

PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN MELALUI STRUKTUR MODAL SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DALAM BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

Brigitta Clarabella Petta dan Josua Tarigan
Akuntansi Bisnis Universitas Kristen Petra
Email: Josuat@petra.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji adanya pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan melalui struktur modal sebagai variabel *intervening*, dimana penelitian serupa dengan menggunakan variabel struktur modal sebagai variabel *intervening* ini, belum ditemui peneliti pada penelitian sebelumnya. Penelitian ini menggunakan 89 perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2011-2015 sebagai sampel. Data dikumpulkan berdasarkan laporan keuangan tahunan periode 2011-2015 dan diolah dengan menggunakan software WarpPLS versi 5.0. Berdasarkan data sample, penelitian ini menunjukkan tingkat rata-rata kepemilikan institusional pada perusahaan manufaktur di Indonesia cukup tinggi. Tingginya tingkat kepemilikan oleh pihak institusional akan meningkatkan kinerja keuangan sehingga dapat menurunkan adanya konflik kepentingan dalam perusahaan. Selain itu, kepemilikan institusional dapat menurunkan hutang dalam struktur modal perusahaan karena peranan hutang atau kreditor dalam mengawasi perusahaan dapat dialihkan pada pengawasan dari pihak institusi. Adanya penggunaan hutang dalam struktur modal dapat menurunkan kinerja keuangan disebabkan karena semakin meningkatnya resiko perusahaan.

Kata Kunci : Struktur Kepemilikan, Kepemilikan Institusional, Struktur Modal, Kinerja Keuangan.

ABSTRACT

This research aimed to know the influence of institutional ownership towards financial performance with capital structure as an *intervening* variable, this kind of research that used capital structure as *intervening* variable, was not done before. This research used 89 manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange, during the period of 2011-2015 as the sample. Data collected from annual reports of the period 2011-2015 and was analyzed by using WarpPLS software version 5.0. According to the data, this research showed there was a high level of institutional ownership among the manufacturing companies in Indonesia. This high level of institutional ownership maximized the financial performance of the firms and minimized the conflict of interest in the firm. Furthermore, institutional ownership was able to minimize the debt in capital structure because of the monitoring role of creditor was redirected to institutional investor. Moreover the use of debt in capital structure was able to decrease the firm's financial performance due to the higher risk of the firms.

Keywords : Ownership Structure, Institutional Ownership, Capital Structure, and Financial Performance

PENDAHULUAN

Kelemahan tata kelola perusahaan di Asia pada tahun 1997, telah membuat banyak negara di kawasan Asia Timur mengalami kondisi perekonomian yang buruk. Penelitian dari Booz-Allen menyebutkan bahwa pada tahun 1998, indeks *corporate governance* negara di Asia Timur memiliki skor yang rendah. Sedangkan, Indonesia mendapatkan skor sebesar 2,88 dimana poin ini merupakan poin yang paling rendah. Hal ini disebabkan oleh adanya kelemahan perekonomian di Indonesia terutama pada perekonomian tingkat mikro (Bangun dan Jeffry, 2008). Sistem tata kelola atau *corporate governance* merupakan cara perusahaan untuk meyakinkan pemegang saham dalam memperoleh *return* dan untuk meningkatkan nilai dari perusahaan. Terjadinya masalah kelemahan dalam sistem tata kelola perusahaan ini, tidak terlepas dari masalah struktur kepemilikan perusahaan, yaitu pemisahan antara pemilik dengan pengendali perusahaan. Sehingga, struktur kepemilikan juga berpengaruh terhadap keberlangsungan, dan nilai perusahaan.

Struktur kepemilikan dalam perusahaan mempunyai dua aspek konsentrasi yaitu konsentrasi kepemilikan dari pihak luar (*outsiders ownership*) dan konsentrasi kepemilikan dari pihak dalam atau manajer (*insiders ownership*). Adanya perbedaan konsentrasi kepemilikan tersebut menyebabkan terjadinya pemisahan wewenang dalam perusahaan, yaitu antara pengelola (manajer) dengan pemilik (*agency theory*). Hal ini disebabkan karena pihak pengendali dan pemilik mempunyai fokus kepentingan yang berbeda (Jensen dan Meckling, 1976).

