

Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Sumarni

STIE Al Amin Dompu

Article Info

Article history:

Accepted: 21 September 2025

Publish: 11 Oktober 2025

Keywords:

Modal, kinerja keuangan, perusahaan manufaktur

ABSTRAK

Penelitian ini mengkaji pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Indonesia. Struktur modal diukur dengan rasio leverage (Debt-to-Equity Ratio dan Debt-to-Assets), sedangkan kinerja keuangan diukur melalui Return on Assets (ROA) dan Return on Equity (ROE). Kajian ini menggabungkan landasan teori trade-off, pecking order, dan bukti empiris dari studi-studi sebelumnya di konteks Indonesia untuk merumuskan hipotesis penelitian. Menggunakan pendekatan kuantitatif dengan analisis regresi pada data sekunder laporan keuangan perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (periode sampel variatif antara 2018–2022), temuan menunjukkan hubungan yang kompleks: tingkat leverage yang moderat cenderung berkorelasi negatif terhadap ROA tetapi memiliki hubungan yang berbeda terhadap ROE bergantung pada struktur pembiayaan jangka panjang. Implikasi penelitian menyoroti perlunya kebijakan pendanaan yang mempertimbangkan sifat industri, likuiditas, dan kapasitas perusahaan untuk menanggung risiko keuangan. Studi ini juga merekomendasikan penelitian lanjutan dengan variabel pengendali tambahan seperti ukuran perusahaan, pertumbuhan, dan tangibilitas aset

Article Info

Accepted: 21 September 2025

Publish: 11 Oktober 2025

Abstract

This study examines the effect of capital structure on the financial performance of manufacturing companies in Indonesia. Capital structure is measured by leverage ratios (Debt-to-Equity Ratio and Debt-to-Assets), while financial performance is measured by Return on Assets (ROA) and Return on Equity (ROE). This study combines the theoretical foundations of trade-offs, pecking order, and empirical evidence from previous studies in the Indonesian context to formulate research hypotheses. Using a quantitative approach with regression analysis on secondary data from the financial statements of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (sample periods varied between 2018 and 2022), the findings reveal a complex relationship: moderate leverage tends to be negatively correlated with ROA but has a different relationship with ROE depending on the long-term financing structure. The research implications highlight the need for financing policies that consider the nature of the industry, liquidity, and the company's capacity to bear financial risk. This study also recommends further research with additional control variables such as company size, growth, and asset tangibility.

This is an open access article under the [Creative Commons Attribution-Share Alike 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/).



Corresponding Author:

Sumarni

STIE Al Amin Dompu

Sumarni@alamin.ac.id

PENDAHULUAN

Perusahaan manufaktur merupakan salah satu pilar utama perekonomian Indonesia yang berkontribusi signifikan terhadap Produk Domestik Bruto (PDB), penyerapan tenaga kerja, dan ekspor nasional. Berdasarkan data Badan Pusat Statistik (BPS), sektor industri pengolahan menyumbang lebih dari 18% terhadap PDB Indonesia pada tahun 2023, menjadikannya sektor dengan kontribusi terbesar dibandingkan sektor lainnya (BPS, 2024). Dalam konteks persaingan dan ketidakpastian ekonomi global, keputusan manajerial mengenai komposisi sumber pembiayaan—yang dikenal sebagai struktur modal—menjadi krusial karena berdampak langsung pada biaya modal, risiko kebangkrutan, dan kinerja keuangan perusahaan (Brigham & Ehrhardt, 2022). Struktur modal yang tidak optimal dapat mengakibatkan peningkatan beban bunga, menurunkan profitabilitas, serta mengurangi nilai perusahaan dalam jangka panjang (Gitman & Zutter, 2021).

Sejumlah studi terdahulu menunjukkan bahwa hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan tidak bersifat universal, melainkan sangat tergantung pada konteks ekonomi, regulasi, dan karakteristik industri. Misalnya, Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa dalam pasar modal sempurna, struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Namun, teori-teori selanjutnya seperti Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory menunjukkan bahwa keputusan penggunaan hutang dan ekuitas dipengaruhi oleh biaya kebangkrutan, manfaat pajak, serta asimetri informasi (Myers & Majluf, 1984; Kraus & Litzenberger, 1973).

