di bawah 0.05 (selang kepercayaan). Pengaruh struktur modal terhadap likuiditas sebesar -0.194 yang berarti pengaruhnya negatif, semakin tinggi struktur modal dalam hal ini semakin tinggi penggunaan utang maka tingkat likuiditas semakin rendah. Namun pengaruh ini tidak signifikan dilihat dari t-statistik yang kurang dari 1.96 dan *p-value* yang lebih dari 0.05. Selain itu, struktur modal juga mempunyai pengaruh negatif terhadap profitabilitas yaitu -0.644 yang berarti semakin tinggi struktur modal dalam hal ini semakin tinggi penggunaan utang maka tingkat profitabilitas semakin rendah dengan pengaruh yang signifikan dilihat dari t-statistik 6.359 yang lebih dari 1.96 dan *p-value* sebesar 0.000 yang kurang dari 0.05.

Pada model SEM dapat dianalisis bahwa pengaruh positif struktur modal terhadap aktivitas dikarenakan peningkatan utang pada perusahaan akan meningkatkan aktivitas operasional perusahaan sehingga harga pokok penjualan pun akan meningkat. Meningkatnya pendanaan utang pada perusahaan akan meningkatkan investasi pada aktiva perusahaan sehingga aktivitas operasional perusahaan pun meningkat yang pada akhirnya meningkatkan penjualan, pada umumnya peningkatan penjualan seiring dengan peningkatan harga pokok

penjualannya sehingga nilai ITO meningkat. Pengaruh positif struktur modal terhadap aktivitas adalah signifikan yang berarti berpengaruh nyata. Perubahan peningkatan pada struktur modal, dalam hal ini peningkatan total utang baik utang jangka pendek maupun utang jangka panjang, akan meningkatkan aktivitas perusahaan dalam jumlah yang relatif besar.

Pengaruh negatif struktur modal terhadap likuiditas dikarenakan perbandingan proporsi peningkatan aktiva lancar dan utang lancar yang tidak sama. Peningkatan total utang akan meningkatkan proporsi utang lancarnya lebih besar dari peningkatan aktiva lancar yang dimiliki perusahaan sehingga CR dan QR menurun. Penggunaan utang lebih banyak digunakan untuk investasi pada aktiva tetap perusahaan karena sifat dan karakteristik perusahaan yang memerlukan biaya investasi yang tinggi (padat modal). Peningkatan total utang pada perusahaan tidak berpengaruh nyata pada penurunan likuiditas perusahaan karena dengan peningkatan total utang, perusahaan dapat meningkatkan kemampuan perusahaan untuk menjalankan aktivitas perusahaan menjadi lebih tinggi sehingga dapat melunasi utang jangka pendeknya tepat waktu.

Pengaruh negatif struktur modal terhadap profitabilitas disebabkan oleh peningkatan utang baik utang jangka pendek maupun utang jangka panjang perusahaan akan meningkatkan pula total aktiva dan total ekuitas serta tingkat penjualan perusahaan sehingga nilai PM, ROA, dan ROE menurun. Pengaruh struktur modal adalah signifikan yang berarti berpengaruh nyata terhadap profitabilitas. Hal ini dianalisis bahwa peningkatan total utang akan meningkatkan total aktiva, ekuitas, dan penjualan relatif besar. Rasio yang mempunyai pengaruh terbesar terhadap profitabilitas adalah *Return on Asset* yang berarti kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang berasal dari aktivitas investasi harus tinggi. Hal ini juga menunjukkan ukuran efektifitas manajemen dalam mengelola investasinya. Oleh karena itu, perusahaan perlu memperhatikan rencana investasi aktiva perusahaan yang ditujukan untuk peningkatan pendapatan perusahaan.

III.4. Implikasi Manajerial

Manajemen perusahaan dapat memperhitungkan benefit pendanaan dari proporsi utang yang tinggi. Sebaiknya, perusahaan lebih agresif dengan memilih sumber dana dari utang yang mampu memberikan efek *leverage* keuangan lebih besar dibandingkan perusahaan yang lebih konservatif yang cenderung memilih menerbitkan saham baru daripada utang. Menerapkan lebih banyak proporsi utang akan meningkatkan aktivitas perusahaan. Investasi aktiva perusahaan lebih efektif melalui utang karena membutuhkan rentang waktu yang cukup panjang untuk menghasilkan laba pada investasi *asset*. Investasi pada aktiva tetap secara tidak langsung juga dapat meningkatkan aktiva lancar perusahaan sehingga nilai perusahaan pun menjadi lebih tinggi. Investasi pada aktiva ini harus dioptimalkan dengan rencana strategis perusahaan yang meningkatkan penjualan dengan melihat prospek bisnis yang cerah di masa yang akan datang. Selain itu, dengan kebijakan perusahaan menambahkan utang akan memberikan sinyal positif bagi para investor karena diduga perusahaan mempunyai prospek yang cerah.