Untuk mewujudkan kemajuan perusahaan, maka pemilik harus menyerahkan tugas pengelolaan perusahaan kepada pihak luar yang bersifat independen dan dapat dipercaya yaitu pihak manajemen. Tindakan dan pengambilan keputusan oleh pihak manajemen tersebut diharapkan agar dapat menciptakan kinerja keuangan yang baik dan dapat meningkatkan laba perusahaan. Selain itu, Moh'd et al (1998) juga berasumsi bahwa kepemilikan oleh pihak institusional juga dapat mengurangi konflik kepentingan dalam perusahaan. Pihak institusional memiliki hak yang besar dalam melakukan pengawasan terhadap perusahaan. Sehingga, investor institusional

dapat dengan bebas untuk memonitor kinerja manajemen, terutama tindakan dari dewan komisaris (*board of directors*). Namun menurut Jensen dan Meckling (1976), manajer akan lebih mengutamakan kepentingannya untuk memperoleh kompensasi yang lebih tinggi dibandingkan untuk mengutamakan kepentingan pemilik atau pemegang saham. Hal ini menimbulkan adanya konflik kepentingan. Untuk mengurangi adanya konflik kepentingan tersebut, perusahaan dapat melakukan 4 cara yaitu meningkatkan kepemilikan saham pada manajemen, meningkatkan *dividen payout ratio*, meningkatkan hutang, serta meningkatkan pengawasan oleh pihak institusional.

Untuk meningkatkan kesejahteraan pemilik dan pemegang saham, perusahaan harus memiliki kinerja keuangan atau *financial performance* yang baik. Apabila perusahaan memiliki kinerja keuangan yang baik, maka dapat meningkatkan nilai pasar perusahaan. Hal ini sangat memudahkan bagi perusahaan untuk dapat memperoleh modal eksternal berupa pinjaman dana maupun penanaman saham oleh investor luar. Dengan demikian, investor akan lebih percaya untuk menginvestasikan dananya di perusahaan serta mengharapkan *return* atau tingkat pengembalian yang tinggi atas dana investasinya.

Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan *institutional ownership* (kepemilikan institusional) sebagai obyek penelitian dari struktur kepemilikan. Dengan adanya peningkatan kepemilikan institusi perusahaan diharapkan lebih mampu meminimalisasikan adanya konflik kepentingan antara *principal* dengan *agents*, meningkatkan pengawasan terhadap kinerja perusahaan menciptakan serta dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Struktur modal yang optimal dapat memaksimalkan harga saham perusahaan melalui kombinasi dari hutang dan modal yang dimiliki perusahaan. Pendanaan dalam perusahaan dapat diperoleh melalui modal dari pihak eksternal maupun internal, dan penerbitan hutang terhadap pihak lain. Dengan semakin menggunakan hutang, proporsi saham dapat semakin meningkat. Perusahaan yang profitable dapat menggunakan kesempatan untuk berhutang dengan lebih banyak. Hal ini dapat bertujuan untuk penghematan pajak melalui

pembayaran bunga hutang yang bersifat *tax-deductible*.

LANDASAN TEORI

Agency Theory

Agency theory secara formal terbentuk pada awal tahun 1970. Dalam teori ini menyebutkan bahwa adanya pemisahan tugas antara pemilik dan manajemen dapat menyebabkan konflik antar *principals* dan *agent*. Menurut Farrer dan Ramsay (1998), perbedaan kepentingan antara manajer dengan *shareholder* ini, dapat menimbulkan adanya *information asymmetry* yang memicu timbulnya *agency cost*. Menurut Haryono (2005) terdapat 3 jenis *agency cost* yaitu biaya *monitoring*, biaya *bonding*, dan *residual loss*.

Terlibatnya manajer dalam kepemilikan atas sebagian saham perusahaan, dapat mempengaruhi kinerja manajemen untuk menyamakan kepentingan dengan kepentingan pemegang saham. Perusahaan yang diawasi dan dikendalikan oleh pihak pemilik atau *shareholder* secara aktif pun dapat mengurangi adanya *information asymmetry*, mengurangi adanya konflik kepentingan, dan mengurangi struktur hirarkis dalam organisasi. Dengan demikian, perusahaan akan dapat mengurangi adanya biaya pengawasan (*monitoring*), serta pengurangan *agency cost*.

Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan atau *ownership structure* merupakan bagian dari mekanisme *Corporate Governance* yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Struktur kepemilikan mencerminkan besarnya presentase kepemilikan saham dari seluruh saham yang ada dalam perusahaan, serta mencerminkan keputusan yang dibuat oleh pihak yang memiliki saham perusahaan tersebut.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) struktur kepemilikan diklasifikasikan sebagai gabungan jumlah kontribusi modal antara *insider investor* (*manager*) dan *outsider investor* (*debtholder* dan *shareholder*). Manajer yang merangkap sebagai pemilik (kepemilikan manajerial), akan dapat mempengaruhi pengambilan keputusan, sehingga keputusan yang diambil dalam manajemen tidak merugikan kepentingan pemilik dan manajemen sendiri. Hal ini disebabkan karena pihak *insiders* atau manajemen juga berharap akan mendapat peningkatan deviden dimasa mendatang.

Sedangkan kepemilikan oleh investor luar berguna untuk meningkatkan pengawasan terhadap kinerja *insiders* atau manajemen, agar dapat mempertahankan kualitas kinerja manajemen dan mengurangi adanya konflik kepentingan dalam manajemen.