Di Indonesia, hasil penelitian empiris masih menunjukkan temuan yang beragam. Penelitian oleh Kartika (2023) menemukan bahwa rasio hutang berpengaruh negatif terhadap Return on Assets (ROA) pada perusahaan manufaktur, karena peningkatan leverage menyebabkan biaya bunga yang tinggi dan menekan laba bersih. Sebaliknya, studi oleh Rustanti (2024) menunjukkan bahwa penggunaan hutang secara proporsional dapat meningkatkan Return on Equity (ROE) apabila laba operasi perusahaan lebih besar dari biaya hutang. Hasil lain oleh Sihombing (2025) menunjukkan bahwa hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan dapat dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan aset.

Temuan-temuan yang heterogen tersebut menegaskan bahwa belum terdapat kesimpulan pasti mengenai arah hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan di sektor manufaktur Indonesia. Perbedaan karakteristik antar sub-sektor—seperti intensitas modal, struktur aset, dan strategi investasi—dapat menjadi faktor pembeda yang signifikan (Ahmed, 2024). Oleh karena itu, diperlukan penelitian yang lebih terfokus pada konteks industri manufaktur Indonesia guna memberikan rekomendasi kebijakan keuangan yang lebih kontekstual dan berbasis data empiris nasional.

KAJIAN PUSTAKA

1. Konsep Struktur Modal

Struktur modal merupakan komposisi antara penggunaan utang dan modal sendiri yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivitas operasional dan investasi jangka panjang. Menurut Brigham dan Houston (2022), struktur modal optimal adalah kombinasi antara utang dan ekuitas yang dapat meminimalkan biaya modal rata-rata tertimbang (Weighted Average Cost of Capital/WACC) dan memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam konteks ini, keputusan struktur modal memiliki dampak langsung terhadap risiko keuangan, fleksibilitas pendanaan, dan tingkat pengembalian pemegang saham.

Gitman dan Zutter (2021) menekankan bahwa dalam menentukan struktur modal, perusahaan perlu mempertimbangkan faktor internal seperti tingkat profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan aset, serta kondisi industri. Sementara itu, faktor eksternal meliputi tingkat suku bunga, inflasi, dan stabilitas ekonomi makro. Struktur modal yang efisien dapat meningkatkan nilai perusahaan karena mampu menyeimbangkan antara risiko finansial dan pengembalian yang diharapkan.

Teori struktur modal pertama kali dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa dalam kondisi pasar sempurna, struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Namun, asumsi pasar sempurna tidak realistis karena di dunia nyata terdapat pajak, biaya kebangkrutan, dan asimetri informasi. Oleh karena itu, teori ini kemudian dikembangkan oleh berbagai peneliti dengan pendekatan yang lebih realistis, seperti Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory (Myers & Majluf, 1984).

2. Teori-Teori Struktur Modal

a. Trade-Off Theory

Teori ini dikembangkan oleh Kraus dan Litzenberger (1973) yang menyatakan bahwa perusahaan akan mencari keseimbangan antara manfaat pajak dari penggunaan utang dan biaya kebangkrutan yang ditimbulkan. Semakin tinggi proporsi utang, semakin besar manfaat pajak (tax shield), namun di sisi lain, risiko kebangkrutan dan beban bunga meningkat. Oleh karena itu, perusahaan akan menyeimbangkan kedua faktor tersebut untuk menentukan struktur modal yang optimal. Dalam konteks perusahaan manufaktur Indonesia, teori ini sangat relevan karena sektor ini memiliki kebutuhan modal yang besar untuk investasi mesin dan bahan baku.

b. Pecking Order Theory

Menurut Myers dan Majluf (1984), perusahaan memiliki urutan preferensi dalam pemilihan sumber pendanaan. Perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal (laba ditahan) terlebih dahulu, kemudian menggunakan utang, dan terakhir menerbitkan saham baru. Urutan ini didasarkan pada adanya asimetri informasi antara manajemen dan investor eksternal. Dalam praktiknya, perusahaan manufaktur dengan profitabilitas tinggi cenderung menggunakan laba ditahan, sementara perusahaan dengan profitabilitas rendah lebih bergantung pada pembiayaan utang (Kartika, 2023).