Peningkatan investasi aktiva perusahaan pada sektor pertambangan dapat dilakukan dengan menambah lahan baru untuk penambangan atau memperluas

kegiatan operasional. Tidak hanya fokus dengan penambangan saja namun dapat menginvestasikan aktiva perusahaan untuk kegiatan pengolahan hasil penambangan. Selain itu, dengan investasi aktiva pada pendirian pabrik-pabrik baru dan penambahan mesin atau teknologi pun dapat dilakukan untuk meningkatkan aktivitas operasional perusahaan. Perusahaan sektor pertanian juga dapat melakukan investasi pada aktiva perusahaan dengan menambah lahan baru untuk perkebunan atau memperluas kegiatan operasional dengan mengolah hasil perkebunan menjadi suatu produk. Selain itu, investasi pada penggunaan benih-benih unggul dan mesin atau teknologi terbaru pun dapat dilakukan untuk meningkatkan output perusahaan.

Peningkatan total utang juga sebaiknya diiringi dengan peningkatan total ekuitas karena prospek perusahaan yang baik akan meningkatkan harga saham perusahaan. Selain itu, peningkatan total utang pada akhirnya meningkatkan total penjualan perusahaan yang disebabkan oleh besarnya dana yang didapatkan perusahaan dioptimalkan pada aktivitas perusahaan sehingga meningkatkan penjualan. Namun perusahaan harus tetap memperhitungkan biaya modal yang akan ditimbulkan oleh proporsi utang tersebut. Perusahaan harus menetapkan struktur modal optimal ketika biaya modal rata-rata tertimbang minimum.

Keputusan mengenai komposisi struktur modal juga harus mempertimbangkan efek *leverage*, pada tingkat *leverage* rendah manfaat penghematan pajak akibat penggunaan utang dapat melebihi biaya kebangkrutan perusahaan, pada tingkat *leverage* tinggi biaya kebangkrutan justru bisa melebihi manfaat penghematan pajak akibat penggunaan utang tersebut. Semakin besar penggunaan utang maka semakin besar pula keuntungan akibat utang tersebut namun biaya *financial distress* dan *agency* juga besar sehingga sangat perlu diperhitungkan struktur modal optimal yaitu keseimbangan antara biaya *financial distress* dan *agency problem* dan manfaat atas penggunaan *leverage* atau utang (*tax-shield*).

IV. Kesimpulan

Kesimpulan yang dapat diambil pada penelitian ini adalah :

1. Perusahaan sektor utama yang terdaftar pada indeks LQ45 BEI cenderung mempunyai kondisi struktur modal dengan proporsi ekuitas yang lebih tinggi dibandingkan proporsi utangnya, hanya satu perusahaan yang mempunyai struktur modal dengan proporsi utang lebih tinggi dari ekuitasnya yaitu Adaro Energy Tbk. (ADRO).
2. Kinerja keuangan perusahaan sektor utama yang diukur dengan rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, dan nilai pasar menunjukkan kinerja keuangan yang baik dengan nilai yang beragam. Namun, kinerja keuangan perusahaan sangat dipengaruhi oleh berbagai faktor yaitu perekonomian global dan domestik, harga komoditas, sifat dan karakteristik industri, dan kebijakan *leverage* perusahaan.
3. Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap aktivitas, berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap likuiditas, serta berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas.

V. Daftar Pustaka

- [BEI] Bursa Efek Indonesia. 2014. Laporan IDX LQ45 [internet]. Jakarta (ID): BEI. [diunduh 2014 Juni 1]. Tersedia pada: <http://www.idx.co.id/id-id/beranda/publikasi/lq45.aspx>
- [BEI] Bursa Efek Indonesia. 2014. Laporan Keuangan dan Tahunan [internet]. Jakarta (ID): BEI. [diunduh 2014 Juni 1]. Tersedia pada: <http://www.idx.co.id>
- [BPS] Badan Pusat Statistik. 2015. Distribusi Produk Domestik Bruto Seri 2010 Triwulanan Atas Dasar Harga Berlaku Menurut Lapangan Usaha (Persen), 2010-2014 [internet]. Jakarta (ID): BPS. [diunduh 2015 Januari 10]. Tersedia pada: <http://www.bps.go.id>
- Ghozali I, Latan H. 2015. *Partial Least Square Konsep, Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 3.0*. Semarang [ID] : Universitas Diponegoro.
- Kasmir. 2010. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Jakarta (ID) : Kencana.
- Keown AJ, Martin JD, Petty JW, Scott DF. 2010. *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan*. Edisi Kesepuluh Jilid 2. Widodo MP, penerjemah; Indriani, editor. Jakarta (ID) : Indeks. Terjemahan dari: *Financial Management: Principles and Applications*.
- Mardiyanto H. 2009. *Inti Sari Manajemen Keuangan*. Jakarta (ID) : PT Grasindo.
- Munawar A. 2012. Struktur kapital perusahaan perkebunan di Indonesia, kebijakan, faktor-faktor yang mempengaruhi dan dampaknya terhadap kinerja perusahaan [disertasi]. Bogor (ID) : Institut Pertanian Bogor.
- Sandy IC. 2014. Analisis pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan pada perbankan di Indonesia [skripsi]. Bogor (ID) : Institut Pertanian Bogor.