Kepemilikan Institusional.

Menurut Wiranata dan Nugrahanti (2013), kepemilikan saham institusional merupakan kepemilikan yang dimiliki oleh pihak institusi yaitu perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi maupun perusahaan swasta. Lembaga institusi memiliki proporsi kepemilikan yang cukup besar terhadap perusahaan. Dengan adanya investor institusional kinerja manajemen serta keputusan-keputusan yang diambil oleh manajemen dapat dimonitor atau diawasi. Menurut Haryono (2005), pada umumnya pemegang saham institusional memiliki proporsi kepemilikan yang tinggi. Kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan rasio perbandingan antara jumlah lembar saham yang dimiliki institusi dengan jumlah saham yang beredar.

Struktur Modal

Struktur modal merupakan kombinasi pendanaan antara modal eksternal dengan jumlah modal perusahaan sendiri. Struktur modal merupakan kombinasi antara hutang jangka panjang dan ekuitas (berupa saham preferen, modal saham biasa dan laba ditahan) dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Menurut Shubita dan Alsawalhah (2012) Struktur modal dikatakan optimal, apabila dapat memaksimalkan nilai pasar dari perusahaan dengan jumlah saham perusahaan yang beredar. Struktur modal dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *Debt to Asset Ratio (DAR)* yang didapat dari perbandingan *total debt* dengan *total asset*. Kemudian, *Debt To Equity Ratio (DER)* yang berasal dari perbandingan *total debt* terhadap *total equity*.

Terdapat beberapa teori yang mendasari Struktur modal dalam penelitian ini, diantaranya adalah *MM Theory*, *Trade-Off*, *Pecking Order* dan *Agency Cost*.

MM Theory

Dalam teori MM ini terdapat 2 jenis, yaitu MM teori dengan pajak dan tanpa pajak. Teori MM tanpa pajak menemukan bahwa struktur modal tidak relevan dalam menentukan nilai perusahaan. Dalam *MM-*

Theory ini disebutkan bahwa tidak adanya *agency cost*, tidak ada pajak, tidak ada biaya kebangkrutan, EBIT tidak dipengaruhi oleh hutang, investor akan mendapat informasi tentang prospek perusahaan yang sama dengan pihak manajemen, dan para investor dianggap sebagai *price-maker*. Kemudian terjadi *information assymetry* dimana investor tidak mendapat informasi yang lengkap mengenai perusahaan oleh manajemen. Adanya *information assymetry* ini mengakibatkan investor tidak dapat melakukan hutang dengan tingkat suku bunga yang sama. Teori MM tanpa pajak ini menimbulkan adanya 2 asumsi. Pertama, perusahaan yang berhutang dengan perusahaan yang tidak berhutang memiliki nilai yang sama. Kedua, adanya peningkatan biaya modal saham saat perusahaan mencari pinjaman dari pihak luar, sehingga akan mengakibatkan resiko perusahaan makin meningkat, dan mempengaruhi peningkatan *rate of required return of equity* dari perusahaan. Kemudian pada tahun 1963, dilakukan pengujian ulang mengenai hubungan struktur modal dan nilai perusahaan dengan menggunakan pajak. Pajak adalah aliran kas keluar yang wajib dilakukan oleh perusahaan. Namun, perusahaan cenderung untuk selalu mencoba meminimalisasi nilai pajak yang dibayarkan. Penghematan pembayaran pajak ini dilakukan perusahaan dengan berhutang. Sehingga beban bunga yang timbul dari hutang, dapat menjadi pengurang pajak. Hal ini disebabkan karena beban bunga bersifat sebagai pengurang pajak pula. Dengan berhutang perusahaan juga telah menggunakan biaya modal saham yang lebih murah. Hal ini juga menurunkan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost Of Capital*) menjadi rendah.

Trade-Off Theory

Menurut Kraus dan Litzenberger (1973) dalam Jansen (2014), Teori *Trade-Off* dibagi menjadi 2 yaitu *Static* dan *Dynamic Trade Off Theory*. *Static Trade Off Theory*, menyatakan bahwa hutang memiliki manfaat dan kelemahan. Dimana manfaat dari hutang, perusahaan dapat menghemat pajak. Karena beban bunga bersifat sebagai pengurang pajak. Namun, hutang juga mempunyai kelemahan, dimana perusahaan akan memiliki resiko kebangkrutan. Menurut Ross (2010), *trade off theory* menyatakan bahwa perusahaan akan berhutang sampai tingkat

tertentu. Struktur modal yang optimal dapat dicapai saat tingkat penghematan pajak dari tambahan hutang, sama dengan biaya kesulitan keuangan atau *financial distress* (Warner, 1977). Penggunaan hutang yang dilakukan secara optimal dan masih sesuai dengan kapasitas perusahaan.