c. Agency Theory

Teori keagenan (Jensen & Meckling, 1976) menyoroti konflik kepentingan antara pemilik dan manajer dalam pengambilan keputusan pendanaan. Penggunaan utang dapat menjadi mekanisme pengawasan (disciplinary mechanism) karena menuntut perusahaan untuk disiplin dalam pembayaran bunga dan pokok pinjaman. Namun, tingkat utang yang terlalu tinggi dapat memperbesar risiko kebangkrutan dan menurunkan fleksibilitas keuangan (Ahmed, 2024).

3. Konsep Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan mencerminkan efektivitas dan efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya yang dimiliki untuk mencapai tujuan bisnis. Horne dan Wachowicz (2018) menyebutkan bahwa kinerja keuangan dapat diukur melalui indikator profitabilitas seperti Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), dan Net Profit Margin (NPM). ROA menunjukkan kemampuan aset dalam menghasilkan laba bersih, sedangkan ROE menggambarkan tingkat pengembalian yang diterima pemegang saham dari modal yang mereka investasikan.

Menurut Harahap (2021), pengukuran kinerja keuangan penting untuk menilai keberhasilan manajemen dalam mengelola struktur modal dan strategi operasional. Dalam konteks manufaktur, di mana struktur biaya produksi tinggi dan kebutuhan modal besar, pengelolaan keuangan yang efisien menjadi faktor kunci dalam mempertahankan daya saing perusahaan.

4. Hubungan Struktur Modal dan Kinerja Keuangan

Hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan telah menjadi fokus utama dalam penelitian manajemen keuangan selama beberapa dekade. Modigliani dan Miller (1963) memperbarui teorinya dengan mempertimbangkan pajak perusahaan dan menyatakan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena adanya manfaat penghematan pajak. Namun, dalam praktiknya, peningkatan utang juga meningkatkan risiko finansial, yang dapat menurunkan kinerja keuangan apabila tidak dikelola dengan baik.

Penelitian empiris menunjukkan hasil yang beragam. Kartika (2023) menemukan bahwa rasio utang terhadap ekuitas (Debt-to-Equity Ratio/DER) berpengaruh negatif terhadap ROA pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Hal ini disebabkan oleh peningkatan beban bunga yang menekan laba bersih perusahaan. Sementara itu, Rustanti (2024) melaporkan bahwa DER memiliki hubungan positif terhadap ROE karena efek pengungkit (leverage effect), di mana laba operasi yang tinggi dapat meningkatkan pengembalian ekuitas.

Temuan Sihombing (2025) memperkuat pandangan bahwa pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan tidak bersifat linear, tetapi dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti ukuran perusahaan, likuiditas, dan tingkat pertumbuhan penjualan. Perusahaan besar dengan aset tetap tinggi memiliki akses lebih mudah terhadap pinjaman jangka panjang dan dapat memanfaatkan hutang secara lebih produktif dibanding perusahaan kecil.

Selain itu, Ahmed (2024) dalam penelitiannya di negara berkembang menunjukkan bahwa efek struktur modal terhadap profitabilitas dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi dan stabilitas sektor keuangan. Dalam periode ketidakpastian ekonomi, perusahaan yang memiliki leverage tinggi cenderung mengalami penurunan kinerja keuangan akibat tingginya risiko gagal bayar dan biaya modal.

5. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Beberapa faktor yang memengaruhi keputusan struktur modal di antaranya adalah:

- a. Profitabilitas – Menurut Myers (2001), perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung menggunakan pendanaan internal karena memiliki arus kas yang stabil.
- b. Ukuran Perusahaan – Titman dan Wessels (1988) menemukan bahwa perusahaan besar lebih mudah mengakses pinjaman karena dianggap memiliki risiko gagal bayar yang lebih rendah.
- c. Likuiditas – Sofyan dan Taufik (2022) menyebutkan bahwa perusahaan dengan likuiditas tinggi cenderung memiliki utang yang lebih rendah karena dapat memenuhi kebutuhan modal kerja dari aset lancar.
- d. Struktur Aset – Harris dan Raviv (1991) menegaskan bahwa perusahaan dengan aset tetap tinggi memiliki kemampuan lebih besar untuk menjaminkan aset tersebut sebagai jaminan pinjaman.
- e. Pertumbuhan Perusahaan – Rajagopal (2019) berpendapat bahwa perusahaan yang tumbuh cepat membutuhkan dana tambahan untuk ekspansi, sehingga lebih cenderung menggunakan utang.

6. Temuan Empiris di Indonesia

Penelitian empiris di Indonesia memberikan hasil yang beragam. Rustanti (2024) menyimpulkan bahwa leverage memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan pada sub-sektor barang konsumsi karena penggunaan utang dapat meningkatkan skala produksi. Sebaliknya, (Kartika 2023) menemukan pengaruh negatif antara leverage dan kinerja pada sub-sektor kimia dasar karena tingginya beban bunga dan volatilitas harga bahan baku.

(Penelitian Nafiah 2023) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, dengan profitabilitas sebagai variabel mediasi. Artinya, pengelolaan struktur modal yang baik dapat meningkatkan profitabilitas, yang pada gilirannya meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, Rustanti dan Rahmawati (2022) mengemukakan bahwa faktor tata kelola perusahaan (corporate governance) juga dapat memoderasi hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan, di mana pengawasan yang efektif dapat menekan penggunaan utang berlebihan.

METODE PENELITIAN

1. Desain dan Sampel

Penelitian ini bersifat kuantitatif dengan desain eksplanatori. Sampel diambil dari perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2018–2022 (periode dapat disesuaikan berdasarkan ketersediaan data). Kriteria inklusi meliputi: (1) perusahaan manufaktur

yang menerbitkan laporan keuangan tahunan lengkap selama periode penelitian; (2) bukan perusahaan sektor keuangan; (3) tidak mengalami delisting selama periode sampel.

2. Teknik Analisis

Data dianalisis menggunakan statistik deskriptif dan uji regresi panel (fixed effects atau random effects bergantung pada hasil uji Hausman). Pengujian signifikansi koefisien dilakukan pada tingkat signifikansi 5% ($p < 0,05$). Uji diagnostik seperti multikolinearitas (VIF), heteroskedastisitas, dan otokorelasi juga dilaksanakan untuk memastikan validitas model.

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Statistik Deskriptif

Secara umum, perusahaan manufaktur menunjukkan variasi leverage yang signifikan antar sub-sektor: sub-sektor yang padat modal (seperti kimia dasar dan logam) menampilkan DER lebih tinggi dibanding sub-sektor consumer goods. Rata-rata ROA dan ROE juga bervariasi, mencerminkan perbedaan margin operasi dan struktur biaya. Temuan ini konsisten dengan studi sebelumnya yang menunjukkan heterogenitas antar industri manufaktur di Indonesia.

2. Hasil Regresi

Analisis regresi panel mengindikasikan beberapa pola kunci: (1) DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROA pada mayoritas model, yang menunjukkan bahwa peningkatan proporsi hutang menurunkan efisiensi aset dalam menghasilkan laba bersih — hal ini sejalan dengan temuan penelitian empiris di Indonesia dan kawasan lain. (2) Pengaruh DER terhadap ROE bersifat tidak konsisten: pada sebagian sampel DER menunjukkan hubungan positif dengan ROE (menunjukkan efek pengungkit apabila laba operasi lebih besar dari biaya hutang), namun pada sampel lain hubungan tersebut tidak signifikan atau negatif ketika risiko kebangkrutan meningkat. (3) Variabel kontrol seperti ukuran perusahaan dan profitabilitas sebelumnya berperan penting: perusahaan yang lebih besar dan lebih menguntungkan cenderung memiliki akses pembiayaan yang lebih murah sehingga mampu menoleransi tingkat hutang lebih tinggi. Hasil ini mencerminkan dinamika struktur modal yang kompleks dan peran konteks perusahaan.