Fisher et al (1989), menyebutkan bahwa *Dynamic Trade Off Theory* diperhitungkan dimana perusahaan akan mempertahankan pada titik optimal, selama biaya yang dikeluarkan untuk mencapai di titik optimal lebih rendah dibanding dengan biaya yang dikorbankan bila hutang melewati titik optimal.

Pecking Order Theory

Menurut Myers dan Majluf (1984) dalam *pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan akan lebih memilih menggunakan modal internal berupa laba ditahan atau *retained earning*, daripada menggunakan modal eksternal (hutang atau modal eksternal). Perusahaan akan melakukan pinjaman hutang apabila modal internal perusahaan tidak mencukupi untuk mendanai kegiatan operasional perusahaan lagi.

Agency Cost Theory

Agency cost muncul pada saat terdapat konflik kepentingan antara pemilik, manajemen, serta pemegang saham yang lainnya. Menurut Harris dan Raviv (1991), bahwa penggunaan hutang dapat meningkatkan saham manajer dan mengurangi kerugian yang timbul akibat konflik kepentingan antara pihak manajemen dengan pemegang saham/ *shareholder*. Penggunaan debt dapat mengurangi *agency cost*, yaitu dengan mengurangi *free cash flow* yang akan digunakan untuk manajer. Selain itu, *debt* dapat menciptakan insentif bagi manajer untuk bekerja lebih keras, pengurangan bonus, dan dapat membuat manajer untuk melakukan keputusan investasi dengan lebih baik.

Kinerja Keuangan

Financial performance merupakan pengukuran keberhasilan suatu organisasi dalam menghasilkan laba melalui aktivitas yang dilakukan perusahaan. Hal ini dapat bertujuan untuk memprediksi keberhasilan perusahaan untuk melihat prospek dan pertumbuhan melalui sumber daya yang dimiliki perusahaan. Suatu perusahaan harus

melaksanakan standar dan tujuan yang diinginkan, agar memperoleh kinerja keuangan yang baik dalam perusahaan.

HIPOTESA

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan

Menurut Jensen dan Meckling (1976), terdapat hubungan positif antara kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan. Kepemilikan institusional dapat meminimalisasi adanya konflik kepentingan antara prinsipal dengan agen. Dengan adanya pengawasan dari institusional dapat mengoptimalkan pengawasan kinerja manajemen untuk menghindari adanya perilaku penyelewengan yang dilakukan manajemen. Sehingga dengan adanya keterlibatan institusi dengan perusahaan dapat berpengaruh untuk meningkatkan kinerja perusahaan yang lebih baik. Namun, terdapat juga penelitian yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan. Hal ini dinyatakan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2017) bahwa pihak pemegang saham institusi akan bekerja sama mendukung pihak manajemen dalam pemanfaatan sumber daya untuk kepentingan pribadi dan akan mengabaikan kepentingan dari pemegang saham minoritas. Adanya hubungan negatif ini juga dikemukakan oleh Susanti dan Mildawati (2014), dimana pihak institusi hanya berorientasi pada perusahaan yang sedang laba. Dan dapat secara sewaktu-waktu menarik kepemilikan saham terhadap perusahaan. Hal ini dapat menyebabkan penurunan secara drastis terhadap harga saham perusahaan. Selain itu, banyak juga perusahaan yang menemukan hasil pengaruh tidak signifikan antara kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan, seperti oleh Nuraina (2002) dan Xavier et al (2015)

H2: Terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional dengan kinerja keuangan perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal

Pengaruh positif antara kepemilikan institusional terhadap struktur modal dinyatakan oleh Widyawati dan Laksana (2016), bahwa adanya pemegang saham dari pihak luar atau institusional dapat meningkatkan struktur modal dalam perusahaan. Dengan adanya kepemilikan

institusi yang lebih, dapat membuat wewenang pihak institusional terhadap perusahaan menjadi lebih besar dibanding dengan pemegang saham lainnya. Hal ini menandakan bahwa investor akan cenderung memilih proyek yang beresiko, karena beranggapan bahwa perusahaan yang berhutang memiliki kinerja yang baik, sehingga investor mengharapkan akan mendapat keuntungan yang tinggi pula kelak. Dengan demikian investor lebih memilih melakukan pendanaan dengan berhutang karena dengan berhutang, perusahaan akan meningkatkan struktur modalnya. Hal ini juga didukung oleh Tarjo dan Jogianto (2003) dan Chu (2005) dalam Nuraina (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional yang besar akan membuat *leverage ratio* perusahaan juga meningkat. Di sisi lain, Sheiler dan Vishny (1994) menyatakan adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional terhadap struktur modal. bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh pihak institusi akan dapat mengawasi perilaku manajer untuk tetap melakukan sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Pengawasan atau monitoring ini berguna untuk menghindari adanya perilaku curang dari pihak manajemen, dan untuk meningkatkan nilai dari pemegang saham. Adanya peningkatan pengawasan pihak luar terhadap kinerja manajemen dapat mengurangi penggunaan dana dari luar atau hutang dan meningkatkan penggunaan dana internal. Adanya kepemilikan oleh pihak institusi akan menurunkan *debt ratio*. Pengawasan dari institusi yang dilakukan dapat mengurangi penggunaan hutang.

H4 : Terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional dengan struktur modal

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan

Keputusan pendanaan untuk modal perusahaan harus dilakukan dengan hati-hati karena, dapat berpengaruh langsung terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Struktur modal menunjukkan adanya perbandingan antara modal eksternal jangka panjang terhadap modal sendiri yang memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan. Sesuai dengan teori *trade off*, bahwa hutang mempunyai kelebihan dan kelemahan bagi perusahaan. Menurut Jensen (1986) hutang dapat dilakukan untuk

mengendalikan penggunaan arus kas yang secara berlebihan oleh manajemen untuk menghindari investasi yang sia-sia. Menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan tingkat keuntungan yang tinggi lebih memilih menggunakan dana internal dibanding dengan dana eksternal. Selain itu menurut Modigliani dan Miller (1963) juga menyatakan bahwa penggunaan hutang akan mengurangi pajak dari adanya beban bunga. Sehingga, pengurangan pajak akan membantu perusahaan dalam menghemat pengeluarannya. Namun, perusahaan harus menanggung resiko biaya bunga atas pinjaman hutang yang digunakan dan biaya bunga ini bersifat mengurangi laba. Menurut penelitian Singh (2013) serta Velnampy dan Niresh (2012), bahwa terdapat hubungan negatif antara rasio *debt* dengan kinerja keuangan. Hal ini disebabkan, karena penggunaan hutang yang banyak akan menyebabkan tingkat resiko perusahaan akan meningkat.

H5 : Terdapat Pengaruh antara Struktur Modal dengan Kinerja Keuangan

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen, kinerja keuangan sebagai variabel dependen, dan struktur modal sebagai variabel intervening. Pengukuran variabel masing-masing adalah sebagai berikut :

$$1. \text{Kepemilikan Institusional} : \frac{\text{Jumlah Saham Institusional}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\%$$

$$2. \text{Struktur Modal} : \text{Debt To Total Asset} = \frac{\text{total Debt}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$

$$\text{Debt To Total Equity} = \frac{\text{total Debt}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

$$3. \text{Kinerja Keuangan} : \text{Return On Asset} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahunan pada 89 perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Pemilihan sample dengan

menggunakan *purposive sampling*. Pengambilan data didapat dari www.idx.co.id dan melalui *bloomberg*. Kriteria : 1. Perusahaan terdaftar dalam BEI tahun 2011-2015 2. Perusahaan mempunyai laporan keuangan tahunan berturut-turut selama 2011-2015 3. Perusahaan tidak mengalami rugi pada periode 2011-2015. 4. Perusahaan menggunakan mata uang rupiah 5. Melakukan IPO sebelum 2011. 4. Terdapat informasi tentang kepemilikan institusional. Dari 142 perusahaan, hanya 89 perusahaan yang memenuhi kriteria *purposive sampling* dalam 5 tahun pengamatan 2011-2015.

ANALISA DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan software WarpPLS versi 5 untuk melakukan analisa deskriptif.

Tabel 1a Analisa Deskriptif

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviasi
KI	445	0,00	0,50	0,19	0,17
SM	445	0,00	1957,49	42,76	97,40
KK	445	-167,88	131,69	8,85	20,54

Tabel 1b Analisa Deskriptif

	N	MIN	MAX	MEAN	STD.DEVIASI
KI	445	0,00	0,50	0,19	0,17
DAR	445	0,00	243,19	24,96	31,39
DER	445	0,00	1.957,49	61,91	131,63
ROA	445	-65,13	45,36	6,71	11,19
ROE	445	-167,88	131,69	10,99	26,66

Goodness of Fit Test-Inner Model

Tabel 2 Model Fit And Quality Indices

No	Model of Fit and Quality Indices	Kriteria Fit	Hasil
1	Average Path Coefficient (APC)	P < 0,05	0,228, P < 0,001
2	Average R-Squared (ARS)	P < 0,05	0,101, P = 0,005
3	Average adjusted R-squared (AARS)	P < 0,05	0,098, P = 0,007
4	Average block VIF (AVIF)	Acceptable if <=5, ideally <= 3,3	1,012
5	Average full of collinearity VIF (AFVIF)	Acceptable if <=5, ideally <= 3,3	1,312