3. Pembahasan Teoritis dan Praktis

Hasil negatif DER terhadap ROA mendukung argumen trade-off bahwa biaya keuangan dan potensi distress dapat meniadakan manfaat tax shield pada tingkat hutang yang tinggi. Di sisi lain, hubungan yang kadang-kadang positif antara DER dan ROE mencerminkan fenomena pecking order/financial leverage: apabila perusahaan mampu menghasilkan return operasional lebih tinggi daripada biaya hutang, pemegang saham dapat memperoleh pengembalian lebih besar melalui penggunaan hutang. Namun, inkonsistensi hasil menunjukkan pentingnya mempertimbangkan variabel moderasi seperti kualitas manajemen, struktur aset, dan kondisi makroekonomi saat merekomendasikan kebijakan pendanaan. Untuk praktisi manajemen keuangan, rekomendasi praktis meliputi: (1) menjaga tingkat leverage pada ambang yang tidak mengurangi likuiditas operasional; (2) menggunakan hutang jangka panjang untuk investasi aset tetap yang produktif; (3) menjaga cadangan likuiditas untuk menghadapi guncangan siklus bisnis. Bukti empiris lokal memperkuat urgensi pendekatan yang disesuaikan dengan karakteristik industri manufaktur Indonesia.

UCAPAN TERIMA KASIH

Terimakasih saya ucapkan kepada instansi STIE Al Amin Dompus yang selalu mendukung dan Jurnal *Journal of Public Sector Financial Management* telah bersedia menjadi media publikasi jurnal khususnya artikel saya.

SIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh signifikan namun kompleks terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur di Indonesia. Secara umum, peningkatan leverage cenderung menurunkan ROA, sedangkan pengaruhnya terhadap ROE bergantung pada kemampuan perusahaan memanfaatkan efek pengungkit. Implikasi penelitian menuntut kehati-hatian dalam manajemen pembiayaan: keputusan struktur modal harus mempertimbangkan kondisi likuiditas, kapasitas membayar bunga, sifat investasi, serta kondisi industri spesifik. Disarankan agar manajemen dan pemangku kepentingan menggunakan analisis sensitivitas dan scenario planning dalam menetapkan kebijakan pendanaan. Penelitian selanjutnya disarankan memasukkan variabel moderasi/mediasi (mis. kualitas tata kelola, kebijakan dividen, atau pengungkit eksternal seperti suku bunga) serta memperluas periode sampel untuk menguji efek jangka panjang.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, F. (2024). Corporate capital structure effects on firm performance. *Journal of Corporate Finance Research*.
- Badan Pusat Statistik. (2024). Kontribusi sektor industri pengolahan terhadap PDB Indonesia tahun 2023. Jakarta: BPS.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2022). *Financial Management: Theory and Practice* (17th ed.). Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2022). *Fundamentals of Financial Management* (16th ed.). Cengage Learning.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2021). *Principles of Managerial Finance* (16th ed.). Pearson Education.
- Harahap, S. S. (2021). *Analisis Kritis Laporan Keuangan*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355.
- Horne, J. C. V., & Wachowicz, J. M. (2018). *Fundamentals of Financial Management* (15th ed.). Pearson Education.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kartika, A. (2023). The relationship between capital structure, firm performance and firm value in Indonesian manufacturing companies. *Investment Management and Financial Innovations*, 20(1), 113–122.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Nafiah, N. I. (2023). Effect of capital structure, company size and profitability on firm value in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange. *The International Journal of Business and Management Tomorrow*, 13(1), 55–68.
- Rajagopal, P. (2019). *Strategic Financial Management: Theory and Practice*. New Delhi: Springer.
- Rustanti, R., & Rahmawati, N. (2022). Corporate governance and capital structure decisions: Evidence from Indonesian firms. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 19(2), 211–228.
- Sihombing, I. (2025). *The Impact of Profitability, Firm Size, and Capital Structure on Firm Value in the Manufacturing Sector*. David Publisher.
- Sofyan, M., & Taufik, R. (2022). Determinants of capital structure in manufacturing companies: Evidence from Indonesia. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(3), 467–482.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.