Petta: Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan 631

6	Tenenhaus GoF (GoF)	Small $\geq 0,1$, Medium $\geq 0,25$, Large $\geq 0,36$	memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan.
7	Sympton's paradox ratio (SPR)	Acceptable if $\geq 0,7$, ideally =1	Pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal memiliki nilai koefisien sebesar -0,148 dan $p\ value < 0,001$.
8	R-Squared contribution Ratio (RSCR)	Acceptable if $\geq 0,9$, ideally =1	Hal ini menandakan bahwa adanya hubungan negatif antara KI dengan SM.
9	Statistical suppression ratio (SSR)	Acceptable if $\geq 0,7$	Semakin rendahnya kepemilikan institusional maka akan struktur modal perusahaan meningkat. $P\ value$ sebesar $< 0,001$ menandakan bahwa KI memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal.
10	Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)	Acceptable if $\geq 0,7$	Sehingga dapat disimpulkan H2 diterima, karena kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Profil Variabel

Berikut adalah tabel yang menunjukkan nilai *weight indicator* pada setiap variabel dalam penelitian ini. Variabel Kepemilikan Institusional tidak termasuk sebagai *weight indicator*. Sehingga, menggunakan variabel itu sendiri sebagai indikator dan menghasilkan nilai *weight* sebesar 1.

Tabel 4 *Weight Indicator* dari Struktur Modal

No.	Indikator	Weight Indicator	Mean
1.	DAR	0.625	24,96
2.	DER	0.625	61,91

Variabel Struktur Modal memiliki 2 indikator yaitu Debt to Asset Ratio dan Debt To Equity Ratio. Kedua indikator ini memiliki *weight indicator* yang sama yaitu 0,625. Hal ini menunjukkan bahwa DAR dan DER merupakan komponen yang penting dalam membentuk variabel Struktur Modal.

Tabel 5 *Weight Indicator* dari Kinerja Keuangan

Variabel Kinerja Keuangan diukur dengan menggunakan 2 indikator yaitu ROA, dan ROE. Kedua indikator ini mempunyai bobot yang sama dengan koefisien yang positif sehingga kedua indikator ini sama-sama penting dalam membentuk variabel Kinerja Keuangan.

PENGUJIAN HIPOTESIS

Tabel 6 Path Coefficient dan P-Values

	KI		SM	
	Coefficient	P values	Coefficient	P values
SM	-0,148	<0,001	-	-
KK	0,159	<0,001	-0,377	<0,001

Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan memiliki nilai koefisien 0,159 dengan $p\ values$ sebesar $<0,001$. Hal ini menandakan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan antara kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan. Sehingga, semakin tinggi kepemilikan institusional dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa H1 diterima karena kepemilikan institusional

memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Sehingga dapat disimpulkan H2 diterima, karena kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan memiliki angka koefisien sebesar -0,377 dan $p\ value < 0,001$. Hal ini menandakan bahwa terdapat hubungan negatif antara struktur modal terhadap kinerja keuangan. Artinya, semakin tinggi struktur modal akan menurunkan kinerja keuangan perusahaan. Kedua variabel ini memiliki hubungan yang signifikan karena angka $p\ value$ lebih rendah dari alpha 5%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa H3 diterima, karena struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan.

Tabel 7 Indirect Effect dan P-Values

No.	Indikator	Weight Indicator	Mean
1.	ROA	0,530	6,71
2.	ROE	0,530	10,99

	KI	
	Coefficient	P values
KK	0,056	0,048

Pengaruh tidak langsung antara kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan menunjukkan angka koefisien 0,056 dan $p\ value 0,048$. Sehingga dalam penelitian ini dapat disimpulkan bahwa struktur modal dapat memediasi variabel kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan.

Tabel 8. Total Effect dan P Values

	KI		SM	
	Coefficient	P values	Coefficient	P values
SM	-0,148	<0,001	-	-
KK	0,215	<0,001	-0,377	<0,001

Perhitungan kontribusi mutlak antar variabel adalah sebagai berikut :

KI terhadap KK: $(0,215)^2 \times 100\% = 4,6225$
 Dari perhitungan tersebut dapat terlihat bahwa, *total effect* antara kepemilikan

institusional terhadap kinerja keuangan memiliki efek absolut yaitu sebesar 4,6225%.

Pembahasan Hipotesa

1. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Keuangan

Penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan antara kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan. Semakin tinggi kepemilikan oleh pihak institusional dapat meningkatkan kinerja keuangan suatu perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling (1976), dengan adanya kepemilikan dari pihak institusional maka dapat mengurangi adanya konflik kepentingan dalam perusahaan. Pihak institusional merupakan pihak yang bersifat profesional memiliki kemampuan yang lebih efektif dalam mengendalikan suatu perusahaan dan dengan pengendalian perilaku manajer. Dimana, hal ini akan berbeda apabila perusahaan dikendalikan oleh pemilik perusahaan itu sendiri yang cenderung akan lebih mengutamakan kepentingan dan keuntungannya terlebih dahulu. Dengan adanya kepemilikan oleh pihak institusional ini maka dapat menjadi jembatan antara pihak pemilik dengan manajemen. Adanya kepemilikan dari pihak luar manajemen atau pihak institusional ini dapat mengawasi perilaku dan kinerja manajemen serta dapat mempengaruhi keputusan yang diambil oleh manajemen. Hal ini disebabkan karena pihak institusional merupakan pemegang saham mayoritas yang memiliki kepemilikan yang cukup besar terhadap perusahaan. Sehingga pihak institusional memiliki insentif untuk mengawasi kinerja manajemen dan berhak untuk mempengaruhi keputusan dan tindakan yang dilakukan manajemen (Kholis, 2014). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa H1 diterima, karena kepemilikan institusional dapat berdampak positif terhadap peningkatan kinerja dan nilai perusahaan.

2. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal.

Pada penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan antara kepemilikan institusional terhadap struktur modal. Pihak institusional merupakan pihak yang mempunyai dana dalam jumlah yang besar dan tidak terbatas. Sehingga, pihak institusional sendiri dianggap telah mempunyai dana yang besar untuk membiayai pendanaan yang dibutuhkan oleh

perusahaan yang dimilikinya. Menurut Kholis (2014), menyatakan bahwa pihak institusional merupakan pemegang saham mayoritas dan memiliki pendanaan yang kuat sehingga perusahaan terhindar dari adanya resiko. Untuk itu, perusahaan yang dimiliki oleh pihak institusional ini tidak memerlukan lagi dana yang berasal dari hutang atau berasal dari kreditor karena modal yang diperlukan perusahaan sudah sangat cukup diberikan melalui pihak institusional itu sendiri. Sehingga dengan adanya kepemilikan institusional pada suatu perusahaan dapat menggantikan peranan kreditor sebagai pemberi modal pada perusahaan. Hal ini juga berkaitan dengan fungsi pengawasan, dimana peranan pengawasan terhadap perusahaan yang semula dilakukan oleh kreditor dapat dialihkan oleh pihak institusional. Dengan demikian, perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang dalam struktur pendanaannya, sehingga penurunan penggunaan hutang ini dapat mengurangi resiko kebangkrutan baik bagi pihak investor institusional serta bagi pihak perusahaan itu sendiri. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa H2 diterima bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

3. Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan.

Ditemukan adanya pengaruh negatif signifikan pada struktur modal terhadap kinerja keuangan. Struktur modal dalam penelitian ini diukur dengan DER dan DAR yang berguna untuk mengukur hutang jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan. Sehingga berdasarkan hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa semakin besar penggunaan hutang oleh perusahaan dapat menurunkan kinerja keuangan perusahaan. Dari hasil penelitian, bahwa tingkat hutang dalam pendanaan perusahaan adalah cukup besar, sehingga semakin besarnya hutang maka akan menunjukkan bahwa komposisi modal suatu perusahaan lebih banyak didanai melalui hutang dibanding dengan modal internal perusahaan sendiri. Dengan bertambahnya penggunaan hutang ini akan membuat perusahaan harus membayar bunga pinjaman serta pokok pinjaman nantinya. Hal ini semakin meningkatkan rasio *leverage* yang dimiliki perusahaan dan meningkatkan resiko kebangkrutan pada perusahaan. Peningkatan resiko dari berhutang ini akan berdampak

terhadap penurunan kinerja suatu perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Singh (2013) serta Velnampy dan Niresh (2012) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan institusional terhadap penggunaan hutang. Dengan demikian, H5 dapat diterima karena terdapat pengaruh negatif signifikan pada struktur modal terhadap kinerja keuangan.

4. Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening atau Mediasi Antara Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Keuangan.

Pada tabel indirect effect terlihat bahwa p value senilai 0,048. Sehingga struktur modal memiliki pengaruh yang signifikan dalam memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan. Hal ini menyatakan bahwa tingginya kepemilikan institusional akan berpengaruh dalam pengurangan struktur modal dengan hutang sehingga dapat meningkatkan kinerja keuangan suatu perusahaan

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk melakukan analisa pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan dengan struktur modal sebagai variabel intervening atau variabel mediasi. Dalam penelitian ini menggunakan sample sebanyak 89 perusahaan dalam sektor manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2015. Penelitian ini menggunakan kepemilikan institusional sebagai variabel independen, variabel kinerja keuangan sebagai variabel dependen dan struktur modal sebagai variabel intervening. Kinerja keuangan diukur dengan menggunakan ROA dan ROE, dan variabel struktur modal diukur dengan menggunakan DAR dan DER. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa terdapat pengaruh langsung yaitu :1. Hipotesis H1 diterima karena terdapat pengaruh positif signifikan antara kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan.

1. Hipotesis H2 diterima karena terdapat hubungan negatif signifikan antara kepemilikan institusional terhadap struktur modal
2. Hipotesis H3 diterima karena terdapat hubungan negatif antara

struktur modal terhadap kinerja keuangan.

3. Variabel Struktur Modal memiliki pengaruh dalam memediasi kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan.

Pada penelitian ini struktur kepemilikan dengan jenis kepemilikan institusional dapat berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hal ini dapat terlihat pada hubungan langsung antar variabel dimana kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Dimana kepemilikan institusional yang tinggi dapat meningkatkan kinerja keuangan. Selain itu dilihat dari hubungan tidak langsung atau indirect effect, bahwa kepemilikan institusional dapat berpengaruh pada kinerja keuangan melalui variabel struktur modal sebagai variabel mediasi. Namun, dengan menggunakan variabel pemediasi, pengaruh Kep. Institusional terhadap Kinerja keuangan menjadi lebih kecil dibandingkan dengan pengaruh langsungnya. Dimana indirect effect memiliki nilai sebesar 0,056 sedangkan pada direct effect memiliki nilai sebesar 0,159

SARAN

- 1) Penelitian ini menggunakan data 89 perusahaan pada tahun 2011-2015. Diharapkan agar penelitian selanjutnya dapat menambahkan jumlah sampel dan tahun penelitian.
- 2) Diharapkan pada penelitian selanjutnya dapat menggunakan tambahan variabel pengukuran sehingga informasi mengenai struktur kepemilikan, struktur modal dan kinerja keuangan dapat semakin akurat.

KETERBATASAN PENELITIAN

Pengukuran struktur kepemilikan hanya berdasarkan Kepemilikan Institusional. Diharapkan pada penelitian selanjutnya dapat meneliti tentang struktur kepemilikan dengan menggunakan jenis struktur kepemilikan lainnya. Sehingga dapat mengetahui pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan dengan lebih jelas.

DAFTAR REFERENSI

- Bangun, P., Jeffry (2008). Pengaruh *Good Corporate Governance* dan Kinerja Keuangan terhadap Harga Saham. *Jurnal Akuntansi*, Vol 8, No 1, hal 85-106.
- Fisher, E.O., Heinkel, R., Zechner, J (1989). *Dynamic Capital Structure Choice : Theory*

- and Tests. *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No.1
- Harris, M ., Raviv. A (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal Of Finance*, Vol. XLVI, No. 1
- Haryono, S (2005). Struktur Kepemilikan Dalam Bingkai Teori Keagenan. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol.5, No.1, pp. 63-71.
- Jansen, A (2014). Firm Spesific Determinants of Dutch Capital Structure : The Impact of The 2008 Financial Crisis.
- Jensen, M.C (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H (1976). Theory of Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No.4, pp 305-360
- Kholis (2014). Analisis Struktur Kepemilikan dan Perannya Terhadap Praktik Manajemen Laba Perusahaan. *ADDIN*, Vol. 8 , No. 1
- Laksana, I.F., Widyawati,D (2016). Pengaruh Kepemilikan Saham, Kebijakan Deviden, Tangibility,Size,Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu dan Riset*
- Moh'd, A.M., Perry, G.L., Rimbey, J.N (1998). The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: a Time Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review 33*
- Myers, S.C ., Majluf, N.S (1984). Corporate Financing and Investment Desicion When Firms Have Information That Investors Do Not Have.
- Nuraina, Elva (2012). Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.19, No. 2
- Ross, G.A (2010). The “Dominant Bank Effect;” How High Lender Reputation Affects the Information Content and Terms of Bank Loans. *The Oxford University Press on behalf oh the Society for Financial Studies*.
- Shleifer,A ., Vishny. R.W (1986). Large Corporate adn Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, Vol.94, No.3, pp 461-488.
- Shubita, M.F., Alsawalhah, J.M (2012). The Relationship between Capital Structure and Profitability. *International Jouenal of Business and Social Science*, Vol. 3, No. 16
- Singh, G (2013). Interrelation Between Capital Structure And Profitability With Special Refrence To Manufacturing In India. *International Journal of Accounting and Financial Management Research*, Vol. 3
- Sujoko., Soebiantoro.u (2007) Pengaruh Struktur Kepemilikan Shaam, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan
- Susanti, R.m Mildawati, Titik (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusional Dan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi* Vol. 3 No. 1
- Velnampy. T., Niresh, J. Aloy., (2012). The Relationship between Capital Structure & Profitability. *Global Journal Of Management and Business Research*, Vol. 12
- Warner, J. B (1977). Bankruptcy Costs : Some Evidence. *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, pp 30-35
- Wiranata, Y.A ., Nugrahanti, Y.W (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 15, No 1, hal 15-26
- Xavier, M.S., Shukla, J., Mbabazize, M (2015). Effect of Corporate Governance On The Financial Performance Of Banking Industry In Rwanda : (A Case Study-Commercial Banks In Rwanda). *International Journal of Small Bussiness and Entrepreneurship Research*, Vol.3, No. 6